



Laboratoire d'Economie de Dauphine (LEDa)

**THESE**

*Pour l'obtention du titre de*

**Docteur en Sciences Economiques**

*Présentée et soutenue publiquement le 6 octobre 2011 par*

**Mahjouba ZAITER LAHIMER**

**L'impact des entrées de capitaux privés sur la croissance  
économiques dans les pays en développement**

Directeur de thèse

**Henri STERDYNIAK**

Directeur du Département Economie de la Mondialisation de l'OFCE.  
Professeur associé à l'Université Paris Dauphine

Composition du jury

**Rapporteurs**

**Claude BERTHOMIEU**

Professeur à l'Université de Nice-Sophia Antipolis

**Dominique PLIHON**

Professeur à l'Université Paris XIII-Nord

**Suffragants**

**Martine CARRÉ-TALLON**

Professeur à l'Université Paris Dauphine

**Baptiste VENET**

Maître de conférences à l'université Paris Dauphine

*L'Université n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans les thèses : ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs.*

*A mes parents,*

*A mon mari,*

*Et à toute ma famille*

# Remerciements

Je remercie infiniment le Professeur Henri Sterdyniak d'avoir encadré mon travail depuis le Master et durant ma thèse. Je lui suis très reconnaissante de ses conseils avisés, de sa disponibilité et de son aide précieuse. Travailler sous sa direction était une expérience scientifique et humaine enrichissante et formatrice.

Je tiens à remercier les Professeurs Dominique Plihon et Claude Berthomieu d'avoir acceptés de juger mon travail en tant que rapporteurs. C'est un honneur de soutenir cette thèse devant eux.

Je souhaite également remercier le Professeur Martine Carré-Tallon d'avoir acceptée de participer à mon jury de soutenance. Je remercie également M. Baptiste Venet pour sa participation à ma pré-soutenance et pour son aide à l'amélioration de mon travail.

Je remercie infiniment Héla, Mohammed, Sadok et Wassim pour leurs relectures et leurs conseils.

Merci aussi à mon amie de toujours Asma que je suis contente de retrouver dès cet été, à Fatma qui a partagé avec moi des moments importants dans ma vie, à Meriem à qui je souhaite une bonne fin de thèse et beaucoup de bonheur, à Anis à qui je souhaite la réussite professionnelle qu'il mérite et à Dorothee en lui souhaitant un bon courage pour sa thèse.

Je remercie également mes compagnes de thèse, Rim et Salima, avec lesquelles j'ai partagé des moments de stress et surtout des fous rires interminables, je leur souhaite beaucoup de courage pour la fin de leurs thèses.

Je pense également à toute ma famille qui m'a soutenu. Je remercie Noomen pour son soutien tout au long de cette fin de thèse, pour ses encouragements dans les moments de doutes, pour ses conseils avisés et son extrême patience.

Aucun remerciement ne serait à la hauteur du soutien de mes parents tout au long de mes études et de leurs sacrifices.

## Table des matières

<b>Introduction générale.....</b>	<b>15</b>
<b>Chapitre 1: Du capitalisme mixte à la libéralisation financière .....</b>	<b>22</b>
Introduction .....	23
I. Capitalisme financier : concepts et expériences.....	24
I.1. Typologie du capitalisme.....	24
I.2. Les structures des systèmes financiers.....	30
I.2.1. Système financier dominé par l'autofinancement.....	30
I.2.2. Système financier dominé par les banques .....	30
I.2.3. Système financier dominé par le marché .....	31
I.2.4. Système financier dominé par l'Etat.....	32
I.3. Système financier et Etat : Expériences.....	34
I.3.1. Le capitalisme d'Etat : le cas de la France durant les trente glorieuses.....	34
I.3.2. Le cas de la Corée du Sud : système original de capitalisme d'Etat.....	37
II. La libéralisation financière .....	43
II.1. Définition de la libéralisation financière .....	43
II.2. McKinnon et Shaw .....	46
II.3. Les critiques de l'école de la libéralisation .....	48
II.3.1. Relation entre taux d'intérêt et épargne.....	48
II.3.2. Rôle des réserves obligatoires et de la nécessité de l'intervention de l'Etat .....	50
II.3.3. Imperfection des marchés .....	52
II.3.4. Critique d'inspiration keynésienne .....	53
II.3.5. Les néo-structuralistes et le rôle du marché informel.....	54
Conclusion.....	55

<b>Chapitre 2: Libéralisation des entrées de capitaux.....</b>	<b>57</b>
Introduction .....	58
I. Processus de libéralisation et ordre optimal .....	59
I.1. Définition du processus de libéralisation.....	59
I.2. Ordre optimal.....	60
II. Flux de capitaux privés vers les pays en développement : Etat des lieux....	66
II.1. Les flux avant la crise asiatique.....	66
II.2. Période de récession : 1997-2002.....	68
II.3. Reprise et crise des <i>subprime</i> : 2003-2007 .....	69
III. Les flux de capitaux privés : présentation par type de flux .....	70
III.1. Les investissements directs étrangers .....	71
III.1.1. Définition.....	71
III.1.2. Les formes d'IDE .....	76
III.1.3. Les déterminants de L'IDE.....	78
III.2. L'investissement de portefeuille .....	79
III.2.1. La notion de libéralisation des marchés boursiers.....	81
III.2.2. Investisseurs étrangers et marchés boursiers .....	83
III.3. Le crédit bancaire.....	84
III.3.1. Classification des crédits bancaires internationaux .....	85
III.3.2. Les déterminants du crédit bancaire international .....	87
IV. Expériences de libéralisation des flux de capitaux .....	88
IV.1. Echec de la libéralisation: Thaïlande et expériences similaires.....	88
IV.1.1. La libéralisation financière en Thaïlande .....	89
IV.1.2. Autres expériences similaires : Malaisie, l'Indonésie et Chili.....	95

IV.2.	Libéralisation contrôlée: Chine et expériences similaires .....	97
IV.2.1.	Libéralisation financière et croissance économique en Chine : .....	97
IV.2.2.	L'expérience de l'Inde en matière de libéralisation des flux de capitaux ....	104
IV.2.3.	La Corée du Sud et Taiwan .....	107
	Conclusion.....	108
	<b>Chapitre 3: Effet des entrées de capitaux sur la croissance économique : canaux de transmission.....</b>	<b>110</b>
	Introduction .....	111
I.	Développement financier et croissance économique : Modèle Théorique et Critiques .....	112
I.1.	Système financier et croissance : canaux de transmission .....	113
I.1.1.	Epargne, accumulation du capital et croissance.....	113
I.1.2.	Innovation technologique et croissance économique.....	116
I.2.	Développement financier et croissance : Modèle théorique.....	119
I.3.	Double causalité .....	124
II.	Capitaux étrangers et croissance: effets positifs .....	125
II.1.	Diversification, risque et coût des capitaux.....	126
II.1.1.	Flux boursiers .....	126
II.1.2.	Investissement direct étranger .....	128
II.1.3.	Flux bancaires .....	131
II.2.	Augmentation de l'investissement.....	132
II.2.1.	Flux boursiers.....	133
II.2.2.	Investissement direct étranger.....	134
II.2.3.	Flux bancaires .....	137
III.	Capitaux étrangers et croissance: effets négatifs.....	141

III.1. Effet d'éviction.....	141
III.2. Instabilité financière.....	144
III.3. Propagation des crises .....	149
III.3.1. La voie commerciale .....	149
III.3.2. Flux financiers.....	150
III.3.3. Rôle des capitaux étrangers dans la propagation des crises : cas de la crise des subprime : .....	151
IV. Les effets spécifiques.....	160
IV.1. L'IDE : le transfert technologique .....	160
IV.1.1. Définition du transfert technologique.....	160
IV.1.2. Les canaux de transmission de la technologie.....	161
IV.1.3. Obstacles au transfert technologique .....	162
IV.2. Prêts bancaires : développement et stabilité du secteur bancaire.....	163
IV.2.1. Remède à un système bancaire non développé.....	163
IV.2.2. Stabilité du secteur bancaire .....	164
IV.3. Investissement de portefeuille : prix, spéculation et formation de bulle .....	165
IV.3.1. La post-libéralisation.....	165
IV.3.2. Les Bulles spéculatives .....	167
Conclusion.....	169

#### **Chapitre 4: Libéralisation des mouvements de capitaux et croissance**

#### **économique : Etude empirique ..... 171**

#### Introduction ..... 172

#### I. Présentation de l'étude économétrique ..... 173

##### I.1. Modèle..... 173

##### I.2. L'échantillon..... 174

I.3.	Les variables explicatives de base .....	177
I.4.	Les variables relatives aux flux .....	178
I.4.1.	Les investissements directs étrangers.....	178
I.4.2.	Investissement de portefeuille.....	181
I.4.3.	Le crédit bancaire .....	185
I.5.	Méthode d'estimation.....	189
I.5.1.	Estimateur d'Arellano et Bond (1991).....	191
I.5.2.	Blundell et Bond (1998).....	192
I.6.	L'analyse en composantes principales .....	193
I.6.1.	Présentation de l'analyse.....	193
I.6.2.	Les variables.....	194
I.6.3.	Le résultat:.....	196
I.6.4.	Les paradis fiscaux .....	200
II.	Résultat et discussion .....	201
II.1.	Résultat divers (tableau 4.6).....	201
II.1.1.	Le PIB initial .....	201
II.1.2.	Capital fixe .....	202
II.1.3.	Le capital humain .....	202
II.1.4.	Consommation publique .....	204
II.1.5.	Inflation .....	204
II.1.6.	Taux de change.....	205
II.1.7.	L'ouverture commerciale .....	205
II.2.	Les flux de capitaux.....	208
II.2.1.	IDE.....	208
II.2.2.	IDE et investissements domestiques.....	214

II.2.3. Prêts bancaires .....	216
II.2.4. Investissement de portefeuille .....	221
Conclusion.....	227
<b>Chapitre 5 : Les effets d'interaction des flux de capitaux et du développement domestique.....</b>	<b>229</b>
Introduction .....	230
I. Flux de capitaux, effet d'interaction et croissance économique .....	232
I.1. La capacité d'absorption.....	232
I.2. Le capital humain .....	233
I.3. Développement du marché financier .....	237
I.4. Développement institutionnel.....	243
I.5. Hétérogénéité ethnique .....	248
II. Etude économétrique .....	249
II.1. Les indicateurs de développement.....	251
II.1.1. Le développement humain: .....	251
II.1.2. Le développement financier .....	251
II.1.3. Le développement institutionnel .....	252
II.1.4. L'infrastructure.....	254
II.2. Les résultats .....	255
II.2.1. Développement humain.....	255
II.2.2. Développement financier .....	260
II.2.3. Développement institutionnel .....	265
II.2.4. L'infrastructure.....	270
Conclusion.....	274

**Conclusion générale ..... 276**  
**Annexes..... 280**  
**Bibliographie..... 300**

# Liste des graphiques

## Chapitre 1

Graphique 1.1: Évolution du PIB en France (%)

Graphique 1.2: Croissance du PIB en Corée du Sud (%)

Graphique 1.3: Epargne domestique brute (en % du PIB)

## Chapitre 2

Graphique 2.1: Total net des flux de capitaux privés vers les pays en développement (%PIB)

Graphique 2.2: Revenus des exportations des pays en développement (%PNB)

Graphique 2.3: Flux nets d'investissements directs étrangers (Milliards de dollars)

Graphique 2.4: Répartition régionale des flux nets d'IDE vers les pays en développement

Graphique 2.5: Part de la Chine dans les flux d'IDE destinés aux pays d'Asie de l'Est et Pacifique

Graphique 2.6: Flux nets d'investissements de portefeuille (milliards de dollars)

Graphique 2.7: Flux net de crédits bancaires vers les pays en développement (Milliards de dollars)

Graphique 2.8: Flux net de crédits bancaires (Milliards de dollars)

Graphique 2.9: Exportation et croissance économique

Graphique 2.10: Flux de capitaux (%PIB)

Graphique 2.11: Croissance et libéralisation

Graphique 2.12: Croissance du PIB par tête (%)

Graphique 2.13: Malaisie: Croissance du PIB par tête (%)

Graphique 2.14: Croissance du PIB par tête (%)

Graphique 2.15: Exportation et croissance

Graphique 2.16: Flux nets de capitaux entrants (en % PIB)

Graphique 2.17: Croissance du PIB par tête (annuel %)

Graphique 2.18: Epargne et investissement en Chine

Graphique 2.19: Exportation et IDE

Graphique 2.20: Croissance du PIB par tête (%)

### **Chapitre 3**

Graphique 3.1: FBCF, IDE et épargne domestique 1990-2009 (% PIB)

Graphique 3.2: S&P 500 (Dollars américains)

Graphique 3.3: Total net des flux de capitaux privés (Milliards de dollars)

Graphique 3.4: Total net des flux de capitaux privés vers les pays en développement (% PIB)

Graphique 3.5: Variation des flux privés nets vers les pays en développement (100%)

Graphique 3.6: Indice boursier des pays émergents (Dollars américains)

Graphique 3.7: Indice de stress financier des pays émergents

Graphique 3.8: Indice boursier argentin (dollars américains)

### **Chapitre 4**

Graphique 4.1: Epargne et investissement en Chine

Graphique 4.2: Investissement direct étranger (% PIB) : 1980-2007

Graphique 4.3: Investissement de portefeuille (% PIB) : 1980-2007

Graphique 4.4: Crédits bancaires (% PIB): 1980-2007

Graphique 4.5: Analyse en composantes principales

Graphique 4.6: Prêts bancaires internationaux en % du PIB

### **Chapitre 5**

Graphique 5.1: Le taux brut d'inscription à l'enseignement secondaire

Graphique 5.2: Contrôle de la Corruption

# Liste des tableaux

## Chapitre 1

Tableau 1.1 : Caractéristiques du système financier dans les modèles de capitalisme

## Chapitre 2

Tableau 2.1 : Les étapes de la libéralisation financière

Tableau 2.2: Flux nets d'investissements de portefeuille (Milliards de dollars)

Tableau 2.3 : Evolution de la composition des exportations chinoises (%)

Tableau 2.4 : Evolution de la composition des exportations indiennes (%)

## Chapitre 3

Tableau 3.1 : Evolution de la composition des exportations mexicaine (%)

Tableau 3.2 : La moyenne de l'indicateur de la volatilité avant et après la libéralisation

Tableau 3.3 : Résultats nets en milliards de dollars -2007

Tableau 3.4 : Dépréciations d'actifs liées aux *subprimes* (Milliards de dollars)

Tableau 3.5 : Résultats nets en milliards d'euros -2007

## Chapitre 4

Tableau 4.1: Coefficient de variation des IDE

Tableau 4.2 : Coefficient de variation des investissements de PF

Tableau 4.3 : Coefficient de variation des crédits bancaires

Tableau 4.4 : Contributions des variables (%)

Tableau 4.5 : Corrélations entre les variables et les facteurs

Tableau 4.6 : résultat général

Tableau 4.7, Tableau 4.8 et Tableau 4.9 : résultats relatifs à l'IDE

Tableau 4.10 et Tableau 4.11 : résultats relatifs aux crédits bancaires

Tableau 4.12, Tableau 4.13 et Tableau 4.14 : résultats relatifs à l'investissement de portefeuille

## **Chapitre 5**

Tableau 5.1, Tableau 5.2 et Tableau 5.3 : résultats relatifs au développement humain

Tableau 5.4 Tableau 5.5 Tableau 5.6 : résultats relatifs au développement financier

Tableau 5.7 Tableau 5.8 Tableau 5.9 et Tableau 5.10 : résultats relatifs au développement institutionnel

Tableau 5.11 Tableau 5.12 : résultats relatifs à l'infrastructure

# **Liste des encadrés et diagrammes**

## **Chapitre 1**

Encadré 1.1 : Les plans quinquennaux coréens

Encadré 1.2 : L'anti-sélection et le risque moral

## **Chapitre 3**

Encadré 3.1 : Information: hard versus soft

Diagramme 3.1: Système financier et croissance économique

# Introduction générale

**L**es économistes se sont toujours intéressés à l'étude du lien entre le système financier et la croissance économique. De nombreux travaux, théoriques, empiriques et économétriques, s'accordent sur l'importance du rôle joué par le système financier dans les caractéristiques de la croissance économique.

Le système financier remplit une fonction principale qui consiste à assurer la rencontre entre les agents ayant un besoin de financement et ceux ayant une capacité de financement. Schumpeter (1911) faisait déjà le lien entre le secteur financier et la croissance économique par le biais de l'innovation technologique. Pour effectuer une innovation, l'entrepreneur se dirige vers le système bancaire qui lui fournit les capacités financières dont il a besoin pour réaliser son innovation. De ce fait, un système bancaire bien développé favorise l'innovation technologique, elle-même facteur de croissance économique. Le système financier épargne à l'entrepreneur de faire le tour des agents à capacité de financement, un tour qui peut s'avérer pénible et coûteux. Levine (1997) montre que les marchés et institutions financières fournissent un certains nombres de services, comme la mobilisation de l'épargne, l'allocation des ressources et la gestion du risque. Leurs bons fonctionnements favorisent l'accumulation du capital et l'innovation ce qui contribue à la croissance économique à long terme. Cette dernière se trouve alors conditionnée par le niveau de développement du système financier.

Le développement financier peut être basé sur deux modèles différents. Le premier modèle est basé sur les banques et l'interventionnisme étatique. Avec le développement des marchés financiers, l'économie d'endettement s'est vu concurrencée par l'économie du marché avec laquelle les agents à besoin de financement et les offreurs de fonds se rencontrent directement sur le marché sans intermédiation. Le deuxième modèle est donc basé sur un marché totalement libre.

C'est dans ce cadre que s'inscrivent les travaux de McKinnon (1973) et Shaw (1973). Les deux auteurs appellent à bannir toutes les formes de répression financière qui entravent le développement financier et ralentissent la croissance économique. La répression financière se

matérialise par un ensemble de contraintes imposées par le gouvernement sur les taux d'intérêts, les réserves obligatoires, les crédits et les flux de capitaux. McKinnon et Shaw construisent les fondements théoriques de l'école de la libéralisation financière qui stipulent que la libéralisation financière est un moyen efficace pour promouvoir le développement financier et la croissance économique. La relation entre la libéralisation et la croissance est basée sur sa relation avec l'épargne et avec l'investissement. Selon les auteurs, les mécanismes de la libéralisation financière contribuent à la mobilisation de l'épargne et à son allocation. De ce fait, ces mécanismes stimulent la croissance économique.

Certes, le concept de libéralisation financière est séduisant par ses effets attendus. Cependant, l'apport de McKinnon (1973) et Shaw (1973) a été largement critiqué et remis en cause. Les auteurs avaient négligé plusieurs points importants comme le rôle de l'effet revenu dans le traitement de l'épargne, le rôle des réserves obligatoires, l'imperfection des marchés de crédit, le rôle de la demande effective et le rôle du marché informel. De surcroît, toutes les expériences de libéralisation financière n'ont pas été sujettes à réussite. A titre d'exemple, au Chili le processus de libéralisation financière totale a abouti à une crise bancaire sévère en 1981. En revanche, certaines expériences, telles que celles en Corée du Sud et en Chine ont été jugé comme réussies. Ces pays avaient mené un processus de libéralisation progressif et contrôlé par l'Etat dont les bénéfices se sont transmis à la croissance économique. Plus généralement, la réussite des expériences de libéralisation contrôlées dépend de plusieurs facteurs. Dans ce cadre, le climat macroéconomique du pays, le niveau de l'inflation ainsi que sa stabilité et l'état du système financier local jouent un rôle prépondérant.

Quelques années plus tard et quelques échecs de libéralisation financière en plus, McKinnon (1991) souligne la nécessité de suivre un ordre optimal pour assurer la réussite de la libéralisation financière dans les pays en développement. Dès lors, la majorité de la littérature économique a insisté sur la nature séquentielle du processus de libéralisation. Ces séquences peuvent être ordonnées selon des schémas différents. En ce sens, selon McKinnon (1991), il faut commencer par revoir la politique budgétaire et finir par la libéralisation des flux de capitaux. Fischer (2001) confirme que la libéralisation des mouvements de capitaux doit avoir lieu après l'instauration d'un bon fonctionnement des marchés financiers. Il montre que pour supprimer les contrôles de capitaux, il faut des pré-conditions qui permettent la

réussite de l'ensemble du processus de libéralisation. Fry (1997) a déjà établi une liste de cinq pré-requis qui devraient assurer la réussite de la libéralisation financière. Ces pré-requis concernent la régulation adéquate des banques commerciales, la stabilité des prix, la politique budgétaire, la compétitivité des banques et le système fiscal. Désormais, la libéralisation financière n'est plus considérée comme de simples réformes simultanées, mais plutôt comme un processus progressif avec des étapes à respecter dans un environnement économique adapté. La dernière étape du processus de libéralisation financière devrait être la libéralisation des mouvements de capitaux.

L'importance des mouvements des flux de capitaux vers les pays en développement est également expliquée par la stratégie d'intégration dans l'économie mondiale. En effet, afin d'intégrer la sphère financière mondiale et incorporer les nouvelles valeurs de libéralisation dans leurs propres économies, un certain nombre de pays en voie de développement ont opté pour un flux libre du capital à travers leurs frontières. Ils ont favorisé la participation des investisseurs étrangers dans leurs marchés financiers domestiques. Cette attitude a eu pour effet l'augmentation des flux de capitaux d'une façon considérable et spécialement les flux de capitaux privés. Ces derniers ont progressé depuis les années 1970 pour atteindre un niveau record de 1223 milliards de dollars en 2007.

La globalisation financière va dans le sens des travaux de certains auteurs et organismes internationaux estimant que les flux de capitaux vers les pays en développement sont un moyen efficace pour stimuler la croissance économique. Selon ces auteurs, ces flux constituent des fonds additionnels mis à la disposition des économies locales. Ils favorisent l'accroissement des niveaux d'investissement et par conséquent de la croissance économique. Cependant, contrairement aux anticipations, l'éclatement de plusieurs crises financières et économique a remis en cause cette idée. Les flux de capitaux ont contribué au déclenchement et à la propagation de différentes crises. Ces dernières ont rythmé l'évolution des flux de capitaux privés vers les pays en développement. Chaque crise a engendré une baisse de ces flux. La plus importante baisse était enregistrée suite à la crise des *subprime* ; soit une baisse de 40% entre 2007 et 2008. Ainsi, il est important et inévitable de signaler le rôle déstabilisateur des flux de capitaux. Cet effet est de nature à entraver la croissance économique.

L'objectif de notre thèse est l'étude du lien entre les flux de capitaux privés vers les pays en développement et la croissance économique. La majorité des études réalisées sur le sujet étaient consacrées à l'investissement direct étranger; négligeant ainsi l'impact des autres flux malgré leur importance. Dans notre travail, nous nous intéressons aux investissements directs étrangers mais également aux investissements de portefeuille et aux crédits bancaires. Ces deux derniers flux sont considérés comme moins stables que les investissements directs. Nous considérons différents types de flux de capitaux étant donné les caractéristiques de chaque type de flux. Cette différence peut affecter la nature de la relation entre flux et croissance.

L'étude des effets de la libéralisation nécessite donc l'investigation de plusieurs questions théoriques : Quel est la nature de ces effets ? Quels sont les différents canaux de transmission entre les flux de capitaux et la croissance? Comment chaque canal joue-t-il son rôle ? Quelles sont les conditions nécessaires pour garantir un effet positif ? Quels sont les seuils dont un pays doit disposer pour réussir sa libéralisation ? Toutes ces questions et bien d'autres nécessitent un travail approfondi au niveau de la littérature économique mais aussi au niveau des études de cas et d'expériences de plusieurs pays.

Empiriquement, nous allons mener deux études économétriques portant sur un panel de pays en développement. Dans un premier volet, nous introduisons une panoplie d'indicateurs relatifs aux flux de capitaux dans un modèle de croissance. Certaines mesures sont binaires. Elles indiquent si un marché est libéralisé ou non. Ces indicateurs ont nécessité un effort particulier de construction. D'autres indicateurs utilisés tiennent compte du degré de libéralisation. Dans un deuxième volet, nous vérifions si la nature de la relation entre les flux de capitaux et la croissance économique dépend de certaines variables relatives au niveau de développement du pays hôte. On vérifie donc l'existence des effets de seuil entre les flux de capitaux privés et la croissance.

Pour répondre aux objectifs de notre thèse, nous organisons notre travail en cinq chapitres. Le premier chapitre est consacré à l'étude de l'évolution du capitalisme et à la présentation de la notion de libéralisation financière. Nous commençons dans une première section par tracer l'évolution du capitalisme et présenter les différentes formes de capitalisme financier. Dans la deuxième section, nous abordons les différentes structures des systèmes financiers. Nous traitons, dans le cadre de la troisième section, l'expérience de la France durant les trente

glorieuses et celle de la Corée du Sud. La quatrième section est consacrée à la notion de libéralisation financière. Nous définissons le concept de libéralisation, nous présentons l'apport de McKinnon et Shaw ainsi que les différentes critiques adressées à l'école de la libéralisation.

Le deuxième chapitre s'organise en quatre sections. La première section est consacrée au processus de libéralisation. Nous présentons les différentes étapes du processus de libéralisation et nous mettons l'accent sur la nécessité de suivre un ordre optimal pour garantir la réussite du processus de libéralisation financière. La dernière étape de la libéralisation devrait être la libéralisation des flux de capitaux. L'évolution de ces derniers sera l'objet de la deuxième section. Cette section traitera l'évolution des flux de capitaux privés vers les pays en développement. Nous présentons dans la troisième section les différents flux de capitaux privés auxquels nous allons nous intéresser dans la suite de notre travail. La quatrième section sera consacrée à différentes expériences de libéralisation des flux de capitaux. Nous considérons, d'une part, des expériences qui ont connu un échec en se concentrant sur le cas de la Thaïlande et, d'autre part, des expériences avec une libéralisation contrôlée qui a bien fonctionné notamment dans le cas de la Chine et la Corée du Sud.

Dans le troisième chapitre, nous commençons par établir le lien entre le système financier et la croissance économique en général. Nous présentons les deux principaux canaux de transmission : l'accumulation de capital et l'innovation technologique. Nous exposons un modèle théorique mettant en relation le développement financier et la croissance économique. Nous traitons également de la relation de double causalité qui peut exister entre le développement financier et la croissance économique. Par la suite, nous nous intéressons à la relation entre les flux de capitaux et la croissance économique. Nous présentons les différents canaux de transmission entre les flux de capitaux et la croissance économique. D'un point de vue théorique, les flux de capitaux peuvent affecter la croissance économique aussi bien positivement que négativement. L'effet positif passe à travers la diversification du risque et la stimulation de l'investissement. L'effet négatif provient de l'effet d'éviction, de l'instabilité financière et de la contribution à la propagation des crises. Le dernier canal sera illustré par le rôle des flux de capitaux dans la propagation de la crise des *subprime*. Les différences que présentent les flux de capitaux étudiés nous amènent à traiter les effets spécifiques de chaque

type de flux. Pour les investissements directs étrangers, nous évoquons le transfert technologique. Pour les prêts bancaires, nous abordons le développement et la stabilité du secteur bancaire. Les investissements de portefeuille représentent le pivot de la spéculation et sont à l'origine de formation des bulles spéculatives.

Le quatrième chapitre présente une étude économétrique utilisant les données de panel. Le but de ce chapitre est de tester l'impact des entrées de capitaux sur la croissance économique. L'idée est d'introduire des indicateurs relatifs à l'entrée des différents types de flux de capitaux dans un modèle de croissance. Notre étude porte sur la période allant de 1980 à 2007 et sur un échantillon de 71 pays en développement. Notre échantillon est réparti sur quatre zones géographiques. Une répartition par niveau de revenu est également utilisée. Nous effectuons des estimations en excluant les paradis fiscaux et la Chine de notre échantillon. Les paradis fiscaux représentent seulement des lieux de passage des capitaux. La Chine dispose de caractéristiques uniques qui la différencient des autres pays en développement. La méthode économétrique utilisée est celle de Blundell et Bond (1998), c'est-à-dire la méthode des moments généralisés en système. Les deux auteurs empilent les équations en différence première proposées par Arellano et Bond (1991) et les équations en niveau. Dans le cadre de ce chapitre, nous avons effectué une analyse en composante principale dans le but d'explorer notre échantillon. Nous avons sélectionné deux types de variable : le premier renseigne sur les caractéristiques du pays et le deuxième sur le degré de libéralisation des flux de capitaux.

Le cinquième chapitre se consacre à l'étude de la présence des effets d'interaction dans la relation entre les flux de capitaux et la croissance économique. Il se base sur les résultats du précédent chapitre. Selon ce concept, une économie doit satisfaire un certain niveau de développement pour que l'effet des flux des capitaux sur la croissance économique soit positif. La première section présente la notion de la capacité d'absorption avant de détailler la notion de niveau de développement. Le niveau de développement concerne le développement financier, le développement humain et le développement institutionnel. Nous évoquons également l'hétérogénéité ethnique comme déterminant de l'effet positif des flux de capitaux sur la croissance économique. Dans la deuxième section, nous traitons la question économétriquement. Nous reprenons le modèle utilisé dans le chapitre précédent. Nous y introduisons des termes d'interaction entre chaque type de flux et les niveaux de

développement financier, humain et institutionnel. Nous étudions également l'interaction des différents flux de capitaux avec l'infrastructure. Cette dernière représente un élément nécessaire pour attirer les capitaux étrangers et assurer leurs contributions à la stimulation de la croissance.

Au terme de notre travail, nous pensons avoir permis meilleure compréhension de la nature de la relation entre les différents flux de capitaux et la croissance économique. Nous avons développé un exposé précis des différents canaux qui relient les différents flux de capitaux et la croissance économique et cela selon les caractéristiques de chaque flux, ainsi qu'une étude économétrique portant sur un large échantillon de pays en développement. Nous avons focalisé notre intérêt sur les déterminants de cette relation pour les trois types de flux étudiés. Deux de ces flux étaient largement négligés, à notre connaissance, par les précédentes études sur le sujet.

# **Chapitre 1:**

## **Du capitalisme mixte à la libéralisation financière**

## Introduction

Après une longue période de dominance du capitalisme régulé, le début des années 1980 a vu la renaissance du capitalisme de libre marché. Avec l'élection de Reagan aux Etats-Unis et Thatcher au Royaume-Uni, une nouvelle idéologie est apparue. Cette idéologie réduit considérablement le rôle de l'Etat et prône la liberté des marchés financiers.

Le modèle de croissance porté par les banques et l'interventionnisme de l'Etat est ainsi remis en cause pour laisser la place à un modèle dominé par les marchés financiers. Jusqu'au milieu des années 1970, le premier modèle a bien fonctionné avec trente années de développement économique dans la majorité des pays développés. Durant cette période, le système financier se basait sur l'intermédiation bancaire et dans beaucoup de pays sur la dominance des banques publiques. Cependant, la récession qui a caractérisé la seconde moitié des années 1970 a nécessité le réexamen de ce modèle et a favorisé le développement du modèle de marché financier.

Le modèle anglo-saxon a favorisé l'innovation financière. En effet, les marchés financiers ont connu l'apparition d'une panoplie de nouveaux produits financiers complexes comme les produits de couverture et de nouvelles pratiques financières. Les concepts anglo-saxons ont également renforcé le phénomène de globalisation financière qui a attiré un certain nombre de pays en développement. La libéralisation financière était vivement recommandée pour ces pays où l'Etat intervient massivement dans le secteur financier pour déterminer les taux d'intérêt et orienter les crédits. Cependant le déclenchement de la crise des *subprime* et ses effets sur l'économie mondiale a relancé le débat sur l'efficacité du système dominé par les marchés.

Le but de notre chapitre est d'introduire le concept de libéralisation financière. Nous avons choisi de commencer par présenter l'évolution du capitalisme financier et les différentes formes qu'il a pris. Nous nous basons sur l'apport de Michel Albert (1991) pour opposer le modèle rhénan et le modèle de marché libre. Nous évoquons également d'autres classifications du capitalisme. En partant de la classification du capitalisme, nous abordons les différentes structures des systèmes financiers en évoquant le rejet qu'a connu le système

dominé par l'Etat malgré les effets favorables qu'il a eu dans certains pays. Dans ce cadre, nous traitons deux expériences de pays où la centralisation du système financier a engendré un développement économique exceptionnel. Ces deux pays sont la France pendant les trente glorieuses et la Corée du Sud à partir des années 1960.

Afin de bien comprendre le concept de libéralisation financière, nous exposons les différentes définitions présentées dans la littérature économique. Ensuite, nous présentons l'apport de McKinnon et Shaw ainsi que les arguments qu'ils ont avancé en faveur de la libéralisation financière. Enfin, nous développons les différentes critiques adressées à leurs apports.

## **I. Capitalisme financier : concepts et expériences**

### **I.1. Typologie du capitalisme**

Le capitalisme est passé par trois phases différentes (Albert, 1991). La première phase correspond à celle du capitalisme contre l'Etat et elle a débuté en 1791. Durant cette phase, l'Etat s'est concentré sur sa fonction primaire qui est la fonction de l'Etat gendarme chargé de protéger l'ordre public. La deuxième phase s'est amorcée en 1891 avec un capitalisme encadré par l'Etat dont l'objectif est de corriger les excès du marché et de tempérer les violences du capitalisme. La troisième phase se caractérise par un capitalisme à la place de l'Etat. Cette dernière phase s'est déclenchée dans les années 1980 avec l'élection de Thatcher en Angleterre et Reagan aux Etats-Unis. Une nouvelle idéologie du capitalisme s'est donc installée dont les principes : le marché est bon, l'Etat est mauvais, la sécurité sociale est considérée comme un encouragement à la paresse, la fiscalité est accusée de décourager les plus dynamiques et les plus audacieux. La solution était de réduire les impôts et les cotisations sociales et de déréglementer. L'Etat représente un frein au développement et à la croissance ; il doit donc céder sa place au marché.

Dans la littérature économique, différentes classifications du capitalisme étaient proposées. Albert (1991) a réalisé une classification binaire en opposant le modèle rhénan au modèle anglo-saxon. Le modèle rhénan repose sur un système financier dominé par les banques avec un rôle important de l'Etat. Au contraire, le modèle anglo-saxon repose sur le marché. Le

modèle allemand représente l'incarnation du modèle rhénan. Ce modèle favorise la création de relations solides de long terme entre les banques et les industriels. Cette situation engendre au moins deux conséquences favorables. Premièrement, les banquiers vont s'intéresser au développement de long terme des entreprises avec lesquelles ils travaillent et ils vont leur allouer le financement requis pour le développement de leurs activités et l'aide nécessaire en cas de difficultés. Deuxièmement, les dirigeants peuvent se consacrer pleinement à la gestion de leurs entreprises.

Le modèle anglo-saxon correspond à un système économique libéral. Les interventions de l'Etat y sont très limitées. Les agents économiques sont considérés comme rationnels dont la première motivation est de maximiser le profit à court-terme. Les entreprises sont donc considérées comme un moyen de réaliser du profit et non comme un moyen de production. Le modèle anglo-saxon se base sur trois piliers :

- la dérégulation dans les secteurs les plus stratégiques comme le secteur de la télécommunication, du pétrole, du transport aériens et de la banque ;
- la révision du système fiscal en réduisant les taux d'imposition les plus élevés ;
- le contrôle de l'inflation par le biais de la masse monétaire.

La caractéristique essentielle du modèle anglo-saxon demeure l'importance du marché boursier et le recul de l'autofinancement et de l'emprunt dans le financement des entreprises. Les investisseurs cherchent des placements à rendements élevés qui nécessitent une prise de risque excessive dans certain cas.

Hall et Soskice (2001) adoptent également une classification binaire. Ils optent pour une approche fondée sur l'entreprise qu'il qualifié d'organisation relationnelle. Les auteurs déterminent cinq sphères d'activités dans lesquels l'entreprise doit faire face à des problèmes de coordination. Ces sphères sont : la sphère des relations industrielles (négociation des salaires et des conditions de travail), la sphère de l'éducation et de la formation professionnelle (recrutement de la main d'œuvre qualifié et la formation des salariés), la sphère de la gouvernance des entreprises (besoin et accès au financement des entreprises), les relations inter-entreprises et les relations avec les salariés. A partir de ces sphères, les auteurs déterminent deux types d'économies capitalistes :

–les économies de marché libérales : les entreprises s'appuient dans leurs activités sur les dispositifs concurrentiels des marchés. Les relations sont basées sur la concurrence et l'équilibre est déterminé par les conditions de l'offre et de la demande. Dans ce modèle, les entreprises tendent à se tourner vers les marchés pour leurs besoins de financement.

–les économies de marché coordonnées : les entreprises comptent sur les relations hors marchés pour coordonner leurs efforts avec d'autres acteurs. Ces modèles se basent sur des relations de coopérations et sur les interactions entre l'entreprises et les différents autres acteurs. Dans les économies de marché coordonnées, le système financier est basé sur des relations de long terme entre les banques et les firmes. Les entreprises ont aussi un recours massif à l'autofinancement pour développer leurs activités.

Les auteurs procèdent à la classification des pays de l'OCDE<sup>1</sup> dans ces deux groupes. Les économies de marché libérales sont : les Etats-Unis, le Royaume-Uni, le Canada, la Nouvelle-Zélande et l'Irlande). Les économies de marché coordonnées sont : l'Allemagne, le Japon, les Pays-Bas, la Belgique, le Suède, le Norvège, le Danemark, la Finlande et l'Autriche. Les six autres ont des positions plus ambiguës et qui sont la France, l'Italie, l'Espagne, le Portugal, la Grèce et la Turquie. Les auteurs estiment que ces pays peuvent constituer un groupe distinct de capitalisme qualifié parfois de "méditerranéen". Ce capitalisme est caractérisé par une intervention massive de l'Etat qui a engendré des capacités spécifiques de coordination hors marché dans la sphère du financement des entreprises.

La classification binaire paraît restrictive et ne permet pas de classer tous les pays. D'autres auteurs ont proposé des classifications basées sur plus que deux groupes. Schmidt (2002) a distingué trois modèles de capitalisme distincts : le modèle de marché, le modèle "géré" et le capitalisme étatique incarnés respectivement par le Royaume-Uni, l'Allemagne et la France. Pour cette différenciation, c'est l'Etat qui est le principal facteur de distinction. Le capitalisme de marché permet aux différents agents économiques d'opérer d'une façon autonome et de décider librement de la direction que prendront leurs activités économiques. Dans le cadre du capitalisme "géré", l'Etat encourage les agents économiques à coopérer et à coordonner leurs décisions avec les autres agents et l'Etat. Le rôle de l'Etat est plus actif dans

---

<sup>1</sup> Organisation de Coopération et de Développement Economique

le cas d'un capitalisme d'Etat. Il organise la coopération entre les différents agents économiques et dirige l'activité économique. Cette distinction se base sur trois éléments :

- la structure des relations économiques (l'interaction entre les firmes, entre l'industrie et la finance) qui sont régies par le marché dans le capitalisme du marché, hors marché dans le capitalisme géré et par l'Etat dans le capitalisme d'Etat ;
- la structure des relations avec l'Etat qui concerne les relations entre entreprises et l'Etat ainsi que l'interaction entre l'Etat et la force de travail ;
- la structure des relations industrielles comme la négociation des salaires, la gestion de la main d'œuvre et le rôle de l'Etat dans la régulation de la force de travail.

L'évolution des trois types de modèle s'est effectuée dans un même sens avec une organisation plus libérale de la relation entre l'Etat et l'économie. Ainsi, le système britannique devient de plus en plus libéral, la régulation du système allemand s'affaiblit et le rôle de l'Etat en France se transforme. Mais, il est important de signaler que les trois modèles n'ont pas perdu leurs spécificités : le système britannique reste le plus orienté vers le marché, les entreprises allemandes restent beaucoup moins dépendantes des marchés et l'Etat français intervient encore dans certains secteurs.

Amable (2005) distingue cinq modèles différents de capitalisme en se référant à cinq principaux domaines institutionnels. Ces domaines sont : la concurrence sur les marchés des produits, le rapport salarial et les institutions du marché de travail, le secteur d'intermédiation financière, la protection sociale et le secteur éducatif. Sur la base des différences que présentent les économies dans ces cinq domaines, l'auteur détermine cinq modèles de capitalisme :

- le modèle de marché<sup>2</sup>: ce modèle est basé sur la concurrence sur les différents marchés ;
- le modèle social-démocrate : ce modèle se base sur un système financier centralisé qui permet aux firmes d'adopter des stratégies de long-terme ;

---

<sup>2</sup> Dans la présentation des différents modèles, nous nous focalisons sur la spécificité du système financier de chaque pays pour rester dans le cadre de notre thèse.

– le modèle européen continental: il présente des caractéristiques similaires à celle du modèle précédent au niveau du système financier, mais la différence réside au niveau de la politique salariale et de la formation<sup>3</sup> ;

– le modèle de capitalisme "méditerranéen" : il est fondé sur plus de protection de l'emploi et moins de protection sociale que le modèle précédent. Au niveau du système financier, le fonctionnement est semblable ;

– le modèle asiatique : il est basé sur une stratégie de grands groupes qui opèrent en collaboration avec l'Etat et sur un système financier centralisé.

Dans le tableau 1.1, nous présentons les caractéristiques du système financier relatif à chaque modèle de capitalisme :

**Tableau 1.1 : Caractéristiques du système financier dans les modèles de capitalisme**

	<b>Système financier</b>
<b>Capitalisme de marché</b>	<p>Forte protection des actionnaires minoritaires</p> <p>Faible concentration de la propriété</p> <p>Grande importance des investisseurs institutionnels</p> <p>Marché actif pour le contrôle d'entreprise (prise de contrôle, fusion et acquisition)</p> <p>Forte sophistication des marchés financiers</p> <p>Développement du capital-risque</p> <p>Pays : Royaume-Uni, Etats-Unis, Canada et Australie</p>
<b>Capitalisme social-démocrate</b>	<p>Forte concentration de la propriété</p> <p>Importance des investisseurs institutionnels</p> <p>Pas de marché pour le contrôle d'entreprise</p> <p>Faible sophistication des marchés financiers</p> <p>Haut degré de concentration bancaire</p> <p>Pays : Danemark, Finlande et Suède</p>
<b>Capitalisme asiatique</b>	<p>Protection faible des actionnaires extérieurs</p> <p>Forte concentration de la propriété</p>

<sup>3</sup> La politique salariale est solidaire mais moins que dans le modèle social-démocrate et la formation n'est pas réalisé à la même échelle ce qui limite la flexibilité de la main d'œuvre.

	Participation des banques à la gestion des entreprises Aucun marché pour le contrôle d'entreprise Aucune sophistication des marchés financiers Développement limité du capital-risque Haut degré de concentration bancaire Pays : Japon et Corée du Sud
<b>Capitalisme européen continental</b>	Protection faible des actionnaires extérieurs Forte concentration de la propriété Aucun marché pour le contrôle d'entreprise Faible sophistication des marchés financiers Développement modéré du capital-risque Forte concentration bancaire Importance des banques dans le financement des firmes Pays : Suisse, Pays-Bas, France et Allemagne
<b>Capitalisme "méditerranéen"</b>	Protection faible des actionnaires extérieurs Forte concentration de la propriété Aucun marché pour le contrôle d'entreprise Faible sophistication des marchés financiers Développement limité du capital-risque Forte concentration bancaire Pays : Grèce, Italie, Portugal et Espagne

Les différentes classifications du capitalisme permettent de regrouper les pays qui présentent les mêmes caractéristiques. Ceci n'exclue pas le fait que chaque pays peut présenter des caractéristiques spécifiques qui pourront déterminer un modèle propre à lui.

Les différentes classifications présentées insistent sur la structure du système financier comme élément de distinction entre les différents modèles de capitalisme. Dans la partie qui suit nous abordons les différentes structures de systèmes financiers.

## **I.2. Les structures des systèmes financiers**

Dans la classification des systèmes financiers, nous rencontrons souvent l'opposition entre les systèmes fondés sur les banques et ceux fondés sur les marchés. Cette opposition a donné lieu à une vaste littérature traitant des bienfaits et des inconvénients de chaque système. Le système financier peut également être dominé par l'Etat qui se charge de l'activité d'allocation des ressources et de financement des investissements. Cependant, quand le système financier n'est pas suffisamment développé, les agents économiques se contentent de l'autofinancement.

### ***1.2.1. Système financier dominé par l'autofinancement***

L'absence d'un secteur financier convenablement développé entrave le recours des entreprises au financement extérieur. Pour investir, les agents économique n'ont généralement qu'une seule possibilité de financement c'est l'autofinancement.

L'autofinancement peut présenter un avantage majeur pour l'entreprise. En effet, il s'agit d'un mode de financement dont le coût est nul, ce qui permet de réduire les coûts de production et d'augmenter la rentabilité. En plus, l'autofinancement réduit la dépendance des firmes du secteur financier. Cependant, l'autofinancement limite les possibilités d'expansion des firmes et empêche la réalisation de projets nécessitant des fonds importants et qui peuvent être très productifs. L'autofinancement va donc limiter les agents économiques à investir dans des petites et moyennes structures.

L'autofinancement est souvent le seul moyen de financement dans les pays en développement qui sont généralement dotés de systèmes financiers sous-développés. L'absence de marchés financiers développées ou de banques actives réduit l'adoption de nouvelles technologies plus efficaces et plus productives. D'après de ce constat, McKinnon (1973) soutient l'importance du développement financier et de la libéralisation financière pour soutenir l'investissement et la croissance économique dans le cas de pays en développement.

### ***1.2.2. Système financier dominé par les banques***

Les partisans des systèmes financiers dominés par les banques mettent l'accent sur les perspectives de long-terme que favorisent ces systèmes. En effet, un tel système se caractérise

par les relations de long-terme que les banques créent avec les entreprises qu'elles financent. Selon Amble (2005), ces relations de long-terme peuvent contribuer à l'émergence d'un comportement coopératif entre les firmes et les banques et décourage par conséquent les comportements opportunistes.

Beck (2010) résume la spécificité de cette structure ainsi que ses avantages par rapport au marché. Premièrement, la relation que la banque entretient avec les entreprises lui permet de réduire les coûts relatifs à l'acquisition de l'information. Deuxièmement, les banques favorisent l'innovation en identifiant les projets les plus méritants. Troisièmement, les banques peuvent réduire le risque de liquidité à travers la concentration de l'épargne et la répartition adéquate de l'investissement entre le court et le long terme. Quatrièmement, un système basé sur les banques permet aux investisseurs individuels de partager le risque et entreprendre des projets plus risqués et au rendement plus élevé.

Dans le système fondé sur les banques, ces dernières ont une vocation universelle. Elles assurent toute l'activité bancaire : elles récoltent les dépôts, elles octroient les crédits, elles interviennent sur les marchés des actions et des obligations et elles participent à la gestion des trésoreries des banques. En même temps, elles sont des banques d'affaires et des opérateurs des opérations des fusions et des acquisitions.

### ***1.2.3. Système financier dominé par le marché***

Les partisans du système financier basé sur le marché évoquent le rôle des marchés dans la diversification et la gestion du risque, la diffusion de l'information, l'amélioration de la gouvernance d'entreprise et l'allocation des ressources (Levine et Zervos, 1998). De plus, les marchés offrent un ensemble varié d'instruments de couverture et de diversification du risque contrairement aux banques dont l'offre de ces produits est très limitée. Les marchés financiers permettent aux investisseurs de palier au problème de liquidité en lui permettant de vendre sur des marchés liquides. Cependant, cette liquidité et l'efficacité des marchés sont largement contestées et spécialement après le déclenchement de la crise des *subprime*. En effet, la limite du modèle de marché vient du fait que l'information est imparfaite surtout que les agents économiques ne se soucient pas de connaître la réalité mais ils cherchent à déterminer l'opinion des différents agents sur cette réalité. Par exemple, dans un modèle basé sur le

marché libre, l'individu ne cherche pas à connaître la santé d'une entreprise mais il cherche à déterminer ce que pensent les différents agents de cette entreprise. Les marchés financiers disposent donc de moyens de contrôle de la qualité des investissements moins efficaces que ceux des banques.

En plus, la spéculation détourne l'épargne des investissements productifs. La déconnexion qui peut exister entre le prix du marché des actions et la valeur réelle de l'entreprise fait que l'investisseur peut être attiré par des projets à forte rentabilité à court-terme mais qui s'avèrent improductifs. En général, la déconnexion des valeurs des actions de la valeur réelle de l'entreprise et le comportement irrationnel des investisseurs aboutit généralement à des bulles dont l'éclatement affecte l'ensemble de l'activité économique.

#### ***1.2.4. Système financier dominé par l'Etat***

La troisième structure de système financier est celle dominée par l'Etat. En effet, l'Etat peut intervenir massivement dans le secteur financier et cela à travers la création d'institutions financières et l'allocation de crédit. Les systèmes financiers dominés par l'Etat se basent sur les banques publiques et écartent tout rôle joué par les marchés.

Gerschenkron (1962) défend la participation du gouvernement dans le système financier et l'efficacité des banques publiques à encourager l'épargne, l'accumulation du capital et la croissance de la productivité. L'auteur suppose que les bienfaits de la participation de l'Etat dans le secteur financier ne reviennent pas au secteur public seulement mais au secteur privé. Ce dernier profite du monopole étatique et du développement de la politique de crédit du gouvernement.

La défaillance des marchés<sup>4</sup> est l'argument généralement avancé en faveur de l'intervention de l'Etat dans le système financier. Ces problèmes sont liés à des problèmes d'information ce qui justifie l'intervention de l'Etat à travers l'établissement des banques publiques. Les institutions financières étatiques y compris les banques peuvent également combler le manque de certains types de crédits que les institutions privées n'offrent pas (Stiglitz, 1994). Elles peuvent également faciliter l'établissement de certaines institutions

---

<sup>4</sup> Stiglitz (1994) identifie sept cas de défaillance du marché qui nécessite l'intervention de l'Etat et qui sont présentés dans l'annexe 1.1.

financières et rendre leurs activités viables. Par exemple, un marché bancaire prospère et développé va soutenir l'activité sur le marché des actions.

Étant donné les problèmes d'asymétrie d'information et la défaillance des institutions financières privées, la présence des banques étatiques peut avoir un impact positif sur le développement financier et sur le développement économique. Les banques publiques peuvent être plus efficaces que les banques privées dans l'immobilisation de l'épargne quand le système de collecte privé est défaillant. L'allocation des fonds collectés par le gouvernement peut être également plus efficace que celle du marché.

Le rôle important des banques contrôlées par l'Etat réside dans la collecte de l'épargne et surtout dans l'orientation optimale du crédit. Stiglitz (1994) considère l'orientation du crédit comme un moyen efficace d'intervention de l'Etat qui lui permet d'assurer la stabilité macroéconomique. Ce moyen est considéré par l'auteur comme plus efficace que le contrôle du taux d'intérêt et les subventions. L'orientation du crédit a deux objectifs majeurs :

– promouvoir la technologie : les agents privés peuvent ne pas investir dans le développement des nouvelles technologies et se contenter de l'imitation. L'économie se trouver privée d'un pilier important de la croissance économique. L'intervention de l'Etat pour orienter le crédit vers les activités intensives en technologie est indispensable pour améliorer la croissance économique.

– encourager les exportations : au début du processus de développement, les pays cherchent à produire pour substituer les importations puis à exporter. L'Etat doit donc œuvrer pour orienter le crédit vers les activités exportatrices. Promouvoir l'exportation signifie encourager les firmes domestiques à améliorer leur performance étant donné qu'elles doivent faire face à la concurrence des firmes étrangères. Donc, en encourageant les exportations, l'Etat encourage le développement des firmes et leurs performances.

Les banques publiques ont donc un rôle à jouer et cela malgré les arguments avancés contre la participation de ces banques dans le système financier<sup>5</sup>. Plusieurs études ont abouti à

---

<sup>5</sup> Deux arguments sont généralement présentés contre les banques publiques:

– elles sont établies par les hommes politiques qui vont les mobiliser par la suite pour renforcer leurs pouvoirs ;

ce résultat. Altunbas et al. (2001) ont traité le cas du marché bancaire allemand durant la période 1989-1996. En comparant les coûts et le profit des différentes banques opérant sur ce marché, les auteurs ne trouvent pas que les banques privés sont plus performantes que les banques étatiques. Karas et al. (2010) ont abordé le cas des banques russes et ils aboutissent au même résultat. Ils expliquent ce résultat par le fait que les banques étatiques ont un accès aux dépôts moins coûteux étant donné qu'elles disposent des garanties implicites de l'Etat. Le système financier chinois est également à évoquer étant donné qu'il est dominé par des banques étatiques. Ces dernières ont aidé à la promotion de la croissance économique à travers la stimulation de la productivité et la croissance de la valeur ajoutée des firmes qu'elles financent.

L'intervention de l'Etat dans le système financier était rejetée par les partisans de la libéralisation financière et du marché qui estiment que cette intervention ne fait qu'entraver l'activité sur le marché financier et l'activité économique en général. Ces partisans semblent oublier que cette structure a largement porté ses fruits en France avec un développement économique important durant les trente glorieuses. Le cas de la Corée du Sud est également intéressant. En effet, le secteur financier coréen était dominé par les banques publiques qui monopolisaient l'activité d'octroi de crédit et de prestation de services financiers. Ces deux expériences méritent d'être présentées avant d'aborder le concept de libéralisation financière.

### **I.3. Système financier et Etat : Expériences**

#### ***I.3.1. Le capitalisme d'Etat : le cas de la France durant les trente glorieuses***

L'exemple de la France après la seconde guerre mondiale illustre très bien l'efficacité de l'Etat à organiser le système financier et à assurer le développement économique en général.

Le bilan économique de la deuxième guerre mondiale était très lourd : les villes françaises ont fortement souffert des bombardements, les usines françaises et leurs équipements étaient largement touchés, une grande partie de l'infrastructure était détruite, le patrimoine immobilier a subi d'importants dommages, les chantiers en cours étaient dans l'incapacité de

---

– elles se trouvent dans l'obligation de prêter aux partisans des hommes politiques au pouvoir et aux entreprises étatiques qui peuvent être défaillants et des mauvais clients.

reprendre, etc. Face à une telle situation, un programme de reconstruction était indispensable d'où le rôle de l'Etat dans la gestion de l'économie.

Au lendemain de la guerre, l'Etat français a procédé à une série de nationalisation qui a essentiellement touché le secteur de l'industrie (électricité, gaz, production houillère, Renault, Air France, etc.) et le secteur financier. Ce dernier a été réorganisé par la loi du 2 décembre 1945. La loi avait établi la nationalisation de la Banque de France et des quatre principales banques françaises : le Crédit Lyonnais, la Société Générale, la Banque nationale pour l'industrie et le commerce et le Comptoir national d'escompte de Paris<sup>6</sup>. La loi de 1945 a également confirmé le principe de spécialisation bancaire par la distinction entre les banques de dépôts et les banques d'affaires.

La nationalisation des principales banques a eu trois effets sur le système financier :

- la réduction de la capitalisation boursière des actions françaises ;
- la dominance de l'Etat dans le financement de l'économie à travers son contrôle des principales institutions du secteur financier ;
- la création de procédures de financement en faveur des secteurs nationalisés (Hautcoeur, 1996).

### **Moyen d'intervention de l'Etat**

Le gouvernement français agissait à travers le Fonds de modernisation et d'équipement créé en 1949 et devenu en 1955 le Fonds de développement économique et social. A partir des ressources existantes sur ce fonds, l'Etat consentit des prêts à des taux préférentiels inférieurs à celle du marché et à des conditions favorables. Il accorde également des primes spécifiques pour stimuler la recherche et le développement. L'Etat consacrait à ce fonds des ressources budgétaires ainsi que les ressources issues de plusieurs grands emprunts.

L'organisation du système financier avec le contrôle de l'Etat a porté ses fruits avec une période de croissance économique importante et de plein emploi. Il s'agit de la période des trente glorieuses où le taux de croissance annuel était de 5% en moyenne.

---

<sup>6</sup> Les deux dernières banques ont fusionné pour donner la Banque Nationale de Paris en 1966.

Les mutations subies par la société française ont également contribué à la stimulation de la croissance économique. En effet, dès le milieu des années 1950, la société française bascule vers une société de consommation avec l'apparition de nouveaux besoins et de nouvelles demandes. Il faut également évoquer l'augmentation du nombre de femmes actives ce qui signifie l'augmentation des revenus des ménages et donc de la demande. L'augmentation de la demande est expliquée aussi par l'augmentation de l'espérance de vie suite à l'amélioration des conditions de vies et des systèmes de sécurité sociale.

### **Les coûts de l'intervention de l'Etat**

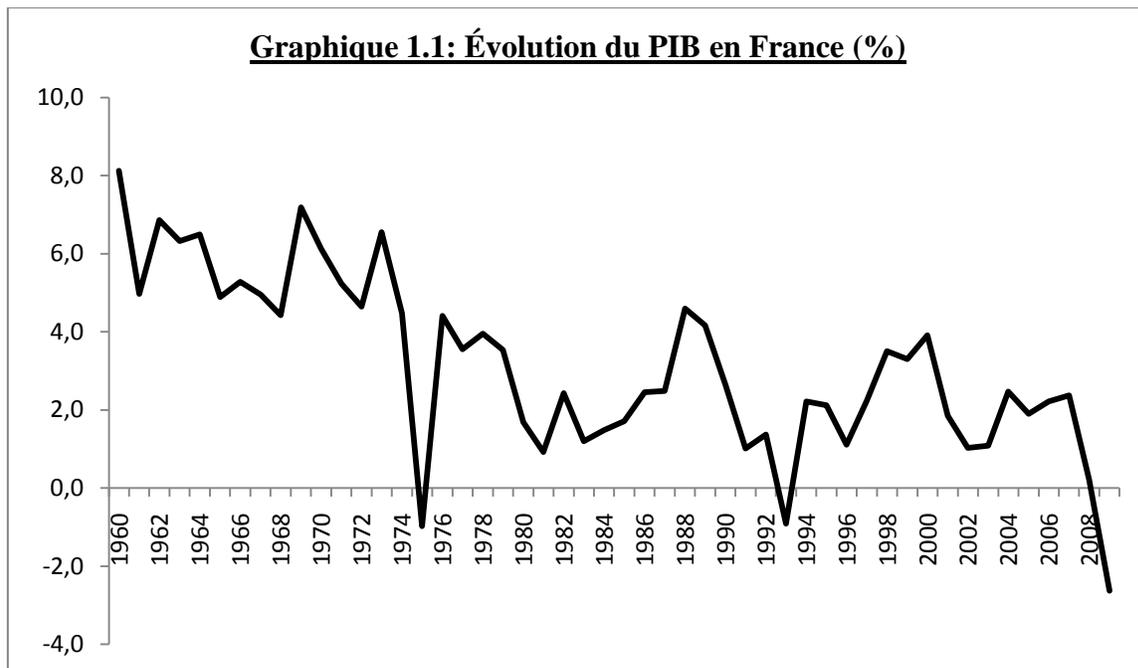
L'intervention de l'Etat n'est pas sans coût. Elle a engendré un déficit public considérable durant la période d'après guerre qui a été financé par la planche à billet qui a alimenté une inflation régulière. L'inflation était aussi expliquée, d'une part, par le manque d'ouverture sur le marché international et l'absence de concurrence et, d'autre part, par un marché de travail rigide avec une indexation des salaires sur les prix qui alimente la spirale inflationniste. L'inflation était tolérée face à une situation de plein emploi.

La fin des trente glorieuses s'est déclenchée avec le premier choc pétrolier en 1973. Le choc s'est manifesté en une augmentation brutale du prix du baril. Ce choc a eu des conséquences graves sur l'économie française : l'augmentation des coûts de production pour les entreprises, la baisse du profit, réduction du volume d'investissement, la hausse de l'inflation, etc. Le choc pétrolier a engendré un ralentissement de l'activité économique, l'augmentation du chômage et la diminution de la croissance économique. Un second choc pétrolier s'est produit en 1979 et a ralenti la reprise de l'activité économique. La France a connu une baisse de la demande engendrée par les prélèvements pétroliers puis par les politiques restrictives qui ont succédé au second choc pétrolier. Les entreprises ont répercuté rapidement le ralentissement de leurs activités sur l'emploi puis sur le capital (Lutfalla et Patat, 1986).

Au début des années 1980, la France se trouve dans l'obligation de créer un marché financier plus large surtout avec l'explosion de la dette publique et les difficultés de l'Etat à

stimuler l'investissement<sup>7</sup>. Des réformes ont été mise en place à partir de 1984, d'une part, pour limiter l'encadrement du crédit par l'Etat et, d'autre part, pour instaurer un marché financier et pour assurer son intégration dans le marché mondial. Les entreprises peuvent désormais s'adresser directement au marché français pour se financer mais aussi au marché international. L'intégration du marché français dans le marché international a également un coût. Le marché français est maintenant exposé aux fluctuations du marché international alors qu'il en était longtemps protégé avec l'interventionnisme de l'Etat.

L'effet de la libéralisation du marché français est difficile à déterminer mais ce qui est évident c'est que l'économie française n'a pas retrouvé les taux de croissance des trente glorieuses pendant lesquels le système financier était dominé par l'Etat (graphique 1.1).



Source : Institut national de la statistique et des études économiques

### ***1.3.2. Le cas de la Corée du Sud : système original de capitalisme d'Etat***

Le début des années 1960 marque un changement de l'histoire de développement de l'économie coréenne. Le changement s'est amorcé avec le coup d'Etat militaire du 16 mai

<sup>7</sup> La crise du capitalisme d'Etat français est le résultat de l'incapacité du gouvernement à suivre l'évolution du contexte économique mondial et d'une série d'échec concernant la planification et le développement industriels Schmidt (2000).

1961 qui mène le général Park Chung-hee au pouvoir. Désormais, le système financier interne est centralisé avec une prise de décision dominée par les pouvoirs publics. Selon Seo (1999), la structure interne du système financier s'est formée en trois grandes étapes :

–le retour à la dépendance de la Banque Centrale à l'égard de l'administration : la révision de la loi relative à la Banque Centrale en mai 1962 l'a privé de l'autonomie relative dont elle disposait. Les décisions monétaires et financières sont confiées au "Comité supérieur monétaire et financier" qui est présidé par le ministre des finances lui-même. Le gouvernement gère librement la politique monétaire et contrôle totalement l'émission monétaire et le niveau des taux d'intérêt ;

– la nationalisation des banques commerciales : le gouvernement confisque les actions des banques commerciales détenues pas des agents privés et ceci grâce à la "Loi provisoire sur les institutions financières". La même loi donne au "Comité supérieur monétaire et financier"<sup>8</sup> le droit de nomination des dirigeants de toutes les institutions financières ;

–la création d'institutions financières bancaires et non bancaires spécialisées : ces institutions ont pour but de mobiliser l'épargne nationale qui échappe aux banques commerciales et de distribuer de façon efficace les fonds collectés aux secteurs considérées comme stratégiques par le gouvernement<sup>9</sup>.

### **Moyen d'intervention de l'Etat**

Le gouvernement coréen a dominé le système financier pour pouvoir le manier en fonction des objectifs de développement fixés. Il a mis en place des systèmes de pilotage de l'économie basés sur des plans quinquennaux qui fixent les priorités nationales et dictent les devoirs patriotiques (Pluchart, 1999). Les priorités nationales concernaient le développement de l'infrastructure et des industries légères entre 1962 et 1971, la promotion des industries lourdes entre 1972 et 1979 et l'élargissement des secteurs de hautes technologies à partir de 1982. Les devoirs patriotiques concernaient le développement des exportations jusqu'au milieu des années 1980, puis la maîtrise de l'innovation et de la qualité des produits et des services. L'encadré 1.1 présente le contenu des différents plans quinquennaux.

---

<sup>8</sup> A travers le Bureau de contrôle des banques.

<sup>9</sup> Parmi ces institutions gouvernementales, on cite : National Agricultural Cooperative Federation, Korea development Bank, Korean Exchange Bank, etc.

### **Encadré 1.1 : Les plans quinquennaux coréens**

Les deux premiers plans (1962-1966 et 1967-1971) sont directement inspirés de l'exemple japonais. Afin de réduire le déficit de la balance commerciale et de favoriser les secteurs à fortes intensité de main d'œuvre, l'Etat a privilégié le développement des industries exportatrices légères (textiles, chaussures, bois, matériels électriques, etc.), tout en poursuivant l'équipement du pays en infrastructures (routes, aéroports et ports, cimenteries, usines agroalimentaires, etc.).

Le troisième plan (1972-1976) a réorienté l'activité nationale vers les industries lourdes : sidérurgie, métallurgies, mécanique, construction navale, chimie de base, etc.

Le quatrième plan (1977-1981) a concentré les efforts vers des industries exportatrices de moyenne technologie faisant appel à des emplois plus qualifiés : des chantiers navals, usines d'assemblage, équipements automobiles et électroniques, installations pétrochimiques..., furent ainsi développés sur des nouveaux sites industriels, parfois dans le cadre de *joint-ventures* avec des investisseurs étrangers.

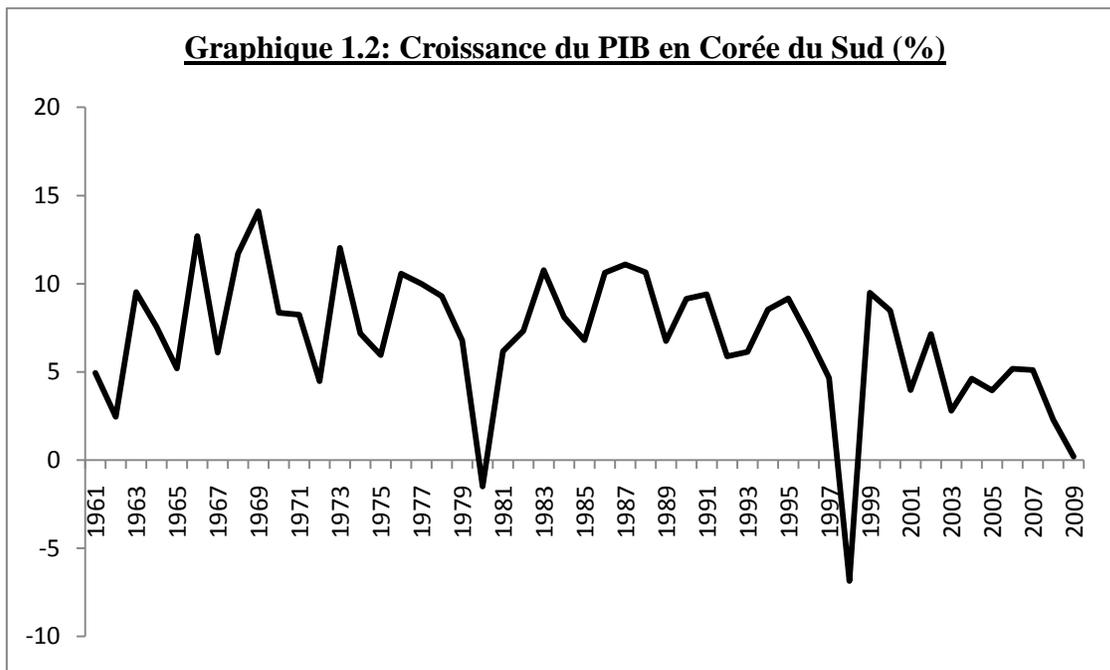
Le cinquième plan (1982-1986), engagé après la crise de 1980-1981, a permis l'émergence d'industries de haute technologie : aéronautiques, micro-électronique, informatique, bio-technologies, électromécaniques, etc.

Le sixième plan (1987-1991) a poursuivi les orientations du plan précédent tout en mettant en œuvre des programmes d'aide aux petites et moyennes entreprises, de développement des logements sociaux et de redistribution des revenus, dans le cadre d'une politique de libéralisation de la société coréenne, initié en 1987 par le président Roh Tae-woo.

*Source : Pluchart (1999), pages 31-32*

Le système financier centralisé et les plans quinquennaux ont atteint les objectifs de croissance qui a été exceptionnelle et soutenue au cours de la période 1966-1990 (graphique 1.2). Certains économistes parlent alors du "miracle économique" de la Corée du Sud.

Gereffi et Wyman (1987) considèrent que la croissance rapide de la Corée du Sud est expliquée par le passage d'une stratégie d'industrialisation par substitution d'importation à une stratégie d'industrialisation par promotion d'exportations. L'abondance de la main d'œuvre qualifiée bon marché<sup>10</sup>, l'insuffisance des matières premières et les dispositions des plans quinquennaux ont favorisé un ambitieux programme d'industrialisation orienté vers l'exportation des biens manufacturés. Pendant les années 1960 et 1970, les exportations étaient intensives en mains d'œuvre. Au milieu des années 1980, le gouvernement coréen a engagé un programme de recherche et de développement et a mis en place des mesures spéciales pour favoriser les transferts de technologie (Pluchart, 1999). L'objectif était donc de réduire la dépendance technologique de l'industrie coréenne. Parmi ces mesures, nous pouvons citer les aides financières et fiscales aux firmes coréennes innovantes et les restrictions appliquées aux investissements étrangers. La Corée du Sud a dû également faire face à la concurrence du Japon et de la Chine qui l'a obligé à soutenir son développement technologique et économique.



Source : Banque Mondiale, World Development Indicators

<sup>10</sup> Le gouvernement coréen gérait de près la force de travail à travers la détermination du niveau des salaires et son évolution. L'Etat a également renforcé les pouvoirs des patrons et spécialement leurs pouvoirs de négociation à travers une législation répressive.

### Les chaebols

Les différentes mesures prises par le gouvernement coréen dans le cadre de l'industrialisation et de la promotion des exportations ont favorisé le développement des *chaebols*. Ces derniers ont contribué, à leur tour, au développement économique coréen. Le terme *chaebol* désigne un groupe industriel familial qui réunit de nombreuses filiales ayant des activités variées. Les *chaebols*<sup>11</sup> étaient des petites entreprises manufacturières qui ont bénéficié de l'aide de l'Etat pour se développer et dominer l'économie. Du surcroît, ces groupes ont bénéficié du soutien de l'Etat ce qui leur a permis d'emprunter massivement. Ces emprunts ont assuré l'accroissement des investissements et du profit. Les *chaebols* ont également investi en Recherche et Développement afin d'obtenir leur indépendance technologique. Ils ont également investi pour améliorer la qualité des produits, moderniser la production et internationaliser leurs activités<sup>12</sup>.

La politique de développement adopté par la Corée du Sud lui a assuré une situation économique exceptionnelle. Au début des années 1960, la Corée était classée parmi les pays à faible revenu. Depuis les années 1990, elle est classée parmi les pays développés.

Pour résumer la politique de développement de la Corée du Sud, nous pouvons évoqués différents facteurs :

- un Etat dominant et interventionniste ;
- des industries orientées vers l'exportation ;
- un système financier fermé sous le contrôle de l'Etat qui canalise l'épargne domestique vers les investissements les plus productifs ;
- une adaptation au développement de la demande mondiale et au développement technologique.

### Libéralisation et crise coréenne

Au cours des années 1980, la plupart des banques publiques ont été privatisées mais l'Etat a continué d'orienter le crédit. Le processus de libéralisation financière se poursuit jusqu'au

---

<sup>11</sup> Les quatre premiers chaebols étaient : Hyundai, Samsung, Lucky Goldstar et Daewoo.

<sup>12</sup> Les chaebols ont investi dans les pays d'Europe de l'Est (Samsung), Thaïlande, Indonésie, Corée du nord, Chine, Vietnam, etc.

début des années 1990 avec la libéralisation du marché boursier en 1992. Cependant l'économie coréenne est entrée en crise dès le début de l'année 1996. Plusieurs facteurs ont précipité le déclenchement de cette crise (Seo, 1999) :

–le marché domestique est saturé avec une baisse des ventes des biens durables en 1996 comme les ventes des téléviseurs couleurs, des magnétoscopes et des micro-ondes. Les ventes des voitures ont également régressé engendrant une accumulation des stocks<sup>13</sup>. Plusieurs groupes ont réduit leurs productions. La baisse de la demande est expliquée par une croissance réduite de la population et un système de sécurité sociale basé sur les cotisations des assurées réduisant ainsi leurs pouvoirs d'achat ;

–la dégradation des conditions de production : les coûts de production ont augmenté suite à l'augmentation des salaires, des taux d'intérêt, des coûts logistiques et des prix des terrains à usage industriel. Ces augmentations ont réduit la compétitivité des produits coréens et ont ralenti l'accroissement des exportations ;

–le déficit commercial qui se creuse avec le ralentissement de la croissance des exportations et la croissance accélérée des importations. L'accélération des importations est expliquée par l'ouverture des marchés de marchandises et l'augmentation remarquable des revenus des foyers, ce qui a favorisé la demande des biens de consommation importés et des biens de luxe. L'importation de l'énergie et des équipements ont également progressé ;

–la libéralisation externe de l'économie coréenne : cette libéralisation a stimulé les investissements étrangers spéculatifs et l'entrée des capitaux de court terme et spécialement les crédits commerciaux de court terme pendant la période 1996-1999. L'accélération des investissements étrangers de portefeuille a engendré l'instabilité des cours boursiers et l'accroissement de la vulnérabilité des marchés boursiers et d'autant plus avec la flexibilité des taux de change.

La situation difficile de l'économie coréenne a nécessité l'intervention de l'Etat par différentes mesures comme la réduction des taux d'intérêt, la stabilisation des salaires, l'allègement des charges des entreprises, etc. Malgré les efforts du gouvernement, la crise industrielle s'est déclenchée avec une série de faillite d'entreprises industrielles qui a touché

---

<sup>13</sup> Cette situation a provoqué la faillite de *Kia Motors* en 1997.

les *chaebols* également. La crise industrielle a conduit à une crise au niveau du système financier privé qui était de plus en plus déréglementé et ouvert sur l'extérieur. Les emprunteurs étaient dans l'incapacité de rembourser leurs emprunts et la crédibilité des institutions financières coréennes a chuté. L'économie s'est trouvée paralysée avec le retrait des capitaux, aussi bien domestiques qu'étrangers, du circuit bancaire et boursier. Cette situation a nécessité l'intervention des organismes internationaux. Ces derniers ont exigé des mesures de restructuration. La Corée a adopté donc plusieurs principes de restructuration des entreprises: amélioration de la transparence financière des *chaebols* et la réduction de leurs dettes, amélioration de la compétitivité internationale des entreprises coréennes et amélioration du système de gouvernance des entreprises (Chang et Chang, 2003). La mise en application de ces mesures était assurée par les banques nationalisées qui ont permis au gouvernement coréen de forcer les *chaebols* à réduire leurs dettes et à se concentrer sur leurs activités principales de production.

L'expérience de la France et celle de la Corée du Sud ont confirmé l'importance de la participation active de l'Etat dans le secteur financier à travers les banques publiques et l'orientation du crédit. Cependant, dès le début des années 1970, la libéralisation financière était le mot d'ordre et spécialement pour les pays en développement. Dans ce qui suit, nous présentons la notion de libéralisation financière ainsi que l'apport de McKinnon (1973) et Shaw (1973).

## **II. La libéralisation financière**

### **II.1. Définition de la libéralisation financière**

Selon Kaminsky et Schmukler (2003), la libéralisation financière consiste en la dérégulation à trois niveaux : le secteur financier domestique, le compte de capital et le marché boursier :

- un secteur financier domestique complètement libéralisé est caractérisé par deux aspects : l'absence de contrôle des taux d'intérêt débiteur et créateur et l'absence de contrôle des crédits. A ce titre, les dépôts en devises sont également permis ;

— la libéralisation du compte de capital est conduite à travers la régulation de l'emprunt à l'étranger par les institutions financières et non- financières, des marchés à taux de change multiples et des contrôles des flux de capitaux. Avec un compte de capital totalement libéralisé, les banques et les firmes peuvent emprunter librement à l'étranger. Cependant, elles doivent toujours en informer les autorités. Dans ce cadre, les autorisations sont livrées presque automatiquement. La contrainte de constitution des réserves peut exister mais elle ne dépasse pas en général 10% des dépôts ;

— un marché boursier entièrement libéralisé permet aux investisseurs étrangers d'acquérir des titres domestiques sans restriction. Le capital, les dividendes et les intérêts peuvent être rapatriés librement.

Les trois critères décrits ci-dessus (le compte de capital, le secteur financier domestique et le marché boursier) permettent, selon Kaminsky et Schmukler (2003), de déterminer le degré de libéralisation. La libéralisation financière est totale si, au moins, deux des trois secteurs sont totalement libéralisés et le troisième est partiellement libéralisé. Un pays est partiellement libéralisé si, au moins, deux des trois secteurs sont partiellement libéralisés. Sinon, le pays est considéré comme fermé.

Le déclenchement du processus de libéralisation financière a pour but la bancarisation<sup>14</sup> des agents privés et le renforcement de l'intermédiation bancaire. L'émergence de l'intermédiation financière engendre une baisse de l'autofinancement en jouant un rôle de relais entre les deux types d'agents. La libéralisation financière incite également à la libéralisation des secteurs bancaires nationaux et à la pénétration des banques étrangères. De ce fait, elle a tendance à promouvoir la concurrence, le transfert du savoir faire et la transparence des opérations financières. Par ailleurs, la libéralisation financière favorise le développement des marchés financiers. Celui-ci est généralement perçu comme un déterminant important pour la réussite de chaque processus de libéralisation (Saïdane, 2002). Il est donc indispensable que les banques puissent échapper à la répression financière, entre autres, l'administration des taux d'intérêt créditeurs et leur maintien à un niveau faible.

---

<sup>14</sup> Se dit de la pénétration des services bancaires dans une population.

Williamson et Mahar (1998) résumant les caractéristiques de la libéralisation financière en six dimensions :

- l'élimination des contrôles sur l'attribution des crédits ;
- la dérégulation des taux d'intérêt ;
- la libre entrée dans le secteur bancaire et plus généralement dans l'industrie financière ;
- l'autonomie du secteur bancaire ;
- la privatisation des banques ;
- la libéralisation des flux internationaux.

Ce dernier point sera présenté ultérieurement étant donné qu'il s'agit de la mesure qui intègre l'aspect international dans le processus de libéralisation. Ce point nous intéresse particulièrement dans le cadre de notre problématique générale.

La libéralisation financière dans les pays développés a été réalisée en deux épisodes. Le premier a eu lieu durant les années 1970 alors que le deuxième s'est passé durant la fin des années 1980. La majorité des marchés boursiers des pays développés étaient libéralisés au début des années 1970. Pour ces pays, la libéralisation du secteur financier domestique a bien précédé celle du compte de capital. Au milieu des années 1980, tous les pays développés avaient, au moins partiellement libéralisés leurs secteurs financiers domestiques. A la fin des années 1980 et début des années 1990, la libéralisation totale du compte de capital a eu place dans tous les pays développés (Kaminsky et Schmukler, 2003).

Pour les pays en développement, les deux auteurs identifient également deux étapes du processus de libéralisation financière. La première a commencé à la fin des années 1970. Durant cette phase, toutes les actions se sont focalisées sur le secteur domestique et le compte de capital tout en gardant le marché boursier inaccessible aux investisseurs étrangers. Cette période était arrivée à sa fin avec la crise de la dette de 1982, période pendant laquelle des contrôles se sont réimposés et maintenus jusqu'à la fin des années 1980. La deuxième vague de libéralisation a commencé à la fin des années 1980. Le secteur financier domestique et le

marché boursier étaient conjointement dérégulés dans les pays en voie de développement. Enfin, au début des années 1990, tous les secteurs du système financier étaient libéralisés.

La théorie fondamentale de la libéralisation financière est centrée sur le postulat d'existence d'un lien entre le développement financier et le taux de croissance économique (Basu, 2002). Dans ce cadre, il est indispensable de traiter les travaux de McKinnon (1973) et Shaw (1973) considérés comme les fondateurs de l'école de la libéralisation financière.

## **II.2. McKinnon et Shaw**

L'école de la libéralisation financière est apparue avec les travaux de McKinnon (1973) et Shaw (1973). Ils forment la référence théorique autour de laquelle s'est développée cette école.

Les deux auteurs commencent par définir la répression financière comme un ensemble de contraintes imposées par les gouvernements des pays en voie de développement sur le marché financier. Ces contraintes sont essentiellement :

— la fixation du taux d'intérêt nominal en dessous du niveau d'équilibre<sup>15</sup>. Ce mécanisme va engendrer deux effets : Premièrement, une baisse de l'épargne et donc du niveau d'investissement en dessous du niveau optimal. Deuxièmement, elle peut induire une détérioration de la qualité des investissements en termes de rendement dans la mesure où les banques sont obligées par le gouvernement à financer des projets à faible rendement. Pour McKinnon (1973), la fixation des taux d'intérêt accompagnée d'un taux d'inflation important induit un taux d'intérêt réel négatif. Ceci a des conséquences néfastes sur la croissance :

- des sorties de capitaux domestiques à la recherche de placements plus rentables. Ces sorties restreignent l'offre de fonds prêtables pour les investisseurs les moins riches ;

---

<sup>15</sup> C'est-à-dire celui qui égalise l'offre et la demande de fonds

- une dominance de l'autofinancement à cause de la fuite des capitaux ce qui a tendance à réduire l'investissement domestique ;
- un rationnement du crédit bancaire.

— la constitution de réserves obligatoires importantes auprès de la Banque Centrale. Cela signifie que la totalité des dépôts n'est pas transformée en crédit, nuisant ainsi aux capacités d'investissement. A titre d'exemple, en 1972, les banques colombiennes devaient construire des réserves de l'ordre de 31% de leurs dépôts. Par conséquent seulement 69% des dépôts sont convertis en crédits.

La répression financière peut également faire référence à d'autres restrictions gouvernementales comme l'orientation administrative de l'offre de crédit, la taxation directe des intermédiaires financiers, la limitation de la concurrence bancaire, les barrières aux flux de capitaux et la difficulté d'accès aux industries nationales.

Dans une telle situation de répression financière, libérer le système financier par un accroissement du niveau des taux d'intérêt servis sur les dépôts stimulera l'accumulation de l'épargne et donc permettra la croissance de l'investissement. Cela devrait aussi accroître l'intermédiation bancaire qui réduirait les frais d'intermédiation entre prêteurs et emprunteurs notamment grâce à : (i) la réalisation d'économies d'échelle ; (ii) une meilleure diversification du risque ; (iii) et un accès facilité des emprunteurs aux fonds prêtables (Venet, 1994).

Dans son modèle de l'intermédiation de la dette, Shaw estime que le rôle des intermédiaires financiers est primordial. Dans son analyse, quelle que soit sa forme (billets, pièces, dépôts), la monnaie n'est pas considérée comme une richesse. Elle est fondamentalement une dette des émetteurs qui sont les intermédiaires financiers bancaires ou les autorités monétaires. L'intermédiation financière permet non seulement d'augmenter l'épargne par l'élévation du rendement réel de la monnaie, mais également de réduire les coûts réels supportés par les investisseurs. Tout d'abord, étant donné que l'épargne est une fonction croissante de sa rémunération réelle, l'augmentation du taux sur les dépôts accroît les possibilités de crédit offertes par les banques. Ensuite, les banques permettent la baisse des coûts de l'investissement. Cette amélioration s'obtient par un meilleur ajustement de la

préférence pour la liquidité grâce à une diversification permettant la réduction du risque, et à la réalisation d'économies d'échelle induite par des prêts plus nombreux et plus importants. Enfin, les banques deviennent plus efficaces et se spécialisent. Elles réduisent le coût de l'information des agents à la fois à capacité et à besoin de financement. Elles peuvent aussi utiliser leur expertise pour une allocation plus efficace des ressources disponibles (Chouchane-Verdier, 2001).

Pour McKinnon (1973) et Shaw (1973), la répression financière ne fait qu'engendrer un ralentissement de la croissance économique. La libéralisation financière est donc un moyen efficace pour promouvoir le développement financier et la croissance économique. Cette approche est fondée sur la relation entre la libéralisation financière, l'épargne et l'investissement. En effet, la libéralisation financière va améliorer la mobilisation des ressources ainsi que leur allocation et par conséquent la croissance économique.

### **II.3. Les critiques de l'école de la libéralisation**

L'apport de McKinnon et Shaw a été largement critiqué. En effet, les deux auteurs ont négligé plusieurs aspects notamment:

- l'effet revenu en traitant le comportement de l'épargne. Ils n'ont pris en compte que l'effet de substitution ;
- le rôle des réserves obligatoires et de la nécessité de l'intervention de l'Etat dans certain cas ;
- la possibilité de l'imperfection des marchés de crédit et l'inefficience du système bancaire qui peuvent rendre la libéralisation inefficace ;
- l'approche Keynésienne selon laquelle l'investissement ne dépend pas de l'épargne mais de la demande effective ;
- le rôle du marché informel.

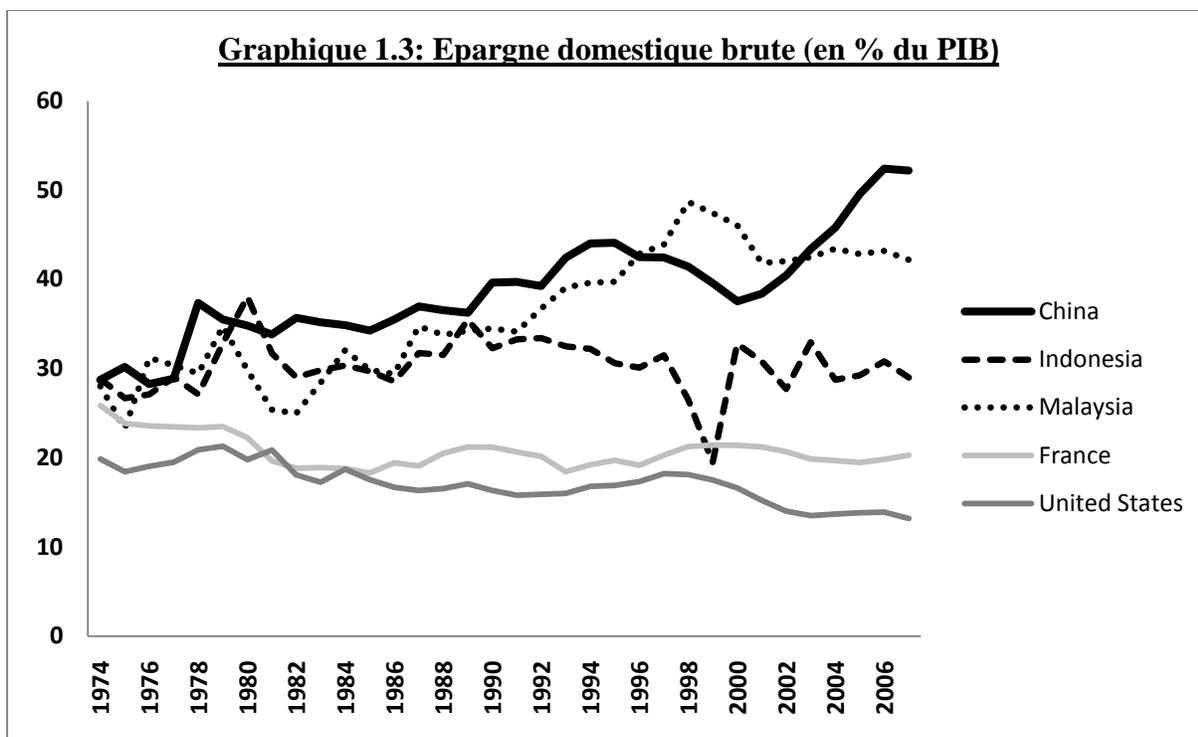
#### ***II.3.1. Relation entre taux d'intérêt et épargne***

La première critique adressée à l'école de la libéralisation est la négligence de **l'effet revenu** dans la relation entre le taux d'intérêt et l'épargne. En effet, les partisans de la libéralisation considèrent que l'épargne évolue positivement avec le taux d'intérêt. Une

augmentation du taux d'intérêt engendre une augmentation de l'épargne. Donc, ils tiennent compte ainsi de l'effet de substitution et ignorent l'effet revenu. Selon ce dernier effet, une augmentation du taux d'intérêt engendre une baisse de l'épargne étant donné qu'on a moins besoin d'épargner pour atteindre un niveau de revenu d'épargne donné dans le futur. Afin d'étudier l'impact de l'augmentation du taux d'intérêt sur l'épargne, il faut tenir compte aussi bien de l'effet revenu que l'effet substitution. Il est donc indispensable d'ajouter l'effet revenu négatif à l'effet substitution positif. Les deux effets peuvent donc se compenser. Il est possible aussi que l'un des deux effets l'emporte sur l'autre.

Selon Dornbush et Reynoso (1989), « la compensation entre les effets revenu et substitution d'un accroissement des taux d'intérêt implique que l'impact net sur l'épargne doit être ambigu ».

McKinnon suppose que le niveau de l'épargne dans les pays en développement est initialement faible. Une augmentation de sa rémunération n'engendre qu'une augmentation de l'épargne. Partant de ce raisonnement, c'est l'effet de substitution qui va dominer. Cette hypothèse est très restrictive. En effet, le taux d'épargne de plusieurs pays en développement dépasse celui des pays développés. La Chine a toujours eu un taux d'épargne qui dépasse celui de France et des Etats-Unis et c'est aussi le cas pour l'Indonésie et la Malaisie (graphique 1.3).



Source: Banque Mondiale, World Development Indicators

L'épargne chinoise élevée est constituée de l'épargne élevée des ménages, des firmes et du gouvernement. Le taux d'épargne élevé des ménages est expliqué par le fait que les chinois doivent faire face à un ensemble de dépenses importantes à savoir les dépenses d'éducation, de santé, de retraite, de chômage, etc. (Modigliani et Cao, 2004, Barnett et Brooks, 2010). L'augmentation de l'épargne des firmes est expliquée par la croissance rapide, la concurrence limitée, le système financier sous-développé poussant les firmes à privilégier l'autofinancement et les coûts faibles des intrants ce qui encourage à investir (FMI, 2009 et Prasad, 2009). L'épargne publique élevée est expliquée par la hausse des revenus de l'Etat grâce d'un côté, à une politique axée sur l'investissement et d'un autre côté à la baisse des dépenses publiques (Kuijs, 2006).

### ***II.3.2. Rôle des réserves obligatoires et de la nécessité de l'intervention de l'Etat***

Pour McKinnon (1973) et Shaw (1973), la répression financière se manifeste par un niveau relativement élevé de réserves obligatoires imposé aux banques, ce qui réduit la croissance économique à travers la réduction des fonds prêtables et par conséquent de l'investissement. Dans leur raisonnement, les auteurs négligent certains points. La constitution des réserves

obligatoires possède des objectifs qui sont essentiellement la régulation de la liquidité et la stabilisation des taux d'intérêt sur les marchés monétaires (Ponsot, 2005 et Banque de France, 2001). Kapur (1992) affirme également que les réserves obligatoires du secteur bancaire protègent le système financier à court terme contre les problèmes de liquidité. Pour Allégret (2000), "le taux de la réserve obligatoire peut être manipulé par les autorités au gré des tensions affectant le système financier international". Dans ce cadre, l'auteur rappelle le cas des autorités thaïlandaises qui ont augmenté le taux de réserves obligatoires pour faire face aux entrées massives des capitaux. En août 1995, les réserves obligatoires imposées en contrepartie des comptes détenus par des non-résidents étaient passés de 5 à 7%.

De janvier 2007 à mars 2008, la Banque Centrale chinoise a augmenté 11 fois le taux de réserves obligatoires pour atteindre 15%. D'autres augmentations ont suivi et ont amené le taux à 17% en mai 2010. Ces augmentations des réserves obligatoires avaient comme but de contrôler la croissance du crédit et la liquidité du système bancaire. Les réserves obligatoires sont donc un instrument privilégié de la politique monétaire chinoise.

L'Inde qui connaît une inflation assez importante a eu recours en février 2010 à une augmentation du ratio des réserves obligatoires pour faire face à cette inflation.

Les réserves obligatoires sont donc un instrument de la politique monétaire largement utilisé et dont le rôle est important. En plus, elles représentent des fonds prêtables à l'Etat.

Pour McKinnon, les réserves obligatoires élevées permettent aux banques centrales de prêter davantage à l'Etat pour assurer ses besoins de financement. Pour l'auteur, cette contrainte imposée conduit à une inefficacité de la fonction d'allocation du système financier. Pour Stiglitz (1994), l'intervention de l'Etat peut améliorer la fonction d'allocation du système financier et la performance de l'économie en général. En effet, l'Etat peut procéder à une orientation des crédits qui vise les secteurs bénéficiant d'un excédent de haute technologie ou les secteurs les plus productifs. Au contraire, le système bancaire peut privilégier les crédits à la consommation au lieu des investissements productifs. En résumé, l'Etat peut être plus efficace que le système financier en termes d'allocation des crédits.

Si nous prenons le cas de la Chine, l'Etat a accordé des subventions massives qui ont permis à certains secteurs de réaliser une augmentation des bénéfices et des rentabilités pendant plusieurs années jusqu'à mi 2008 (Lin, 2009). Les subventions gouvernementales concernent essentiellement les domaines de l'énergie et les investissements fonciers.

### ***II.3.3. Imperfection des marchés***

Les travaux de McKinnon et Shaw supposent que le marché financier est un marché parfait. Le marché de crédit est supposé donc fonctionner en concurrence pure et parfaite et avec une information parfaite. Or, le marché peut présenter des imperfections. Stiglitz et Weiss (1981) ont intégré la possibilité d'un rationnement de crédit même sur un marché concurrentiel. Cette situation de rationnement résulte des imperfections inhérentes aux marchés financiers et spécialement des asymétries d'informations qui existent entre les prêteurs et les emprunteurs.

Sur le marché du crédit, les prêteurs fournissent des fonds aux emprunteurs en contre partie d'une promesse d'un rendement futur. Cependant, les prêteurs n'ont pas de certitude quand à la capacité ou la volonté de remboursement des emprunteurs. La relation entre prêteurs et emprunteurs présente une incertitude qui la caractérise par rapport aux échanges sur les autres marchés.

Les asymétries d'informations qui caractérisent le marché du crédit font que le profit des banques n'est pas une fonction strictement croissante du taux d'intérêt débiteur. A partir d'un certain niveau de taux, les effets de l'anti-sélection et de l'aléa moral (*adverse selection* et de *moral hazard*) engendrent l'accroissement du nombre d'emprunteurs défaillants. Cette situation provoquera une réduction du rendement des prêteurs (Chouchane-Verdier, 2001).

Les problèmes d'anti-sélection et de risque moral (encadré 1.2) représentent des problèmes d'asymétrie d'information, mais il y a une différence entre les deux. En effet, l'anti-sélection représente une asymétrie d'information *ex-ante* alors que le risque moral présente une asymétrie d'information *ex-post*.

La présence de ces problèmes d'asymétrie d'information fait que le profit attendu des banques est plafonné. En effet, il existe un taux d'intérêt prêteur optimal au-delà duquel le

profit attendu commence à baisser. Face à cette situation, la banque va réduire son activité de prêt. Nous parlons alors de rationnement du crédit.

### **Encadré 1.2 : L'anti-sélection et le risque moral**

**L'anti-sélection** suppose généralement qu'il y a asymétrie d'information, une des parties disposant de plus d'informations que l'autre. Celui qui est moins informé est défavorisé (Guerrien 1996, page 31 et 35). L'anti-sélection peut être la conséquence de taux d'intérêt élevé qui va engendrer un effet d'éviction des emprunteurs à faibles risques qui vont renoncer au financement par crédit. En revanche, les mauvais emprunteurs acceptent des taux d'intérêt élevés parce qu'ils visent des rendements élevés avec des projets risqués ou ils envisagent de ne pas rembourser.

**Risque moral :** Si une des parties du contrat se trouve dans la possibilité de recourir à des actions cachées, et l'autre partie va en subir les conséquences, on parle alors de risque moral (Guerrien 1996, page 462). Il s'agit d'un risque postérieur à la conclusion du contrat entre les parties.

#### ***II.3.4. Critique d'inspiration keynésienne***

Les partisans de l'école de la libéralisation associent généralement la hausse des taux à l'augmentation de l'épargne et donc de l'investissement. L'approche keynésienne est totalement différente. Pour Keynes, l'investissement n'est pas déterminé par l'épargne mais par la demande effective qui est constituée par la demande d'investissement et la demande de consommation. Mais ceci n'écarte en aucun cas le rôle du taux d'intérêt. En effet, la demande d'investissement dépend négativement du taux d'intérêt et positivement de l'efficacité marginale du capital.

Pour réaliser un investissement, il faut que le rendement de ses revenus futurs actualisés dépasse le taux d'intérêt. Selon ces hypothèses, une hausse des taux suite à la libéralisation financière va engendrer une baisse de l'investissement vu la baisse des projets rentables comparés au nouveau niveau du taux. Ainsi, la libéralisation financière conduira au ralentissement de la croissance économique et non à l'accélération de cette dernière.

Selon Burkett et Dutt (1991), l'augmentation du taux créditeur engendre deux effets opposés. L'augmentation des taux servis sur les dépôts entraîne une augmentation des ressources des banques et donc des fonds prêtables. Cette dernière provoque la baisse du taux débiteur et par conséquent de la marge d'intermédiation. L'effet sur l'investissement sera positif et conforme à l'apport des partisans de la libéralisation financière. Cependant, des dépôts mieux rémunérés encouragent les agents économiques à épargner davantage et consommer moins ; ce qui entraîne forcément une baisse de la demande globale. Ce deuxième effet est inverse au premier ; et pour les auteurs, c'est cet effet qui l'emporte sur le premier.

#### **Ecole de la libéralisation**

Augmentation du taux d'intérêt



(+) Epargne



(+) Investissement



(+) Croissance

#### **Approche keynésienne**

Augmentation du taux d'intérêt



(-) Investissement



(-) Croissance

#### ***II.3.5. Les néo-structuralistes et le rôle du marché informel***

L'analyse de l'école néo-structuraliste (Van Wijnbergen, 1983 et de Taylor, 1983) intègre le marché informel. Elle tient compte du système financier dans son ensemble aussi bien avec son marché formel qu'avec son marché informel. Le marché informel constitue un marché qui va contribuer à la croissance économique.

Contrairement aux théoriciens de la libéralisation financière, qui associent l'augmentation des taux à une hausse des dépôts bancaires et donc à une augmentation de l'offre de crédit bancaire, les néo-structuralistes affirment que rien n'assure que l'offre de crédit va augmenter. Si les dépôts bancaires augmentent, la demande de créance sur le marché informel diminue et la libéralisation se traduit donc par un développement de l'intermédiation bancaire au détriment de l'intermédiation informelle. Or, les néo-structuralistes affirment que la première intermédiation est moins efficace que la seconde ce qui a tendance à remettre en cause l'impact positif de la libéralisation sur la croissance.

En résumé, les partisans de la libéralisation privilégient le développement du secteur bancaire contrairement aux néo-structuralistes qui privilégient le développement du marché informel. Ce marché présente certains avantages : la bonne implantation géographique, l'absence d'asymétrie d'information et la faiblesse du risque d'aléa.

Suite à la présentation des différentes critiques adressés à l'apport de McKinnon (1973) et Shaw (1973), la théorie de la libéralisation financière paraît assez fragile et surtout non généralisable.

## **Conclusion**

L'expansion économique de la France durant les trente glorieuses témoigne de l'efficacité du capitalisme d'Etat et de l'importance de l'intervention de l'Etat dans le système financier. Le modèle coréen adopté à partir des années 1960 a également porté ses fruits et a permis à la Corée du Sud de rejoindre le rang des pays développés. Cependant, dès le début des années 1980, le rayonnement du modèle anglo-saxon a primé. Le modèle anglo-saxon vante la primauté du marché et dénonce l'interventionnisme des Etats.

Le modèle de marché financier a largement convaincu en écartant le rôle de l'Etat et en favorisant les marchés financiers dans le processus de financement des investissements. Libéraliser le système financier était le mot d'ordre et spécialement pour les pays en développement qui connaissaient un faible niveau de développement économique. En effet, pour McKinnon et Shaw la libéralisation financière devrait permettre d'augmenter l'épargne, l'investissement et par conséquent de stimuler la croissance économique. Mais l'apport de McKinnon et Shaw n'a pas tenu compte de l'effet revenu, du rôle des réserves obligatoires, du rôle que peut avoir l'Etat dans la promotion de la croissance économique, de la demande, des imperfections des marchés de crédit et du rôle de l'économie informelle.

La libéralisation financière et l'internationalisation des marchés financiers ont contribué à une forte croissance dans les pays en développement mais cette croissance était instable. L'instabilité de la croissance est expliquée par les différentes crises financières qu'a connues

l'économie mondiale. La dernière crise, déclenchée en 2007 dans le marché américains des *subprime*, montre la fragilité du modèle de croissance soutenu par les marchés financiers internationaux.

## **Chapitre 2:**

# **Libéralisation des entrées de capitaux**

## Introduction

**L**a libéralisation financière a bouleversé le mode de financement de l'activité économique. Face à la réduction de la croissance économique et à la détérioration des conditions économiques et financières connues par certains pays en développement vers la fin des années 1970, la libéralisation financière s'est présentée comme une solution pour la création d'un environnement plus propice à l'investissement et d'un secteur financier plus orienté vers le marché. De ce fait, ce processus de libéralisation a commencé vers la fin des années 1970.

Chaque pays a suivi un ordre propre dans son processus de libéralisation financière. Cette différence peut expliquer la différence des effets de cette libéralisation sur la stabilité financière et sur le développement économique en général. Dans ce cadre, Mckinnon (1991) insiste sur l'importance de respecter un certain ordre dans le processus de libéralisation financière. La libéralisation interne doit précéder la libéralisation externe. Un pays doit commencer par restructurer le secteur financier interne avant d'ouvrir ses marchés aux investisseurs étrangers. La libéralisation des mouvements de capitaux doit donc être la dernière étape du processus. Le développement du système financier interne permet d'assurer l'efficacité des marchés avant de les ouvrir aux investisseurs étrangers.

Les flux de capitaux vers les pays en développement ont connu une large évolution. À partir des années 1970, les flux officiels ont commencé à se réduire en faveur des flux privés. La libéralisation des flux privés a différé d'un pays à un autre. Il y a des pays qui ont choisi de procéder à une libéralisation totale comme la Thaïlande. Au contraire, d'autres pays ont choisi de contrôler les entrées des capitaux et de les orienter selon les objectifs du développement du pays. Parmi ces pays, nous citons la Chine qui a encouragé les investissements directs étrangers. Nous pouvons également évoquer l'Inde, la Corée du Sud et Taiwan.

Les flux de capitaux privés constituent le cœur de notre thèse. Notre intérêt se portera, de ce fait, à l'étude des investissements directs étrangers, des investissements de portefeuille ainsi que des crédits bancaires qui constituent la plus grande part des flux de dettes privées.

Nous commençons notre chapitre en présentant les différentes étapes du processus de libéralisation en s'attardant sur sa dernière étape à savoir la libéralisation des mouvements de capitaux. Après, nous exposons l'évolution des flux privés vers les pays en développement. Ensuite, nous présentons des différents flux de capitaux que nous allons considérer dans notre étude. Enfin, nous examinons des expériences de libéralisation des flux de capitaux qui ont eu des impacts différents sur le développement économique des pays concernés.

## **I. Processus de libéralisation et ordre optimal**

### **I.1. Définition du processus de libéralisation**

La libéralisation financière est tout un processus de réformes : la levée des contrôles sur les taux d'intérêt, la réduction des réserves obligatoires bancaires, la privatisation des entreprises étatiques, la diminution de l'intervention gouvernementales dans les activités bancaires, l'admission des opérateurs étrangers dans l'industrie financière, et la suppression des barrières à l'investissement international (Nguyen, 2008).

Il est important de faire la distinction entre la libéralisation interne et la libéralisation externe. La libéralisation interne passe par une réduction de l'emprise de l'Etat sur l'activité économique, tant dans le domaine de la production que dans celui de la réglementation. Pour Nguyen (2008, Page 72), la libéralisation interne concerne les réformes du système financier et englobe notamment les réformes du secteur bancaire et les politiques de privatisation. La libéralisation interne devrait autoriser une fluctuation libre des taux d'intérêt et une autonomie des banques centrales dans la conduite des politiques de crédit et d'emprunt.

Pour Montiel (1996), la libéralisation financière interne doit avoir lieu en 4 étapes :

- restructuration ou liquidation des institutions financières en difficulté ;
- introduction de la libre détermination des taux d'intérêt et l'établissement d'une capacité de surveillance de la banque centrale sur le système financier ;
- encouragement de la concurrence dans le secteur bancaire, en incitant les banques étrangères et nationales à s'installer et en réduisant la part détenue par le gouvernement dans le capital des banques ;

– libéralisation des taux d'intérêt et abolition de toute forme de contrôle administratif sur le secteur financier.

L'objectif de la libéralisation externe est de favoriser l'entrée des capitaux étrangers au marché national et donc de favoriser la participation des investisseurs étrangers dans le marché financier local. Les régulateurs sont amenés, d'une part, à assouplir les contrôles sur le transfert des gains et les taux de change et, d'autre part, à permettre aux investisseurs étrangers de proposer légalement des services financiers concurrençant ceux des établissements locaux tels que les banques, les compagnies d'assurances et les courtiers.

La question qui se pose vu le nombre de réformes est : par quelle réforme commencer ? La réponse à cette question est importante étant donné que la réussite de la libéralisation financière peut dépendre de l'échelonnement des réformes. Selon Kaminsky et Schmukler (2003), "l'élaboration d'un calendrier d'échelonnement des réformes pourrait jouer un rôle aussi important que les réformes elles-mêmes pour la création d'un système financier solide dans les pays en développement. A défaut, les marchés financiers risquent d'être le théâtre de nombreux dérapages et de risques d'instabilité financière qui se sont avérés le plus souvent désastreux sur le plan international".

## **I.2. Ordre optimal**

L'expérience montre qu'une libéralisation extérieure réalisée d'une manière très rapide, sans que les entreprises locales aient eu le temps de prévoir leur adaptation aux nouvelles conditions de la concurrence, peut conduire à la disparition du secteur industriel existant. Cette remarque conduit à la mise en place d'une libéralisation interne en premier lieu puis à la mise en place, en second lieu, d'une libéralisation externe.

Les pays aujourd'hui développés n'ont libéralisé leurs secteurs financiers que dans la dernière étape du processus de libéralisation ; la libéralisation des mouvements de capitaux n'a été acquise dans l'Union Européenne qu'en 1992, et avec des restrictions. Il semblerait donc judicieux, au vu de cet exemple et après les soubresauts financiers connus par les pays émergents depuis 1984, de reporter la libéralisation financière externe (aussi bien bancaire que celle des mouvements de capitaux) à la fin du processus de libéralisation, une fois

constituée une économie suffisamment forte pour pouvoir résister à la concurrence étrangère et à la volatilité des capitaux à court terme.

Gibson et Tsakalotos (1994) résument les étapes de la libéralisation dans le tableau 2.1 :

**Tableau 2.1 : Les étapes de la libéralisation financière**

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

Gibson et Tsakalotos (1994) insistent sur le fait que la libéralisation financière domestique doit avoir lieu avant la libéralisation externe. Par exemple, si la libéralisation externe a lieu quand le taux d'intérêt domestique est inférieur au niveau mondial, il va y avoir une fuite importante des capitaux. Plus généralement, les banques domestiques vont être en concurrence directe avec les banques étrangères alors qu'elles sont encore sujet de contrôle et de régulation, ce qui a tendance à augmenter les coûts d'intermédiation.

Pour McKinnon (1991), les gouvernements ne doivent pas entreprendre toutes les réformes relatives à la libéralisation financière simultanément. Il y a un ordre optimal à respecter pour

assurer le succès de la libéralisation. Pour l'auteur, la première étape du processus consiste à équilibrer les finances publiques et à instaurer un système fiscal approprié. Il faut limiter les dépenses de l'Etat à une petite part du produit national brut. Un bon système de collecte des taxes est indispensable pour passer à un système financier à dominance privée qui dépossède l'Etat d'une partie de ses sources de financement. La deuxième étape du processus de libéralisation est l'instauration d'un marché de capitaux domestiques avec un système bancaire libéré des lourds taux de réserves et de la fixation de taux d'intérêt. Cependant, ce marché ne peut opérer correctement que si les prix sont stabilisés et le déficit budgétaire est éliminé. Pour minimiser la probabilité des paniques bancaires et des crises financières, la vitesse de la dérégulation des banques et des autres institutions financières doit suivre la vitesse avec laquelle le gouvernement assure la stabilité macroéconomique. La troisième étape de la libéralisation est la libéralisation des échanges extérieurs. Cette étape commence par la libéralisation de l'échange de la matière première, suivie par l'unification du taux de change pour toutes les transactions et le remplacement des restrictions quantitatives par des taxes modérées sur les importations et les exportations. En dernier lieu, on trouve la libéralisation totale du marché local des capitaux qui doit être précédée par la stabilisation des prix et par l'élimination de toutes restrictions sur les banques domestiques. Pour l'auteur, l'élimination prématurée des contrôles des capitaux étrangers peut aboutir à une fuite infondée des capitaux et à une accumulation des dettes extérieures. La libéralisation des flux de capitaux doit être la dernière étape du processus de libéralisation.

Pour Park (2006), la libéralisation doit également se dérouler en trois étapes. La première étape concerne la privatisation des institutions financières étatiques. La deuxième étape est l'ouverture de l'industrie des services financiers domestiques. La troisième étape réside dans le développement du marché des capitaux et sa totale libéralisation.

Selon Eichengreen (2000), la libéralisation du compte de capital ne doit pas avoir lieu avant la restructuration du secteur bancaire, le renforcement de la régulation et de la supervision. Ensuite, il faut commencer par libéraliser l'investissement direct. Ces investissements s'accompagnent d'une expertise managériale et technologique. C'est la forme d'investissement qui ne risque pas d'aggraver les faiblesses du système bancaire domestique. En plus, elle est moins volatile que l'investissement en portefeuille et ne risque pas de partir

facilement en cas de panique. Il faut également permettre l'entrée des banques étrangères qui peuvent contribuer à l'amélioration des dispositifs financiers domestiques. En dernier lieu, on procède à la libéralisation des marchés boursiers.

Fischer (2001) confirme la nécessité d'une mise en place progressive de la libéralisation des mouvements de capitaux. En effet, il y a un certain nombre de pré-conditions à remplir avant de supprimer les contrôles de capitaux. Ces pré-conditions consistent à des institutions financières domestiques efficaces, des marchés financiers efficaces, une politique monétaire basée sur le marché, un marché de change effectif et une base d'information nécessaire pour assurer le bon fonctionnement des marchés.

Les différentes expériences ont montré qu'une libéralisation financière doit être accompagnée par des réformes fiscales assurant que la dette publique n'explose pas suite à la libéralisation. Un système de régulation et de supervision du système bancaire est également indispensable. Selon Fry (1997), il existe cinq pré-requis pour assurer la réussite d'une libéralisation financière :

- une régulation et une supervision adéquates des banques commerciales ;
- un degré raisonnable de stabilité des prix ;
- une politique fiscale appropriée limitant les effets négatifs de la taxe inflationniste ;
- un comportement compétitif des banques commerciales visant la maximisation des profits ;
- un système fiscal sans taxes discriminatrices imposées aux intermédiaires financiers.

La réussite de la libéralisation financière nécessite une stabilité macro-économique et une supervision adéquate des banques. La stabilité des prix, la politique fiscale et la crédibilité des politiques peuvent être les trois facteurs essentiels expliquant le succès asiatiques et l'échec Latino-Américain durant les trois dernières décennies du 20ème siècle (Fry, 1995).

Le processus de réformes doit commencer par trouver une solution au large ratio d'actifs non performants des institutions financières. La seconde réforme doit concerner la politique du taux d'intérêt. Garder les taux bas pour encourager les investissements n'est pas efficace étant donné qu'il décourage l'épargne. L'Etat doit intervenir pour déterminer le niveau

optimal du taux d'intérêt jusqu'à ce que la stabilité des prix soit assurée et que la supervision des banques et la compétition sur le secteur financier soit appropriée.

Pour la libéralisation des mouvements des capitaux, la séquence recommandée par les services du Fond Monétaire International (FMI) se déroule en trois étapes : i) libéralisation des flux entrants de capitaux les moins volatiles à savoir les investissements directs tout en réformant le système financier ; ii) libéralisation des flux sortants les moins volatils et des autres flux entrants ; iii) libéralisation des flux de court terme. Le but de cette séquence est de permettre aux pays qui procèdent à une telle libéralisation de tirer profit des flux internationaux tout en réduisant les risques qui en découlent. Selon les différentes expériences de libéralisation, une libéralisation totale prématurée du compte de capital peut, d'une part, stimuler le mouvement des capitaux et l'augmentation du taux d'intérêt réel mais, d'autre part, elle peut encourager les entrées des capitaux volatils comme c'était les cas en Corée durant les années 1960 et au Chili durant les années 1970 (Fry 1995).

Parmi les pays n'ayant pas suivis un bon ordre dans le processus de libéralisation et ayant subis les conséquences, McKinnon (1991) évoque le cas des trois pays du Cône Sud à savoir l'Argentine, le Chili et l'Uruguay. A la fin des années 1970, ces pays ont dérégulé leurs systèmes bancaires avant que l'inflation ne soit sous contrôle et avant l'achèvement d'un approfondissement financier<sup>16</sup> significatif. De plus, ces trois pays ont souffert d'une instabilité macroéconomique considérable au même moment que la suppression du taux d'intérêt plafond. La conséquence de cette libéralisation est un ensemble de crises qui ont touché la région.

Considérons le cas du Chili. Ce pays a entamé son processus de libéralisation financière depuis le milieu des années 1970. Il a abandonné la fixation du taux d'intérêt en 1975, privatisé les banques publiques, libéralisé l'activité bancaire en 1977 et supprimé toute restrictions relatives aux mouvements de capitaux en 1980. La libéralisation financière totale au Chili s'est soldée par une crise bancaire qui s'est déclenché en 1981. Sept banques totalisant 40% de l'actif total étaient concernées par cette crise. Cette dernière était causée par : (i) le niveau élevé des taux d'intérêt domestiques et internationaux ce qui réduit la

---

<sup>16</sup> L'approfondissement financier signifie le développement d'institutions financières « modernes » servant au seul développement de ce secteur formel (Pairault 2006).

capacité des entreprises à rembourser leurs dettes, (ii) le taux de change surévalué avec une rigidité des salaires, (iii) la spéculation sur le marché et (iv) le renforcement inadéquat de la régulation et la supervision du secteur bancaire<sup>17</sup>. Une crise semblable a touché l'Argentine. Dans ce pays, plus de soixante-dix institutions étaient liquidées ou avaient nécessité l'intervention de la Banque Centrale. Les institutions financières touchées par la crise totalisaient 35% de l'actif financier total. Les coûts engendrés par cette crise se sont élevés à 55,3% du PIB.

Le processus de libéralisation financière en Chine a été déclenché plus tardivement et plus progressivement. Dans un premier temps, ce pays a privilégié la stabilité macroéconomique interne à travers la régularisation et la supervision de l'activité bancaire. La Chine a également renforcé les échanges commerciaux à travers des différents accords signés avec d'autres pays comme l'Inde et la Libye. La libéralisation des flux de capitaux autres que les IDE n'a eu lieu qu'à partir de 1991 et cela en gardant certaines restrictions sur les investissements étrangers en Chine et sur les investissements chinois à l'étranger comme l'obligation des rapatriements des bénéfices pour les chinois investissant à l'étranger. La Corée du Sud a également entrepris un processus de libéralisation progressif et contrôlé par l'Etat. En 1965, l'Etat a procédé à l'augmentation du taux d'intérêt ce qui a engendré une augmentation de l'épargne. Cette augmentation a renforcé le rôle de l'Etat étant donné que l'épargne était sous son contrôle. L'Etat a employé l'épargne collectée pour promouvoir l'industrie exportatrice en fournissant des prêts à taux préférentiels. Par la suite, il y a eu les réformes des années 1980 comme la privatisation des banques et la suppression du taux préférentiel. Mais, l'Etat a gardé le contrôle sur le niveau général des taux et sur l'allocation des crédits. La baisse du contrôle de l'Etat sur le secteur financier a eu lieu également à travers la promotion de l'intermédiation non-bancaire (Gibson et Tsakalotos, 1994).

La littérature économique montre que la libéralisation d'une économie implique de multiples modifications institutionnelles, des réformes juridiques et des nouveaux comportements économiques. Elle se révèle comme étant un processus long et douloureux. Les bénéfices attendus du processus prennent place dans le temps, au fur et à mesure que les

---

<sup>17</sup> La liste détaillée des événements établie par Bekaert et Harvey dans le cadre de leur analyse des risques pays, disponible en ligne à l'adresse : <[http://www.duke.edu/~charvey/Country\\_risk/couindex.htm](http://www.duke.edu/~charvey/Country_risk/couindex.htm)>.

agents économiques s'adaptent à la nouvelle concurrence et deviennent aptes à bénéficier pleinement de leurs avantages comparatifs et de leur compétitivité. Le processus de libéralisation financière doit se réaliser d'une façon ordonnée pour assurer le bon fonctionnement du secteur financier. Et comme nous l'avons vu précédemment, ce processus se termine par la libéralisation des mouvements de capitaux.

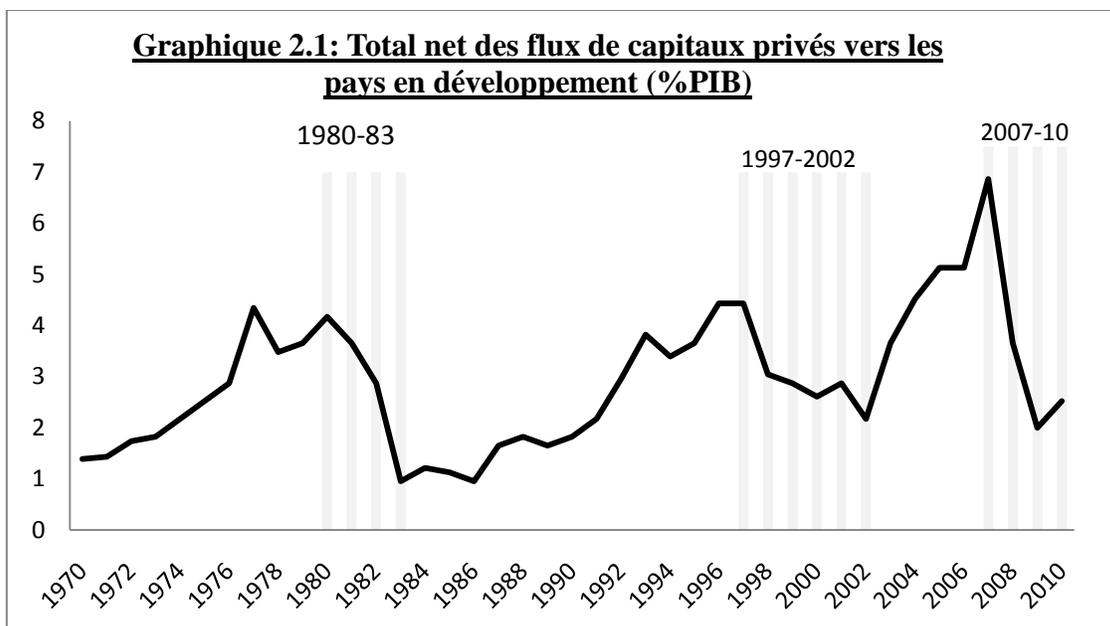
## **II. Flux de capitaux privés vers les pays en développement : Etat des**

### **lieux**

Depuis les années 1970, les flux de capitaux privés vers les pays en développement ont connu une large progression contrairement aux flux publics. L'économie mondiale a également connu plusieurs crises financières et économiques dont la dernière en date est la crise des *subprime*. Ces crises ont affecté négativement les flux vers les pays en développement. Nous allons retracer l'évolution de ces flux de capitaux en recourant à trois périodes. La première période est celle qui a précédé la crise asiatique. La deuxième période va de 1997 jusqu'à 2002 durant laquelle les flux de capitaux ont subi les conséquences de la crise asiatique et de la bulle internet. La troisième période est celle qui a précédé la crise des *subprime*. L'évolution des flux suite à la crise sera traitée brièvement. Une plus large analyse était faite en traitant le rôle des flux de capitaux dans la propagation des crises.

#### **II.1. Les flux avant la crise asiatique**

Durant les années 1960, les flux de capitaux vers les pays en développement étaient dominés par les aides publiques. En 1962, les flux de capitaux privés en direction des pays en développement étaient de 2,2 milliards de dollars soit un tiers des flux publics. A partir des années 1970, les flux de capitaux privés ont commencé à prendre davantage d'importance et à dépasser les flux publics. Ces flux de capitaux privés ont connu des périodes de hausse suivies par des périodes de baisse. Les périodes de baisse des flux de capitaux privés correspondent aux périodes qui ont suivi les différentes crises financières qu'a connues l'économie mondiale (graphique 2.1).



Source : Global Development Finance (2009)

Note : Les valeurs relatives à 2009 et 2010 sont des prévisions.

De 1970 jusqu'au début des années 1980, les pays en développement ont connu une entrée massive de capitaux privés. La chute des entrées qui a suivi est expliquée par la crise de la dette des pays du Tiers Monde. Cette crise a éclaté en 1982, suite à une période d'accroissement massif de la dette publique. L'éclatement de la crise est dû principalement à deux raisons. En premier lieu, la baisse des prix des matières premières et essentiellement celui du pétrole a engendré la chute des revenus d'exportation des pays du Tiers Monde. En deuxième lieu, le coût de l'importante dette a augmenté suite à l'augmentation des taux d'intérêt et du taux de change du dollar. Les pays en développement se trouvent donc dans l'obligation de rembourser une dette en dollar plus importante avec moins de revenus. Cette crise a engendré la baisse des crédits bancaires et commerciaux qui dominaient les flux de capitaux privés avant le déclenchement de la crise.

A partir du milieu des années 1980, nous avons assisté à une reprise des entrées massives de capitaux privés. Cette hausse s'est poursuivie jusqu'à 1996 pour atteindre 330 milliards de dollars après un niveau de 50 milliards de dollars en 1990.

## **II.2. Période de récession : 1997-2002**

A partir de 1997 et suite au déclenchement de la crise asiatique, les flux de capitaux privés ont commencé à baisser. La crise a éclaté en juillet 1997 après que les autorités thaïlandaises ont décidé de laisser flotter le bath. Celui-ci a chuté et perdu la moitié de sa valeur sur une très courte période. L'effet domino a opéré et la crise a atteint l'Indonésie, les Philippines et la Malaisie. La crise s'est étendue à plusieurs autres pays voisins et non voisins dont la monnaie a subi le même sort que le bath. Cela a touché par la suite le marché boursier et a engendré la hausse de la dette extérieure.

La période allant de la crise asiatique à 2002 était caractérisée par une suite de crises qui ont empêché la reprise de l'entrée des flux de capitaux privés vers les pays en développement durant cette période.

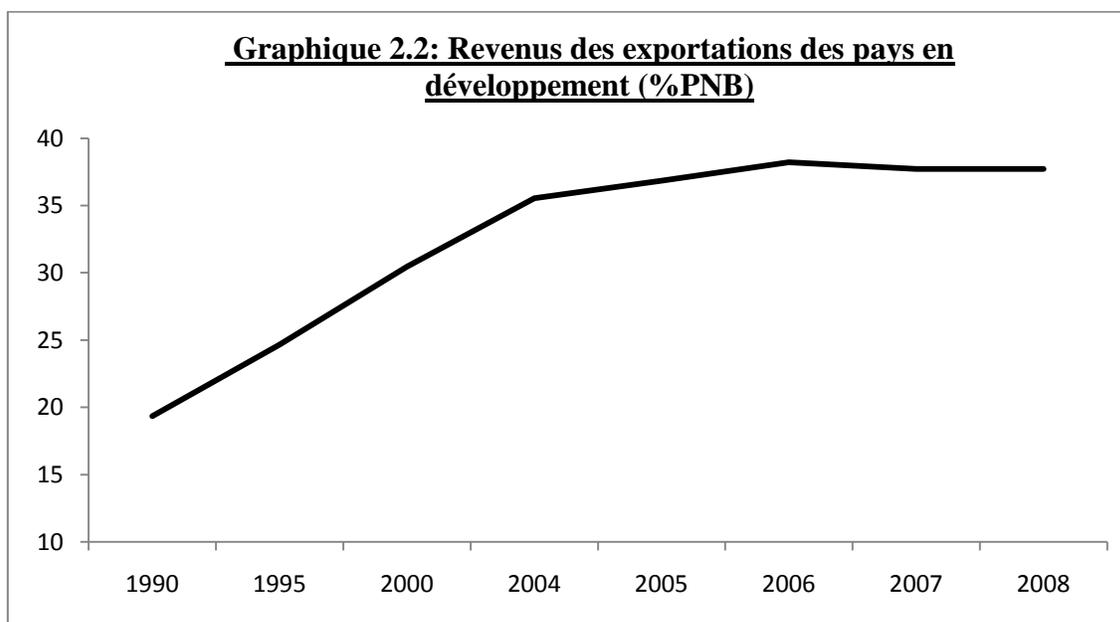
La crise asiatique s'est propagée et ses effets ont touché le Brésil à partir d'octobre 1997 et se sont aggravés au cours de l'année 1998. En 1999, le Brésil a connu une augmentation massive de la dette publique et en 2000 une dépréciation du réal. Le pays a connu également une fuite des capitaux malgré l'augmentation importante du taux d'intérêt. Par ailleurs, le Brésil n'a pas été épargné par la crise qui a touché l'Argentine en 2001. L'Argentine s'est surendettée et a emprunté à des taux excessifs sur les marchés internationaux. En conséquence, la crise brésilienne s'est transformée en panique en 2002 et le réal a atteint un bas niveau.

En mars 2000, il y a eu l'éclatement de la bulle internet après une période de hausse excessive des cours boursiers des valeurs technologiques. La période allant de 1995 à mars 2000, s'est caractérisée par l'expansion d'internet et par les nombreuses introductions en bourse des sociétés des secteurs de l'informatique et des télécommunications. L'éclatement de la bulle a lieu quand les investisseurs ont réalisé qu'il y avait une déconnexion totale entre la valeur réelle et la valorisation boursière des sociétés du secteur. En 2000, l'économie turque a également connu une crise qui s'est déclenchée suite à une crise de confiance dans le système bancaire et dans le programme de stabilisation dont le but était de réduire l'inflation.

### II.3. Reprise et crise des *subprime* : 2003-2007

La hausse des flux de capitaux privés vers les pays en développement a repris en 2003. Alors qu'ils n'étaient en 2002 que 154 milliards de dollars, ils sont passés à 274 milliards de dollars en 2003. Les flux de capitaux privés ont continué à augmenter pour atteindre un niveau record de 1223 milliards de dollars en 2007 soit une augmentation de 67% par rapport à 2006. Ce sont les flux de dette qui ont enregistré le plus important accroissement. Ces derniers ont augmenté de 113% en 2007 par rapport à 2006 avec une hausse de 159% pour les flux de court-terme.

Cette période de hausse est expliquée par le fait que les pays en développement ont enregistré une forte augmentation de leurs recettes d'exportation étant donné la hausse des prix des produits qu'ils vendent sur le marché mondial à savoir les hydrocarbures (pétrole et gaz), les minéraux et les produits agricoles. Les recettes en devises des exportations ont permis aux pays en développement de rembourser leurs dettes et d'acquiescer la crédibilité nécessaire pour contracter de nouveaux prêts (graphique 2.2).



Source : *Global Development Finance* (divers numéros)

La crise financière de 2007-2008 a eu un impact important sur les flux de capitaux privés vers les pays en développement. Les flux nets ont chuté à 752 milliards de dollars en 2008 après un niveau record de 1223 milliards de dollars en 2007. Les flux privés ont donc baissé

de 40% et ceci suite à la baisse des dettes de court-terme ainsi que les investissements étrangers en actions et en obligations. Les flux des obligations ont enregistré une baisse de 80% entre 2007 et 2008 ; les dettes de court-terme et les investissements de portefeuille d'actions sont devenus négatifs, ils ont baissé pour enregistrer des sorties respectives de 12,7 milliards et 57,1 milliards. Seuls les investissements directs étrangers ont résisté à la crise et ont légèrement augmenté. Les investissements directs étrangers confirment donc leur stabilité et leur résistance en temps de crise.

Les flux de capitaux privés vers les pays en développement ont continué à chuter en 2009 pour atteindre 520,6 milliards de dollars selon la Banque Mondiale<sup>18</sup>. Selon les estimations de l'organisation internationale, ces flux augmenteraient d'ici 2012 pour atteindre le niveau de 771 milliards de dollars<sup>19</sup>.

Ceci était un aperçu sur l'évolution générale des flux de capitaux vers les pays en développement. Dans ce qui suit, nous présentons les différents flux privés auxquels nous nous intéressons dans notre étude.

### **III. Les flux de capitaux privés : présentation par type de flux**

La libéralisation des mouvements des capitaux représente généralement la dernière phase du processus de la libéralisation financière. Elle est considérée par le FMI comme l'une des caractéristiques les plus marquantes de l'économie de la fin du XX<sup>e</sup> siècle.

Selon la théorie économique classique, la mobilité des capitaux permet aux pays qui ont une épargne limitée d'attirer des fonds de financement pour leurs projets d'investissement. Elle permet également aux investisseurs de diversifier leurs portefeuilles, de répartir les risques et favoriser les échanges inter-temporels. Les ménages, les entreprises et même les gouvernements peuvent lisser leurs consommations. Ils peuvent emprunter lorsque leurs revenus sont faibles et rembourser lorsqu'ils sont élevés. Prêter à des agents économiques étrangers permet aux ménages et aux entreprises de diversifier les risques liés aux perturbations qui menacent leurs propres pays (Eichengreen et al. 1999).

---

<sup>18</sup> Global Development Finance 2011

<sup>19</sup> Global Economics Prospects 2010

Pour les mouvements de capitaux, nous écartons de notre étude les différentes aides internationales ainsi que prêts du FMI. Nous étudions uniquement les flux privés à savoir les investissements directs étrangers, l'investissement de portefeuille et les prêts bancaires.

### **III.1. Les investissements directs étrangers**

#### ***III.1.1. Définition***

L'investissement direct est défini par le FMI comme "les investissements qu'une entité résidente d'une économie (l'investisseur direct) effectue dans le but d'acquérir un **intérêt durable** dans une entreprise résidente d'une autre économie (l'entreprise d'investissement direct). Par intérêt durable, nous entendons l'existence d'une relation à long terme entre l'investisseur direct et l'entreprise et que l'investisseur exerce une influence significative sur la gestion de l'entreprise. Les investissements directs comprennent non seulement la transaction initiale, qui établit la relation entre l'investisseur et l'entreprise, mais aussi toutes les transactions ultérieures entre eux et entre les entreprises apparentées, qu'elles soient ou non constituées en sociétés et donc dotées d'une personnalité morale distincte"<sup>20</sup>.

L'OCDE (2003) définit l'investissement direct étranger comme "une activité par laquelle un investisseur résidant dans un pays obtient un intérêt durable et une influence significative dans la gestion d'une entité résidant dans un autre pays. Cette opération peut consister à créer une entreprise entièrement nouvelle (investissement de création) ou, plus généralement, à modifier le statut de propriété des entreprises existantes (par le biais de fusions et d'acquisitions). Sont également définis comme des investissements directs étrangers d'autres types de transactions financières entre des entreprises apparentées, notamment le réinvestissement des bénéfices de l'entreprise ayant obtenu l'IDE, ou d'autres transferts en capital."

Bricout et Tersen (1996, Page 5) définissent l'IDE comme une opération par laquelle une entreprise se donne les moyens d'exercer une influence effective sur l'activité ou la gestion d'une entreprise située dans un autre pays.

---

<sup>20</sup> FMI, *Manuel de la Balance des Paiements*, 5<sup>e</sup> édition, septembre 1993

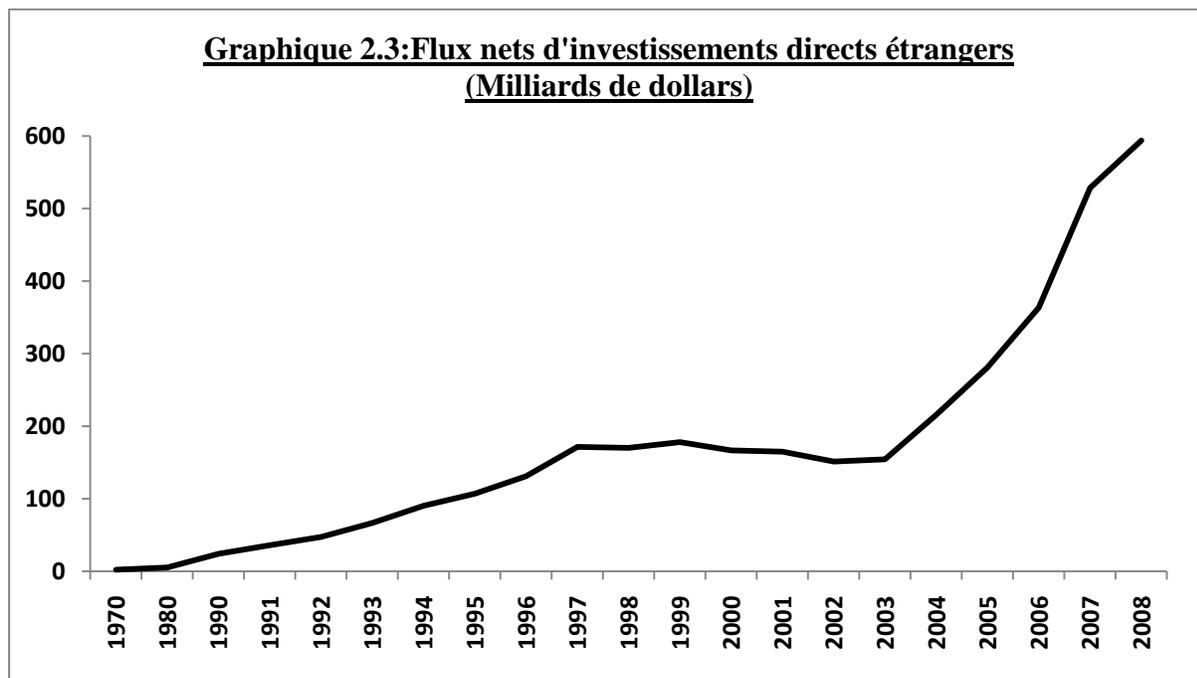
L'investissement direct étranger se définit également par la prise d'intérêt dans l'entreprise cible par l'investisseur. Le seuil de 10 % de contrôle direct est retenu par convention. En effet, selon le FMI, il existe une relation d'investissement direct lorsqu'un investisseur direct détient 10 % ou plus des actions ordinaires ou des droits de vote dans une entreprise d'investissement direct. En deçà de ce seuil, l'investissement est dit de portefeuille. L'IDE peut être comptabilisé en flux (valeur des opérations enregistrées en balance des paiements au cours d'une année) ou en stock. Dans le deuxième cas, une convention de comptabilisation, valeur comptable ou valeur de marché, s'impose. Les flux financiers comptabilisés concernent:

- des opérations en fonds propres (création d'entreprise, acquisition ou extension d'une entreprise existante, achat d'obligations convertibles en actions, subventions, financement de déficits d'exploitation, consolidation de prêts, immobilier) ;
- les bénéfices réinvestis sur place (résultats diminués des dividendes distribués) ;
- les prêts à long terme (plus d'un an) entre maisons mères et filiales ;
- enfin les flux financiers à court terme entre affiliés résultant de la gestion centralisée des trésoreries au sein des groupes. Ainsi, dès que le seuil de 10 % de participation est atteint, les opérations de trésorerie ou les prêts entre entreprises sont considérés comme un investissement direct.

Les différentes définitions proposées insistent sur le caractère durable des transactions engendrées par les flux d'IDE. C'est ce caractère durable qui fait la différence entre les IDE et les autres types d'investissements comme l'investissement de portefeuille qui se caractérise par un aspect spéculatif. Comparé à ce dernier, l'IDE apparaît comme plus attractif pour les pays en développement parce qu'il y a une relation de partage du risque (*risk - sharing*) avec l'investisseur étranger (Pham, 2004).

Depuis une vingtaine d'années, les investissements directs étrangers attirés par les pays en développement n'ont pas cessé de progresser particulièrement durant la dernière décennie. Ces flux détiennent la part la plus importante dans l'ensemble des flux privés étudiés. Cette part s'est intensifiée entre 1999 et 2002 et elle a atteint 97% en 2001. Cette situation est expliquée par le recul de l'entrée des autres types de flux suite à la crise asiatique et aux différentes crises qu'a connues l'économie mondiale.

Les flux nets des investissements directs étrangers ont atteint 587,1 milliards de dollars en 2008 avec une légère augmentation de 12% par rapport à 2007 et cela malgré la crise qui a touché l'économie mondiale (graphique 2.3). Cependant, ces flux ont baissé à 351,1 milliards de dollars de 2009 soit une baisse d'environ 40% par rapport à 2008<sup>21</sup>.

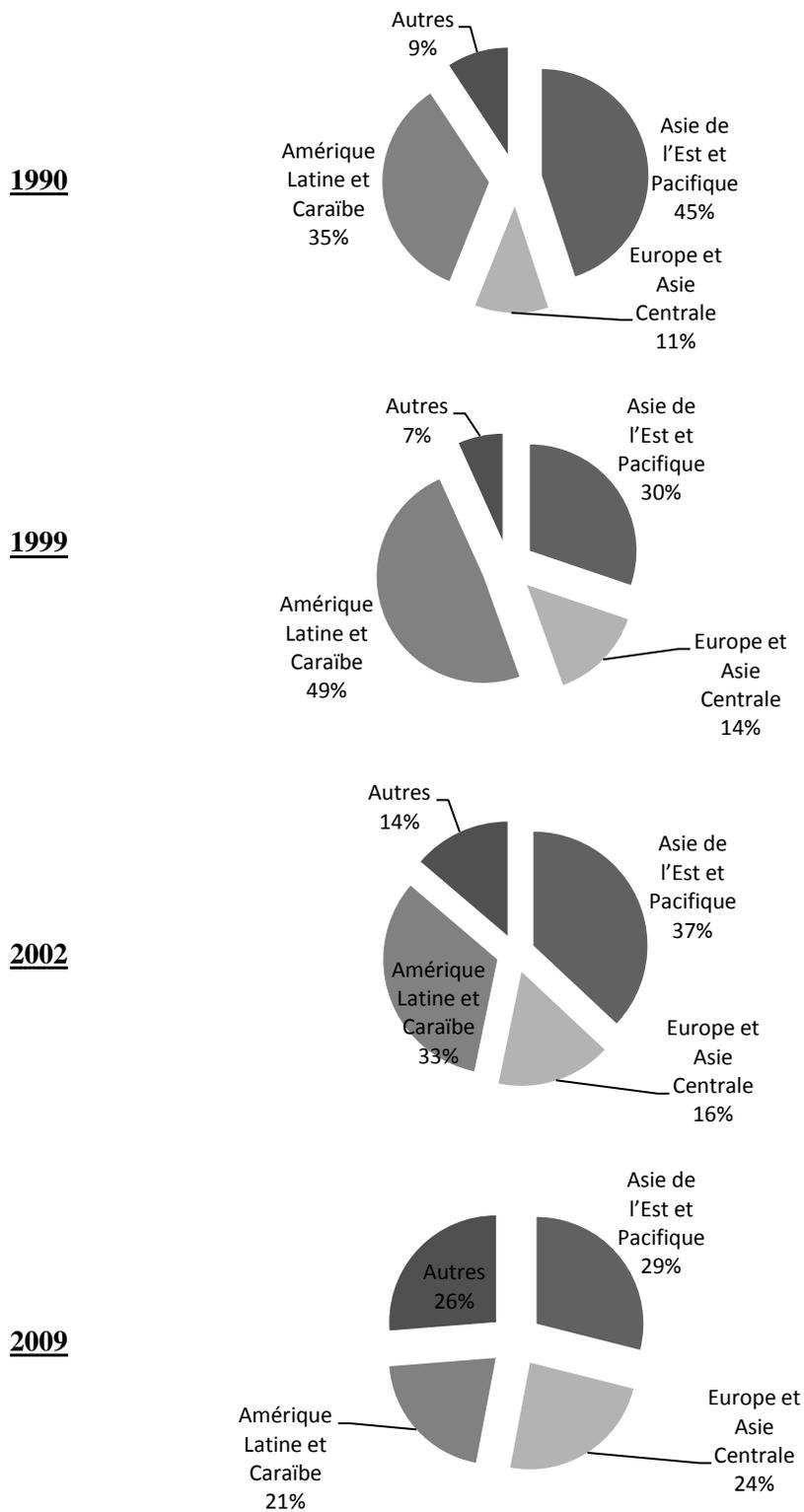


Source : *Global Development Finance* (divers numéros)

Concernant la répartition géographique des flux nets d'IDE (graphique 2.4), la région de l'Asie de l'Est et Pacifique a toujours attiré la plus grande part de ces flux sauf pour la période allant de 1999 à 2001. Durant cette période, ce sont les pays d'Amérique latine et Caraïbes qui ont attiré la plus grande part d'IDE. Ceci est expliqué par la crise asiatique qui a engendré une fuite des investisseurs étrangers de la zone. La part des pays Europe et Asie Centrale n'a pas cessé de prendre de l'importance, elle est passée de 9,4% en 1995 à 29% en 2008 pour venir s'approcher de celle des pays de l'Asie de l'Est et Pacifique qui est de 32% et dépasser celle des pays d'Amérique latine et Caraïbes (21%).

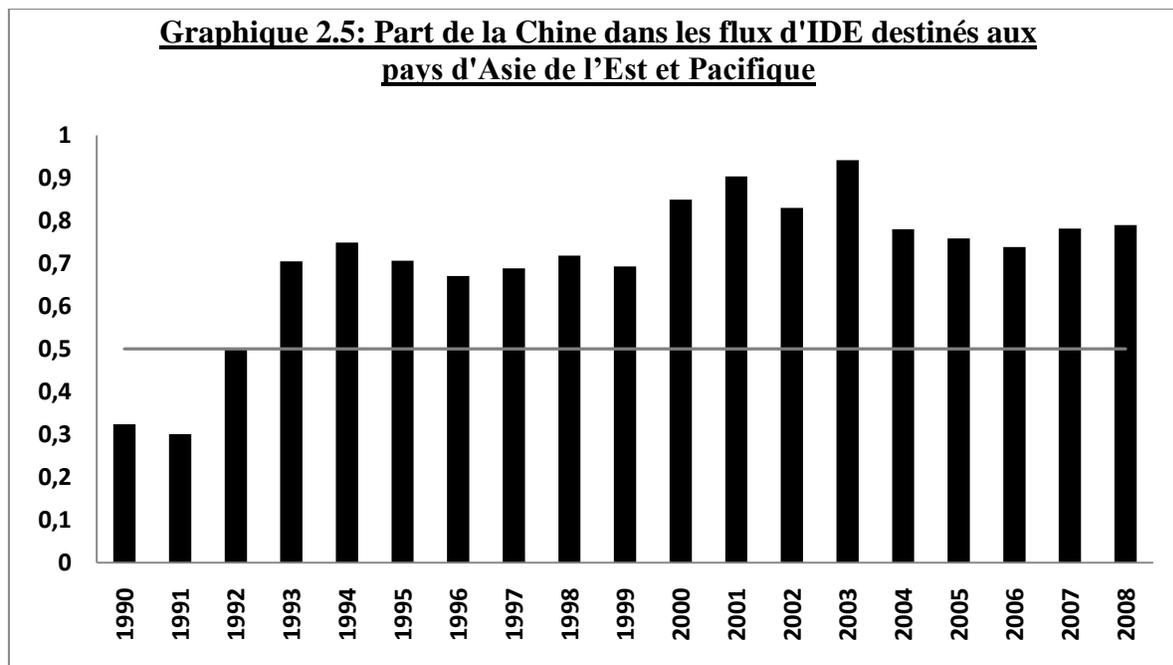
<sup>21</sup> *World Investment Report 2010 et Global Development Finance(2011)*

**Graphique 2.4 : Répartition régionale des flux nets d'IDE vers les pays en développement**



Source : Global Development Finance (divers numéros)

Dans le groupe des pays d'Asie de l'Est et Pacifique, c'est la Chine qui attire le plus d'IDE (graphique 2.5). En 2008, sa part était de 78,9% soit 147,7 milliards de dollars avec un record de 94,1% en 2003 avec 27,5 milliards de dollars. La part de la Chine s'est vraiment intensifiée à partir de 1993, période à laquelle les autorités chinoises ont commencé à encourager particulièrement les investissements les plus intenses en capital et en technologies (Fung et al., 2004). La Chine avait l'ambition d'intégrer l'Organisation Mondiale du Commerce (OMC) ; elle a donc progressivement levé les contraintes imposées à l'investissement étranger et elle a entrepris des réformes comme la réduction des tarifs douaniers, l'élargissement des quotas d'importation et l'ouverture des services aux investisseurs étrangers (CEPII, 2000). La Chine a effectivement intégré l'OMC en 2001.



Source : *Global Development Finance* (divers numéros)

Mais il reste un point à signaler concernant les montants d'IDE entrants en Chine. Ces montants peuvent être surestimés. Dans ce pays, il y a un recours important à la pratique du *round tripping*, une pratique selon laquelle les capitaux chinois transitent par d'autres pays pour être investis autant qu'investissement étrangers en Chine et ceci pour bénéficier des avantages accordés aux investisseurs étrangers. Pour Xiao (2004), cette surestimation est de 40% et pour Dees (1998), elle est de 20%. Même en tenant compte de cette surestimation, les flux d'IDE vers la Chine restent importants.

L'Inde a également enregistré une progression des IDE. Depuis le début des années 1990, les flux nets d'IDE n'ont pas cessé d'augmenter, ils sont passés de 162 millions de dollars en 1990 à 41 milliards de dollars en 2008 avec une augmentation de 64% par rapport à 2007. Ce mouvement haussier est expliqué par le processus de réformes favorables aux investissements étrangers entreprises par l'Inde depuis 1991 et l'ouverture progressive de nouveaux secteurs aux investisseurs étrangers.

### ***III.1.2. Les formes d'IDE***

Une fois la décision de délocalisation est prise, elle peut prendre plusieurs formes. En effet, la firme multinationale peut soit créer des filiales, soit s'associer avec des firmes déjà établies sur le marché étranger à travers les fusions-acquisitions et les joint-ventures.

#### **Création de filiale**

C'est la forme la plus répandue d'IDE aussi bien dans les pays développés que dans les pays en voie de développement. Jusqu'au années 1990, la création de filiales constituait la forme principale voir exclusive d'IDE dans le monde. Par rapport aux autres types d'investissements, la création de filiale présente beaucoup d'avantages. Du côté de l'investisseur, il y a l'avantage de garder le contrôle maximal sur les opérations de production. Du côté du pays hôte, une nouvelle implantation signifie une création d'emploi, un transfert technologique, une formation de capital, etc.

Jolly (2001) définit la filiale commune comme une entité organisationnelle légale et distincte créée par des firmes indépendantes les unes des autres, par transfert d'une fraction de leurs ressources (humaines, technologique, commerciale, etc.) en vue de conduite d'une action conjointe (approvisionnement, fabrication, commercialisation, recherche et développement, etc.). L'auteur affirme aussi qu'en mettant en commun les ressources, les partenaires d'une joint-venture peuvent accéder à des avantages auxquels ils ne pourraient prétendre individuellement. Les joint-ventures ont le mérite d'offrir aux entreprises une certaine souplesse stratégique qui leur permet de répondre efficacement et rapidement aux évolutions de l'environnement. Elles dotent l'entreprise de moyens additionnels pour assurer

un développement mondial et faire face à la concurrence, au même titre que les fusions-acquisitions.

### **Fusions-acquisitions**

Ce terme désigne les opérations à travers lesquelles une entreprise prend le contrôle d'une autre entreprise en acquérant au moins 50% de son capital. Selon la CNUCED<sup>22</sup> (2000), "on assiste à une vague sans précédent de restructurations économiques au niveau mondial et régional sous la forme de fusions-acquisitions internationales qui sont le résultat de l'interaction dynamique de divers facteurs fondamentaux incitant les entreprises à procéder à ce type d'opérations et des mutations de l'environnement économique mondial, au service d'objectifs stratégiques. Les facteurs fondamentaux sont les suivants :

- quête de nouveaux marchés, renforcement de la puissance commerciale et de la prépondérance sur le marché;
- accès aux actifs et ressources d'autres entreprises;
- gains de productivité liés aux synergies;
- augmentation de la taille;
- diversification (répartition des risques) ;
- motivations financières;
- motivations personnelles (comportement)."

Dans certains pays développés et pays en développement, la reprise des fusions-acquisitions internationales était à l'origine de la progression des entrées d'IDE.

### **Joint-venture**

La joint-venture est une forme d'alliances qui suscite depuis quelques années déjà la faveur de nombreuses entreprises. Elle est définie comme une "filiale commune à deux ou plusieurs entreprises indépendantes et créée d'un commun accord, sans qu'aucune ne la domine quel que soit le montant de sa participation "<sup>23</sup>.

---

<sup>22</sup> Conférence des Nations Unies sur le commerce et le développement

<sup>23</sup> Dictionnaire d'économie et de sciences sociales, Editions Nathan, 4<sup>ème</sup> édition mise à jour, 1998.

La création de filiales et les fusions-acquisitions demeurent les deux principales formes d'IDE mais pas les seules. Il existe d'autres formes et qui sont essentiellement : la sous-traitance, l'accord de licence, franchise, concession, joint-venture contractuelle, l'acquisition d'au moins 10% du capital d'une société déjà existante, le réinvestissement des bénéfices par la filiale sur le territoire d'implantation, les opérations entre maison mère et filiale à l'étranger, etc.

### ***III.1.3. Les déterminants de L'IDE***

Investir à l'étranger constitue une décision importante à prendre par les firmes. Il y a beaucoup de variables qui peuvent encourager cette décision. Dans ce paragraphe, nous présentons les plus importantes. La littérature économique a recensé beaucoup de déterminants de l'IDE.

En effet, derrière la décision de s'établir à l'étranger il peut y avoir beaucoup de raisons qui peuvent aussi différer d'une entreprise à une autre. Dans ce cadre, nous allons aborder la *théorie éclectique*, la réduction du coût de la production et la taille et le potentiel du marché du pays d'accueil.

#### **La "théorie éclectique" (Eclectic Theory)**

Elle a été développée par Dunning (1981). Elle est connue aussi sur le nom de paradigme OLI. La "théorie éclectique" repose donc sur le paradigme OLI (O :Ownership, L :Location, I :Internalization). Elle expose les raisons qui conduisent une firme à se délocaliser et à établir des filiales à l'étranger. Ces raisons sont au nombre de trois :

- possession d'un actif spécifique que l'entreprise peut rentabiliser sur les marchés étrangers (*Ownership*) ;
- avantages de localisation de la production liés à la productivité du travail, à l'existence d'infrastructures développées, aux réglementations, à la fiscalité, au potentiel que présente le marché du pays d'accueil, etc. (*Location*) ;
- le troisième avantage émane du fait que l'entreprise préfère intégrer les activités en produisant elle-même au lieu de vendre une formule ou un procédé à une entreprise du marché local (Internalization).

### **Réduction du coût de production:**

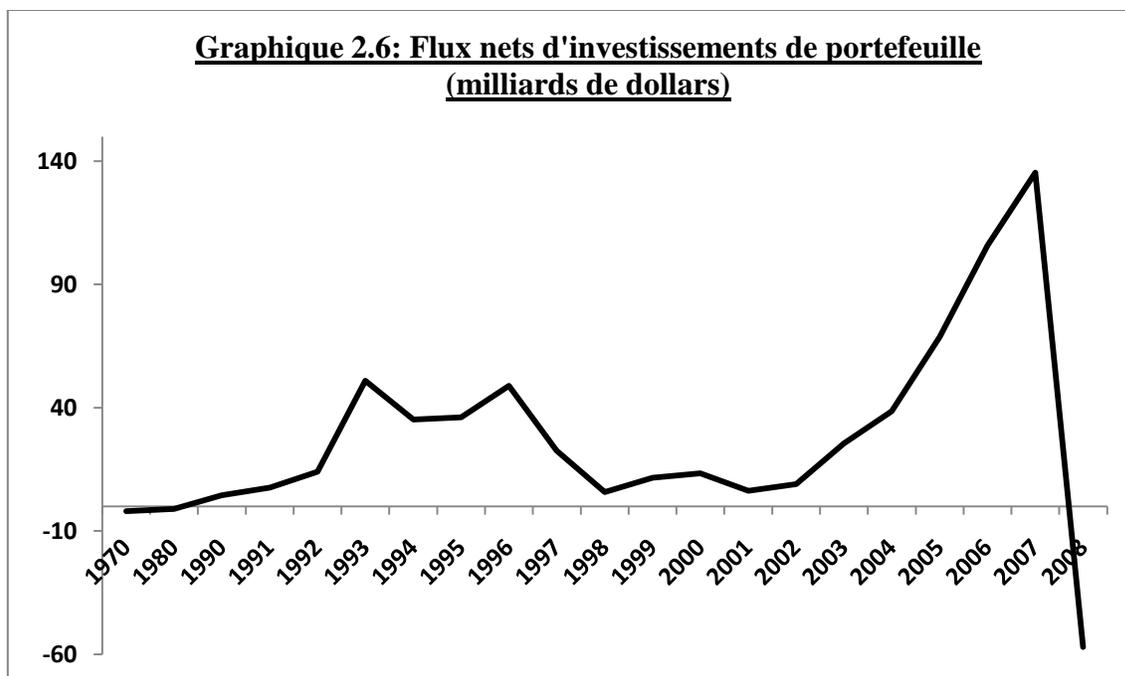
En délocalisant leur production à l'étranger, les firmes multinationales cherchent en général à produire à moindre coût. Shaukat et Wei (2005) considèrent les coûts de production comme l'un des déterminants de l'IDE et surtout le coût du travail qui était mis en avant dans les études relatives à l'IDE. Une main d'œuvre bon marché et qualifiée constitue un catalyseur pour attirer les IDE. Pour le cas de la Chine, le faible coût demeure le facteur clé du choix de la localisation de l'investissement étranger en Chine et spécialement dans l'industrie manufacturière comme l'assemblage automobile et les équipements de télécommunications.

### **Taille et potentiel du marché :**

Les déterminants macroéconomiques de l'IDE mettent en valeur la taille du marché et la croissance du pays d'accueil ; et cela étant donné qu'une croissance rapide a tendance de créer un large marché domestique et des opportunités intéressantes (Shaukat et Wei, 2005). Merlevede et Schoors (2004) insistent sur le fait qu'il faut tenir compte de la taille du marché en termes de population et de revenu. Pour les deux auteurs, les deux variables sont à prendre en compte. En effet, il n'est pas intéressant d'investir dans un pays ayant un PIB par tête élevé mais un nombre réduit de consommateur ; et de même, il n'est pas profitable d'investir dans un pays ayant un grand nombre de consommateur élevé mais où le PIB par tête est faible. Dans le contexte du potentiel de marché, les deux auteurs confirment qu'il est important de prendre en compte la possibilité d'accéder aux marchés voisins.

## **III.2. L'investissement de portefeuille**

Les investissements de portefeuille vers les pays en développement ont commencé à progresser à partir des années 1990 passant par deux périodes de baisse. La première période de baisse (1998-2002) était déclenchée par la crise asiatique et s'est prolongée à cause des différentes crises qu'a connues l'économie mondiale durant cette période et spécialement l'éclatement de la bulle internet en 2001. La deuxième période de baisse a commencé en 2008 suite la crise économique mondiale déclenchée par la crise des *subprime* (graphique 2.6).



Source : *Global Development Finance* (divers numéros)

En 2007, les flux nets d'investissement de portefeuille ont connu un niveau record de 135 milliards de dollars en 2007. Ce record était réalisé à 95% par 10 pays en développement seulement. Les régions qui ont attiré le plus ces flux de capitaux sont l'Asie du Sud avec 36 milliards de dollars, l'Asie de l'Est et Pacifique avec 35 milliards de dollar et L'Amérique latine avec 29 milliards de dollars.

En 2008, ces flux sont devenus négatifs soient une nette sortie de 57 milliards de dollars. Ce sont l'Inde et la Russie qui ont enregistré les sorties les plus importantes avec des sorties de 15 milliards de dollars pour chaque pays. La Malaisie a également connu une sortie massive de ces flux qui atteint 10,7 Milliards de dollars<sup>24</sup>.

En 2009, les flux nets d'investissement de portefeuille ont connu une reprise pour atteindre 108,2<sup>25</sup> milliards de dollars soit 20 milliards de plus que les prévisions faites par la Banque Mondiale dans *Global Economic Prospects (2010)*. C'est le Brésil qui a attiré le plus de ces flux (tableau 2.2).

<sup>24</sup> *Global development Finance 2010*

<sup>25</sup> *Global development Finance 2011*

**Tableau 2.2: Flux nets d'investissements de  
portefeuille (Milliards de dollars)**

	2007	2008	2009
Brésil	26,2	-7,6	37,1
Chine	18,5	8,7	28,2
Inde	35	-15	21,1
Indonésie	3,6	0,3	0,8
Philippines	3,2	-1,3	-1,1
Russie	18,7	-15	2
Afrique du Sud	8,7	-4,7	9,4
Thaïlande	4,3	-4,6	1,9
Turquie	5,1	0,7	2,8
Vietnam	6,2	-0,6	-

*Source : Global Development Finance 2010 et 2011*

Les flux d'investissement de portefeuille restent les flux les moins importants dans l'ensemble des flux privés, ils n'ont jamais dépassé une part de 14% et ce sont les flux les plus affectés en temps de crise. La crise des *subprime* a engendré une baisse de ces flux de 142% entre 2007 et 2008 alors que les IDE n'ont pas subi de baisse et les flux de crédit bancaire ont subit une légère baisse de 6%. Les conséquences de la crise sur les deux derniers flux commencent à se sentir à partir de 2009 avec une baisse attendue des IDE de 30% et une baisse de 124% des flux bancaires.

### ***III.2.1. La notion de libéralisation des marchés boursiers***

Selon Henry (2000a), la libéralisation des marchés boursiers est une décision prise par le gouvernement d'un pays pour permettre aux étrangers d'acquérir des actions domestiques. Bekaert et al. (2003) définissent la libéralisation des marchés boursiers comme étant le fait de donner la possibilité aux investisseurs étrangers d'investir dans des actions domestiques et aux investisseurs domestiques le droit d'effectuer des transactions sur des marchés étrangers.

L'ouverture du marché boursier et son intégration dans le marché mondial ne s'opèrent pas à l'issue d'une transformation unique. Il s'agit d'un processus progressif qui s'instaure au sein d'un programme de réformes cohérent et maîtrisé visant à introduire les mécanismes de marché dans l'économie réelle.

Le débat sur le coût et les avantages de la libéralisation des marchés boursiers des pays en développement doit tenir compte de la taille du marché et de son degré de développement. L'importance des avantages qui résultent de la libéralisation dépend des atouts et des encouragements mis en place dans la compétition instaurée pour attirer les capitaux.

Cependant la notion de libéralisation est une notion à distinguer de celle d'intégration. Nous parlons d'intégration financière lorsqu'il y a une parfaite mobilité des capitaux, aucun obstacle à la circulation des capitaux à l'image du financement d'une économie nationale. Quelque soit la localisation géographique, chaque agent serait en mesure de financer des projets avec les mêmes facilités (ou difficultés) et au même coût. L'intégration se réalise selon deux mouvements : la libéralisation du marché financier et la création d'innovations financières qui vont favoriser la mobilité des capitaux. Selon Bekaert et al. (2003) et Bekaert et Harvey (2000), il est important de distinguer le concept de libéralisation du concept d'intégration. A titre d'exemple, un pays peut promulguer une loi visant à éliminer toutes les barrières face aux investisseurs étrangers. Il s'agit d'une libéralisation mais elle peut ne pas être considérée comme une libéralisation effective qui résulterait en une intégration. En effet, deux cas de figure peuvent se présenter :

- le marché peut être déjà intégré avant d'être officiellement libéralisé. C'est le cas où les étrangers ont accès indirectement au marché boursier à travers d'autres moyens comme les fonds de pays (Country Fund) et les certificats de dépôts Américains (American Depository Receipts : ADR).

- la libéralisation peut avoir peu ou pas d'effet du fait de la réticence des investisseurs étrangers envers l'investissement dans ce marché. Ceci est expliqué par un manque de confiance dans les réformes établies ou par l'existence d'imperfections dans le marché boursier.

### ***III.2.2. Investisseurs étrangers et marchés boursiers***

Les investisseurs étrangers disposent de trois moyens d'investissement: investissements directs, fonds de pays et les certificats de dépôts Américains. L'investissement direct est tout à fait clair mais les deux derniers moyens d'investissement méritent d'être développés.

Un fonds de pays est une compagnie d'investissement qui investit dans un portefeuille d'actifs dans un pays étranger (exemple un marché émergent) et émet un nombre fixe d'actions domestiques (exemple aux Etats-Unis). Chaque fonds apporte deux prix différents déterminés par le marché : le prix des actions du fonds de pays cotées sur le marché où elles se négocient et sa valeur d'actif nette déterminée par les prix des principales actions négociées sur le marché étranger. Les fonds de pays étaient les premiers instruments pour l'investissement étranger dans les marchés émergents. Par exemple, jusqu'aux années 1980, le fonds mexicain fût le seul moyen permettant aux investisseurs américains d'investir dans le marché mexicain. En 1984, le fond coréen a ouvert partiellement son marché boursier aux investisseurs étrangers bien avant les libéralisations des marchés des capitaux en 1992.

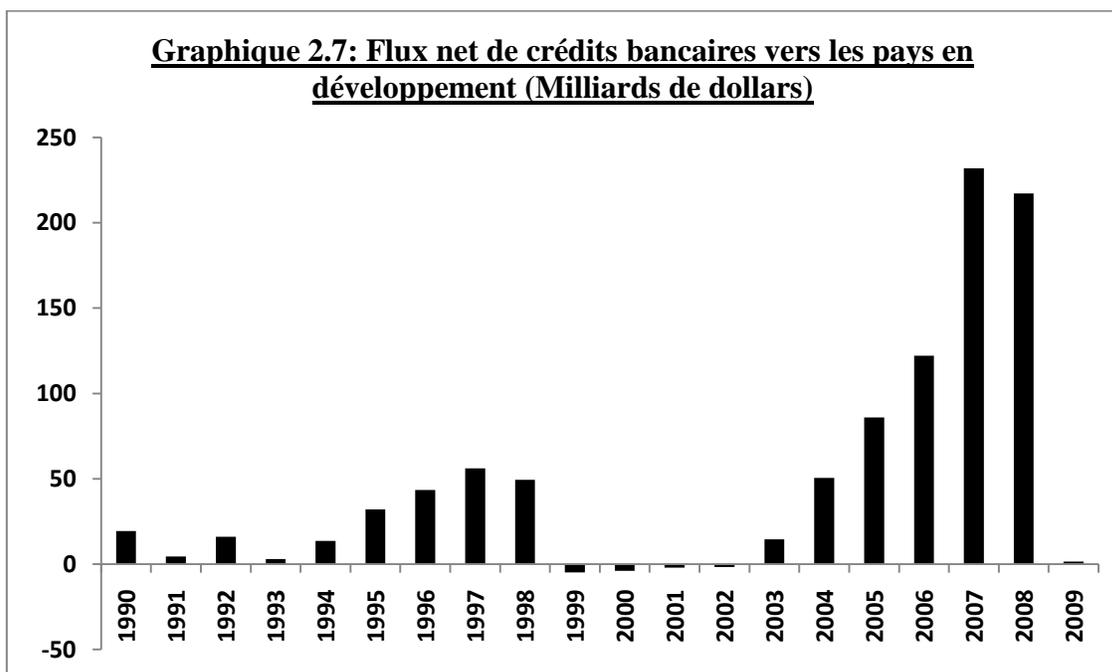
Les ADR (*American Depository Receipts*) sont des titres émis par les intermédiaires financiers en contrepartie des parts détenues par ces intermédiaires dans les pays en voie de développement. Ce sont des droits aux actions étrangères qui se négocient en dollar sur le marché de change américain. Ils sont définis par Rabinovitch et al. (2003) comme des certificats négociables échangés sur les marchés financiers américains. Ils représentent les titres d'entreprises opérant dans des pays étrangers. Les banques commerciales américaines servent d'unités de dépôt pour les ADR.

Il y a également d'autres places boursières dans le monde qui émettent des instruments de la même catégorie : GDR (*global depositary receipts*), EDR (*European Depository Receipt*) et IDR (*International Depository Receipt*). Le fonctionnement de ces instruments est similaire à celui des ADR.

### III.3. Le crédit bancaire

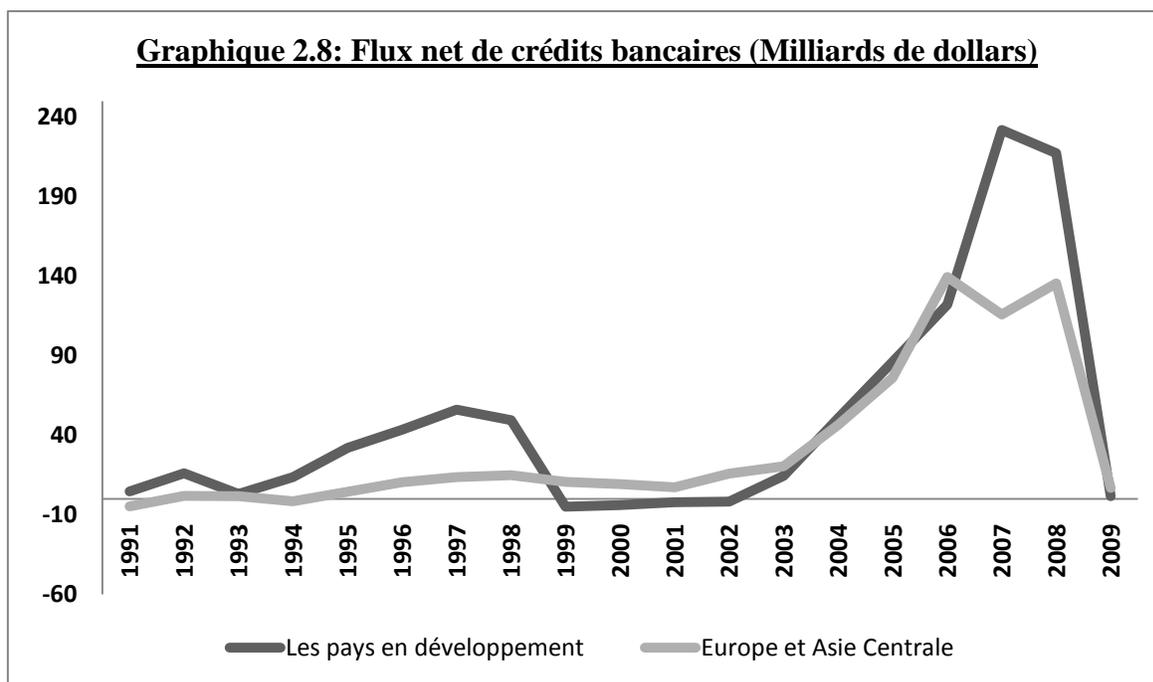
Geršl (2007) montre qu'il existe deux canaux à travers lesquels les banques internationales peuvent allouer des crédits à d'autres économies que les leurs : soit directement à travers les crédits internationaux, soit indirectement à travers l'entrée aux marchés locaux d'un pays d'accueil par création de filiale.

Les flux nets de crédits bancaires internationaux de long et moyen termes vers les pays en développement, ils ont connu une forte progression et ont commencé à prendre davantage d'importance. Ces flux ont atteint 231 milliards de dollars en 2007 contre 49,4 milliards de dollars en 1998, et ceci en passant par une période à flux nets négatifs entre 1999 et 2002 (les remboursements dépassaient les emprunts). Cette situation correspond à la période qui a suivi la crise asiatique de 1997 et qui a provoqué une baisse du crédit bancaire vers les pays en développement et spécialement vers les pays asiatiques. En 2008 les flux ont légèrement baissé à 217 milliards de dollars, mais les conséquences de la crise des *subprime* se sont manifestées en 2009 avec des flux nets qui ont atteint 1.6 milliards de dollars. La plus forte baisse suite à la crise concerne les flux nets de crédits bancaires, soit une baisse de 99% entre 2008 et 2009 (graphique 2.7).



Source : *Global Development Finance* (divers numéros)

Avant la crise, les pays d'Europe et d'Asie centrale attiraient une grande part de l'ensemble des flux de crédits bancaires étrangers adressés aux pays en développement. En effet, en 2008, cette région a attiré 135 milliards de dollars soit 62% de l'ensemble des flux adressés aux pays en développement. En 2009, la baisse des flux nets de crédits bancaires dans cette région était importante, elle était de l'ordre de 123% (graphique 2.8).



Source : Global Development Finance (divers numéros)

### III.3.1. Classification des crédits bancaires internationaux

Selon Smith et Walter (2003), il y a plusieurs façons de classer le prêt bancaire international aux firmes, aux gouvernements et aux différents autres types d'emprunteurs. L'auteur les classe en prêts directs et prêts indirects. Premièrement, une banque peut prêter directement à un client qui se trouve dans un autre pays. Ce genre de crédit qu'il soit direct ou syndiqué<sup>26</sup> peut prendre plusieurs formes. Il y a les « *revolving credit agreements* »: ce crédit permet aux clients d'emprunter durant une certaine période, à la demande et à hauteur d'un montant maximal prédéterminé. En contre partie, la banque reçoit une redevance qui va rémunérer sa disponibilité à prêter (même si finalement il n'y a pas de prêt). Il y a aussi les

<sup>26</sup> Un crédit syndiqué est un crédit accordé à une entreprise par plusieurs banques

« *committed facilities* » ou crédits garantis et les « *uncommitted facilities* ». Les « *committed facilities* » sont des crédits accordés à l'emprunteur si et seulement si ce dernier satisfait les conditions imposées par le prêteur et qui sont préalablement définies<sup>27</sup>. Dans le cas de « *uncommitted facilities* », la banque s'engage à prêter un certain montant qu'elle peut réduire ou augmenter en cas de changement des circonstances.

Deuxièmement, une banque peut prêter à un client à travers ses filiales et ses agences établies dans les pays étrangers en utilisant les dépôts collectés en monnaie locale ou l'emprunt sur le marché monétaire. La banque a donc une activité locale et elle est en concurrence directe avec les autres banques locales. Cette concurrence peut se baser sur le prix et la qualité. La banque étrangère peut se focaliser sur une niche de marché qui nécessite une certaine expertise. Les banques étrangères peuvent également chercher à prêter aux filiales des firmes multinationales compatriotes ; ou à financer les opérations commerciales internationales. Dans ce dernier cas, l'activité de prêt reste domestique, et la seule dimension internationale est le transfert du savoir faire et les relations avec les clients.

S'agissant de l'activité bancaire internationale, deux distinctions caractéristiques doivent être introduites selon Ruffini (1981) :

–la distinction entre opérations avec l'étranger et opérations à l'étranger : les premières sont réalisées par la banque à partir de son pays d'origine (à partir du siège social), les secondes sont réalisées à partir des filiales de la banque à l'étranger.

–la distinction entre opérations de clientèle et opérations interbancaires : les premières étant réalisées avec les agents du secteur non bancaire, et les secondes avec le secteur bancaire.

La majorité des prêts internationaux sont des prêts syndiqués. Le prêt est syndiqué quand plusieurs banques s'assemblent pour prêter à un seul client et ceci sous la direction d'une ou plusieurs banques. L'emprunteur a l'avantage de pouvoir emprunter une somme beaucoup plus importante que celle prêtée par une seule banque. Il emprunte généralement à un coût moins élevé et au près d'un prêteur plus efficient que dans le cas où il a recours à plusieurs

---

<sup>27</sup> <http://financial-dictionary.thefreedictionary.com/Committed+Facility>

prêteurs. Quant aux prêteurs, ils tirent avantage également de ce type d'activité : diversification de leurs portefeuilles, participation à un prêt qu'ils sont incapable d'assurer seuls, coopération avec des banques qui ont plus d'expérience et davantage d'information, réduction du risque de défaillance de l'emprunteur, une certaine protection accordée aux crédits syndiqués, etc. (Smith et Walter, 2003).

### ***III.3.2. Les déterminants du crédit bancaire international***

Il y a deux raisons majeures qui expliquent l'internationalisation des banques et leurs installations dans les pays en développement. La première raison est d'assurer la proximité avec les clients pour leur fournir les services dont ils ont besoin. La deuxième est la recherche des opportunités d'arbitrage et la diversification du risque.

#### **Clients**

Il y a plusieurs raisons qui étaient avancées pour expliquer l'internationalisation des banques. Canals (1997) évoque certaines de ces raisons. Selon l'auteur, les banques internationalisent leurs activités dans le but d'être capable d'offrir à leurs clients des services de qualités égales quelque soit le pays dans lequel ils opèrent. L'activité bancaire est l'une des activités où la proximité avec le client est assez importante. Cette première explication repose sur l'une des raisons de l'internationalisation dans l'industrie en général et qui est la proximité des clients. L'internationalisation peut être également une réaction à d'autres banques qui ont étendu leurs activités à l'étranger. Cette réaction est assez attendue surtout quand le nombre de concurrents sur le marché bancaire d'accueil est assez petit.

Pour Izraelewicz et Kessler (1981), la croissance de la *circulation des marchandises* est certainement associée à une augmentation de la circulation monétaire internationale qui nécessite l'existence d'un large réseau bancaire international. Les auteurs considèrent que *l'internationalisation du capital* est le facteur le plus déterminant du développement du système de crédit et particulièrement de la multinationalisation des banques.

L'expansion de l'activité peut être envisagée dans le but d'acquérir de nouveaux clients dans des marchés étrangers. Normalement, cette raison est valable quand les banques étrangères sont plus compétitives que les banques locales.

### **Arbitrage et diversification du risque**

La globalisation des marchés offre des opportunités d'arbitrage et permet d'accéder à des ressources aux coûts les plus bas dans n'importe quel marché et à n'importe quel moment. En même temps, grâce aux nouvelles technologies de l'information, ces fonds peuvent être investis dans les pays où les rendements sont les plus élevés. Il est évident que les banques internationales ont des capacités plus importantes leur permettant de réagir rapidement et efficacement. Dans ce cadre, Canals (1997) évoque le cas des banques japonaises durant les années 1980. Ces banques avaient un coût moins élevé que les banques des autres pays et elles ont profité de cette situation pour s'étendre en Europe et aux Etats-Unis. Dans ces pays, les rendements sont plus élevés. Finalement, investir dans différents pays et en différentes devises permet aux banques internationales de détenir des portefeuilles plus diversifiés qu'une banque locale.

Izraelewicz et Kessler (1981) confirment cette idée en évoquant l'internationalisation de la circulation du capital argent comme raison du développement du système de crédit international. L'implantation des banques dans les différentes places financières va leur permettre de réaliser les arbitrages les plus profitables.

La libéralisation de l'entrée des différents flux de capitaux était différente d'un pays à un autre. Il y a des pays qui ont privilégié certains types de flux que d'autres. D'autres pays ont procédé à une libéralisation totale des flux de capitaux. Dans ce cadre, nous présentons différentes expériences de libéralisation de flux de capitaux.

## **IV. Expériences de libéralisation des flux de capitaux**

### **IV.1. Echec de la libéralisation: Thaïlande et expériences similaires**

L'expérience de libéralisation des flux de la Thaïlande nous paraît intéressante à traiter. Avant la libéralisation, ce pays a réussi à surmonter ses difficultés macro-économiques et à

atteindre des niveaux de croissance exceptionnels. Avec l'intensification de la libéralisation, la croissance économique s'est dégradée et une crise s'est déclenchée. Dans la partie suivante, nous étalons l'évolution de l'expérience thaïlandaise. Nous présentons également des expériences similaires ; celle de la Malaisie, l'Indonésie et le Chili.

#### ***IV.1.1. La libéralisation financière en Thaïlande***

L'expérience thaïlandaise sera traitée en trois points: le premier concerne l'expérience thaïlandaise avant la libéralisation des flux de capitaux, le deuxième aborde la libéralisation des flux de capitaux et le troisième point traite les effets de cette libéralisation.

##### **Avant la libéralisation des flux de capitaux**

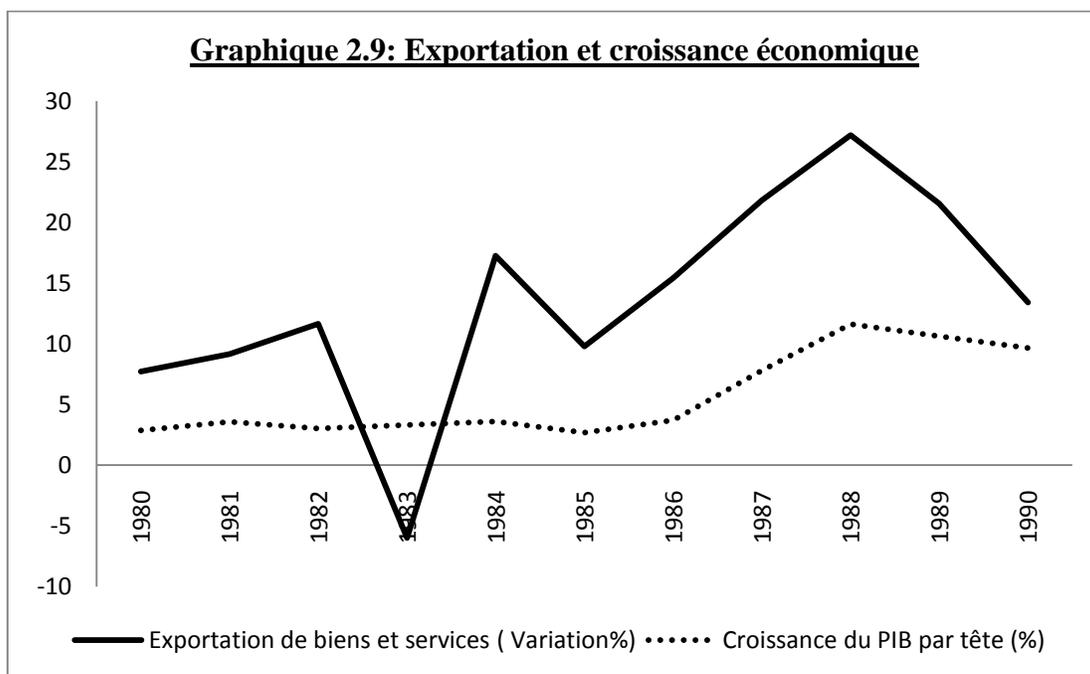
La libéralisation financière en Thaïlande a connu trois étapes importantes. D'abord le processus a été lancé vers la fin des années 1980 dans le but de trouver de nouvelles ressources financière pour le financement de l'économie Thaïlandaise. Ensuite, ce processus s'est intensifié d'une façon remarquable dès le début des années 1990. Enfin, suite à la crise financière qui s'est déclenchée en 1997 le pays a connu des problèmes d'instabilité économique. Etant donné cet enchaînement, une question se pose crucialement : est ce que la libéralisation financière a participé à l'émergence de la crise ? Si oui, comment la libéralisation financière et spécialement la libéralisation des entrées des capitaux a-t-elle contribué au déclenchement et à la propagation de la crise ?

Au début des années 1980, la Thaïlande a connu certains problèmes d'ordre macro-économique qui se sont manifestés par une appréciation du taux de change, des pertes au niveau des revenus fiscaux et par une baisse des exportations. Cette situation a engendré une stagnation au niveau de la croissance économique. A cette époque, les insuffisances du système financier, qui était basé principalement sur les banques commerciales et les sociétés de financement, n'ont pas permis la sortie de cette stagnation.

A partir de 1983, aux problèmes économiques réels en Thaïlande s'est ajoutée une crise financière. Cette dernière était associée à des taux d'intérêt élevés engendrant une hausse de l'épargne et du crédit domestique. Ce dernier est passé de 40,8% du PIB en 1980 à 59,5% du PIB en 1987. De surcroit, la mauvaise gestion du système bancaire et des sociétés de

financement ont exacerbé les problèmes suscités. En effet ces institutions étaient faiblement supervisées. Selon Alba et al. (1999), les institutions financières thaïlandaises profitaient du manque de contrôle pour entreprendre des activités de spéculation sur des investissements très risqués. Bien sûr cela a aboutit à une crise caractérisée par une série de faillite au niveau des sociétés de financement

Pour faire face à cette situation, un programme de stabilisation a été entrepris entre 1984 et 1987. Ce programme visait l'amélioration de la qualité des activités industrielles locales. Il s'insérait dans un modèle de développement spécifique dans lequel le rôle de régulation était attribué à l'Etat thaïlandais (Donadiou, 2003). Afin d'éviter les dérives économiques et financières des années passées, le nouveau modèle adopté devait encourager les secteurs industriels exportateurs<sup>28</sup>, assurer une orientation efficace du crédit et garantir la sélection des projets les plus rentables. La mise en place et l'application de ce modèle ont été réussies et le programme de stabilisation a atteint les objectifs désirés. Le succès de ce programme était visible notamment à travers l'augmentation des investissements, l'accroissement des exportations et l'amélioration de la croissance du PIB par tête atteignant même un niveau record de 11,6% en 1988 (graphique 2.9).



Source: Banque Mondiale, World Development Indicators

<sup>28</sup> A travers une dévaluation du Bath et l'élimination des taxes sur les exportations

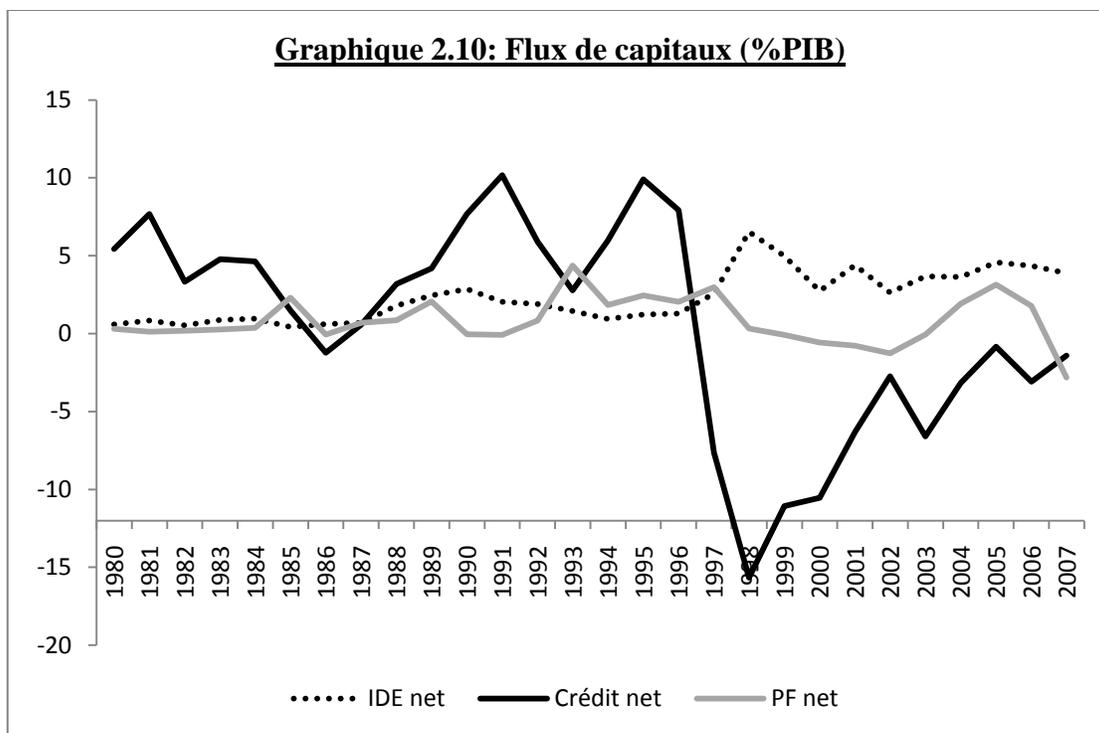
### La libéralisation des entrées de capitaux

La libéralisation des entrées de capitaux a commencé dès le milieu des années 1980 mais des restrictions au niveau du rapatriement des intérêts et des dividendes ont demeuré jusqu'au début des années 1990. Les IDE se sont renforcés avec l'amendement du "*Investment Promotion Act*"<sup>29</sup> en 1991. Ils sont passés de 0,7% du PIB en 1987 à 6,5% du PIB en 1998 malgré la crise qui a touché la Thaïlande en 1997. L'investissement de portefeuille était soutenu par la création d'un premier ADR (*American Depositary Receipt*) en 1991. En 1987, il représentait 0,7% du PIB alors qu'en 1993, il a atteint les 4% du PIB. L'activité bancaire internationale s'est intensifiée avec la création d'un centre financier offshore en 1993, "*Bangkok International Banking Facility*". Concernant les crédits bancaires étrangers, ils ont enregistré une forte augmentation jusqu'à l'avènement de la crise de 1997. En effet, les crédits bancaires étaient seulement de 0,5% du PIB en 1987 alors qu'ils s'élevaient à 7,9% du PIB en 1996. Après le déclenchement de la crise ce phénomène d'augmentation a été stoppé. Les flux de crédits bancaires sont même devenus négatifs. Cette situation est au fait que les remboursements de crédit dépassaient les nouveaux prêts.

Toutes les mesures de libéralisation entreprises pour assurer la libre circulation des capitaux ont permis d'attirer les capitaux étrangers. Il faut également évoquer le rôle joué par l'ancrage de la monnaie locale au dollar avec un contrôle de l'inflation ce qui a crédibilisé la politique de change du Thaïlande (graphique 2.10).

---

<sup>29</sup> Cette loi a été promulguée en 1977 et amendée à deux reprises : la première en 1991 et la deuxième en 2002.

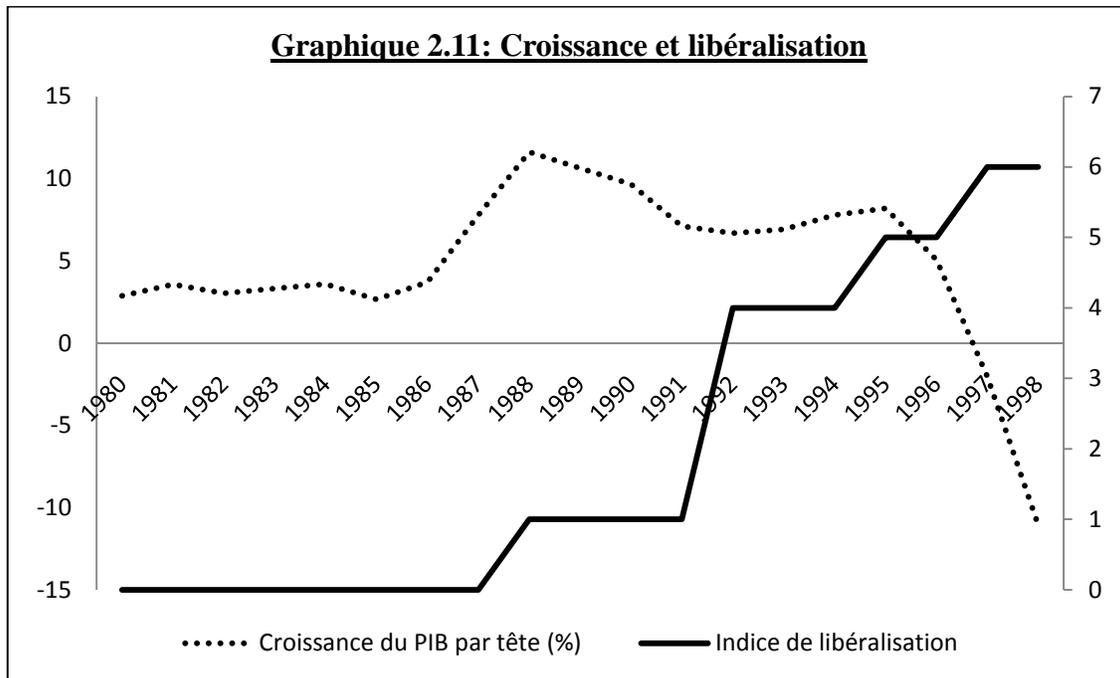


Source : CHELEM

### Les effets des entrées de capitaux

La libéralisation a eu lieu dans un environnement macro-économique stable avec une forte croissance. Selon l'école de la libéralisation et conformément aux effets positifs des flux de capitaux sur la croissance que nous abordons ultérieurement, cela devait accélérer la croissance économique. Or cela n'a pas été le cas. Bien au contraire, l'indice de libéralisation semble évoluer dans le sens opposé à celui de la croissance économique comme le montre très bien le graphique 2.11. Après le pic de 1988, le taux de croissance économique a commencé à baisser jusqu'à devenir négatif à partir de 1997. En fait, la croissance s'est dégradée avec l'intensification de la libéralisation financière. Ce résultat est expliqué par l'impact qu'a eu la libéralisation au niveau micro-économique et macro-économique. La libéralisation financière et la libéralisation des entrées de capitaux en particulier ont renforcé la vulnérabilité de la Thaïlande. En effet, au niveau microéconomique, l'entrée massive de capitaux a engendré une amplification rapide des crédits et par conséquent une bulle au niveau des prix. Au niveau macroéconomique, l'augmentation de l'exposition aux actifs étrangers et de la dépendance vis-à-vis des investisseurs étrangers a engendré un accroissement important de la vulnérabilité

de l'économie vis-à-vis des changements au sein des flux de capitaux et face aux différents chocs économiques et financiers externes.



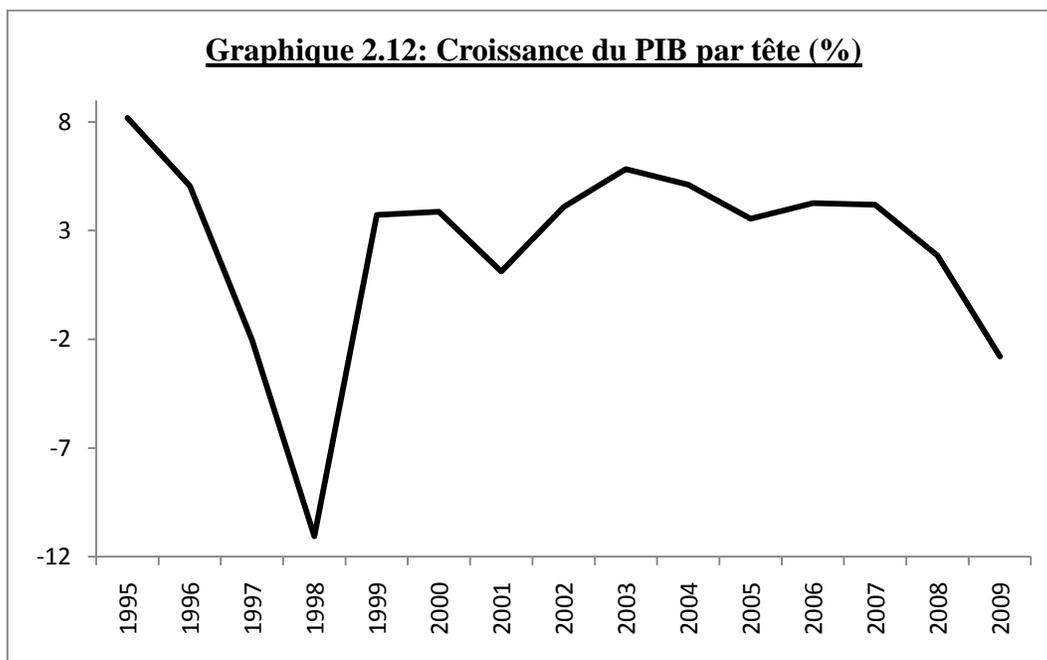
Source: Banque Mondiale (World Development Indicators) et Laeven (2000)

Note: L'axe de droite est relatif à l'indice de libéralisation financière et l'axe de gauche est relatif à la croissance. L'indice de libéralisation reflète le degré de libéralisation financière dans un pays. Il indique le nombre de mesures qui a été établi. L'indice varie de 0 à 6. Le nombre 6 indique le niveau le plus élevé de libéralisation.

L'augmentation de la vulnérabilité de l'économie thaïlandaise s'explique par la modification du comportement des agents et de l'Etat après la libéralisation. En effet, avant la libéralisation financière, l'Etat thaïlandais était responsable de l'orientation des faibles fonds disponibles. Les investisseurs étaient obligés de présenter des projets conformes aux objectifs de l'Etat. Cependant, suite à la libéralisation, ces restrictions ont été levées. Les investisseurs n'étaient plus limités dans leurs choix d'investissements et n'étaient plus obligés de céder aux exigences de l'Etat. Les emprunteurs choisissaient les investissements qui offraient les rendements les plus élevés. Comme ces projets étaient les plus risqués, les créances douteuses avaient augmenté. Cela a été naturellement suivi par des mouvements spéculatifs.

L'économie thaïlandaise s'est fragilisée par l'entrée des capitaux étrangers et le manque de réglementation prudentielle ce qui a favorisé le déclenchement de la crise en 1997. La crise

s'est déclenchée suite à la décision du gouvernement d'abandonner l'ancrage du bath au dollar. Cette décision a provoqué un mouvement de panique chez les investisseurs étrangers. Les fonds étant spéculatifs et volatiles, sont fragiles face à l'incertitude. En conséquence, plusieurs investisseurs ont décidé de fuir le pays et par la suite toute la région. Comme l'économie thaïlandaise était très dépendante des capitaux étrangers, elle s'était retrouvée dépourvu d'un moteur essentiel. Les effets de la crise étaient immédiats. En effet, la croissance du PIB par tête en 1998 a atteint un niveau historiquement bas de -11,1% alors que dix année auparavant le pays enregistrait un taux de croissance de 11,6% (1988). Depuis cette date jusqu'en 2009, la Thaïlande n'a jamais retrouvé ses taux de croissance d'avant crise (graphique 2.12).



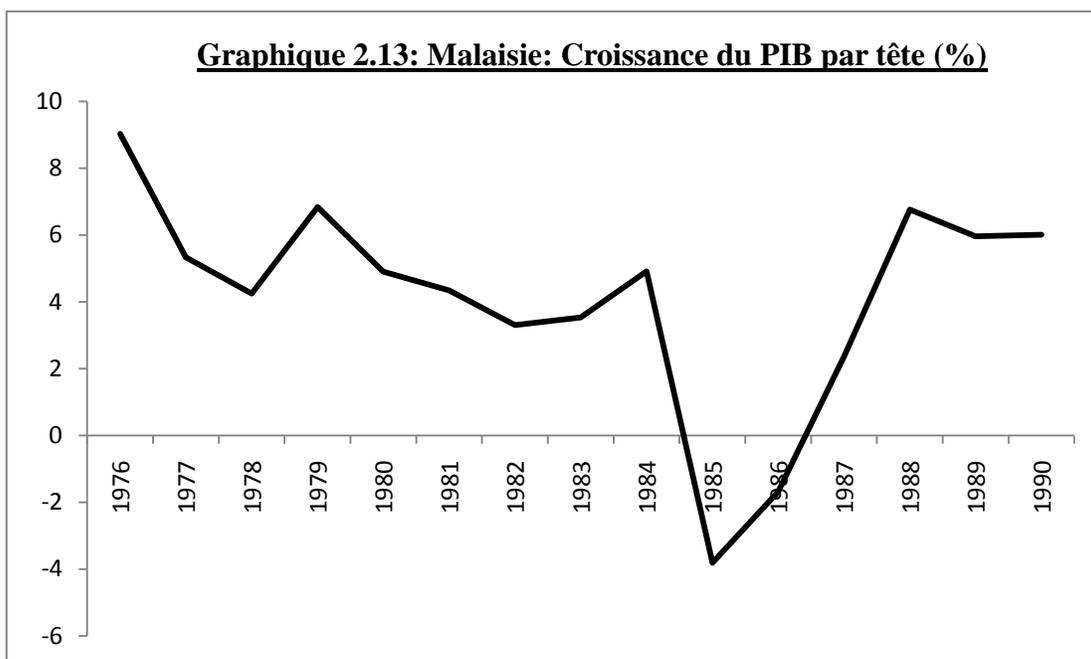
*Source: Banque Mondiale, World Development Indicators*

Pour résumer le cas de la Thaïlande, nous pouvons dire que ce pays a connu deux phases. La première phase a pris fin en 1995. Elle se caractérisait par une forte croissance et une parfaite maîtrise de l'inflation. Le taux d'investissement était important et l'épargne également. Avec l'intensification de la libéralisation et le renforcement de la présence des investisseurs étrangers sur le marché thaïlandais, la situation s'est largement dégradée et essentiellement après le déclenchement de la crise. L'ouverture des marchés aux investisseurs étrangers était fatale pour la Thaïlande.

#### ***IV.1.2. Autres expériences similaires : Malaisie, l'Indonésie et Chili***

Le cas de la Thaïlande n'est pas un cas isolé. Les cas des processus de libéralisation financière en Malaisie, en Indonésie et en Chili sont tout aussi révélateurs.

D'abord, la Malaisie a connu une chute de sa croissance suite à la libéralisation des mouvements de capitaux en 1978 (graphique 2.13). La croissance n'a réellement repris qu'à partir de 1987 et ce grâce aux investissements directs étrangers. Ces derniers sont passés de 1% du PIB en 1987 à 8% du PIB en 1991. Egalement, c'est grâce à un plan gouvernemental de sauvetage des entreprises et des institutions financières en difficulté en 1986 que la Malaisie a réussi à reprendre le chemin de la croissance économique

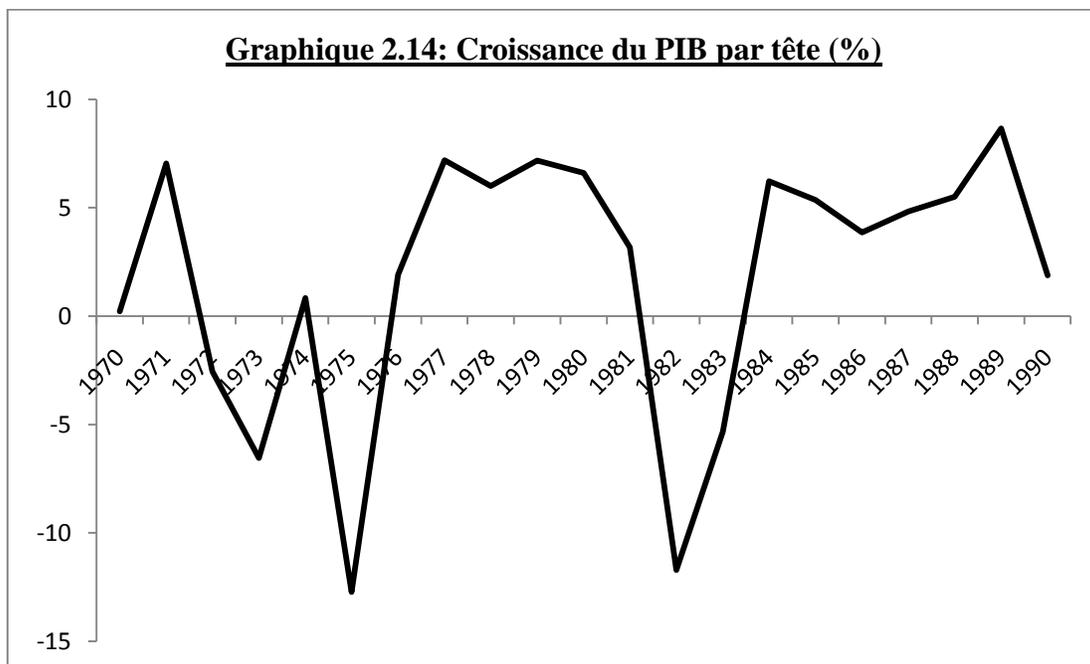


*Source: Banque Mondiale, World Development Indicators*

Ensuite, l'Indonésie avait adopté une libéralisation financière externe avant même de finir sa libéralisation interne et la restructuration de son système financier. Ce pays n'a pas suivi l'ordre optimal recommandé par certains auteurs et que nous avons déjà présenté. Depuis 1974, les investisseurs étrangers avaient accès au marché domestique dans le cadre du "*Foreign Investment Law*". Cependant, le pays n'a pas été épargné par la crise asiatique de 1997. Suite à la fuite des capitaux étrangers, l'Indonésie a enregistré une récession avec une croissance du PIB par tête qui a baissé jusqu'au niveau de -14,3% après un taux annuel moyen

de 7% entre 1990 et 1997. Afin de sortir de cette récession, l'une des mesures prises par les autorités était la restriction visant les mouvements de capitaux et spécialement les transactions financières. Cela avait pour objectif d'assurer une certaine stabilité au niveau des sorties de capitaux. Depuis, la Banque Centrale indonésienne a adopté des mesures de contrôles prudentiels quand c'était nécessaire afin de garantir la stabilité du système financier. Parmi ces mesures, nous pouvons citer celle prise en juin 2010. La Banque Centrale a imposé aux investisseurs étrangers de garder les titres obligataires publics acquis au minimum un mois (NATIXIS, 2010).

Enfin, les mêmes constatations étaient faites au Chili. Le processus de libéralisation financière dans ce pays a commencé dès le milieu des années 1970. Les restrictions sur les entrées de capitaux étaient totalement levées en 1980. Deux ans après, une crise s'est déclenchée amenant le taux de la croissance du PIB par tête à baisser jusqu'au niveau de -11,7%. En 1982, des contrôles sur les capitaux se sont réimposés et le contrôle des activités spéculatives s'est intensifié. Ces mesures ont permis une reprise de l'activité et de la croissance économique (graphique 2.14).



Source: Banque Mondiale, World Development Indicators

Les différentes expériences exposées dans cette partie nous montrent que la libéralisation des flux de capitaux peut amener à une détérioration de la croissance et une augmentation de la vulnérabilité de l'économie aux chocs externes. Les expériences de libéralisation présentées étaient relativement rapides et n'ont pas forcément suivi l'ordre optimal conseillé.

## **IV.2. Libéralisation contrôlée: Chine et expériences similaires**

### ***IV.2.1. Libéralisation financière et croissance économique en Chine :***

La politique de libéralisation financière externe adoptée en Chine a suivi un modèle très particulier. En effet, elle a encouragé les investissements directs tout en les orientant. Simultanément, elle a fortement contrôlé les autres types de flux de capitaux. Ce choix s'enregistre dans le cadre de son modèle de croissance par les exportations. C'est grâce à ce modèle que les exportations des entreprises à participation étrangère atteignaient 88,6 milliards de dollars, soit 45% du total des exportations du pays en 2000. Ce chiffre n'était que de 8 millions de dollars en 1980, soit 0,05% des exportations chinoises (OCDE, 2002). En 2010, les exportations des firmes étrangères représentaient plus que la moitié du total des exportations.

Dans ce qui suit, nous exposons les différentes mesures prises par la Chine pour attirer les IDE dans un premier temps et les orienter dans un deuxième temps. Nous présentons la politique des autorités chinoises relative aux autres types de flux.

### **Comment la Chine a-t-elle attiré les IDE ?**

La Chine a instauré un ensemble de mesures pour attirer les IDE et les canaliser vers certains secteurs de façon à servir sa stratégie de développement. Depuis 1979, la Chine avait encouragé les investissements directs par la création de zones économique spéciales en accordant aux investisseurs étrangers des régimes fiscaux et douaniers privilégiés.

En 1979, quatre zones économiques spéciales<sup>30</sup> ont vu le jour dans les provinces côtières du Guangdong et du Fujian dans le sud de la Chine dans le but de stimuler l'investissement

---

<sup>30</sup> Aujourd'hui, la Chine dispose de 5 zones économiques spéciales. Les zones spéciales sont Shenzhen, Zhuhai, Shantou, Xiamen et l'île de Hainan (à partir de 1988).

étranger. Les zones spéciales ont œuvré à la construction des infrastructures nécessaires et à l'aménagement d'un environnement favorable à l'investissement. Les investisseurs étrangers dans ces zones étaient soumis à un régime juridique spécifique. Dans le cadre de ce régime, le principal avantage offert aux investisseurs étrangers était un taux d'imposition sur les bénéfices s'élevant à 15% au lieu de 33% (taux appliqué aux sociétés dans le reste du pays). Le fait de s'implanter dans les zones économiques spéciales avait plusieurs autres avantages :

- les produits importés et exportés n'étaient pas en général soumis aux droits de douanes ;
- les bénéfices et les différents revenus des sociétés étrangères pouvaient être transférés à l'étranger par l'intermédiaire de la Banque de Chine ;
- les terrains étaient disponibles à des prix de location attractifs et avec des baux qui peuvent atteindre 25 ans et plus (Roy, 1983), etc.

En 1984, les autorités chinoises ont créé des zones de développement économique et technologique dans les villes côtières. Ces zones sont des espaces délimités avec des installations de base et des aménagements conformes aux normes internationales. Elles fournissent un environnement propice à la création d'entreprises dans le secteur des hautes technologies. Selon Ke Ma (2004), le but de l'installation des zones de développement était double. Premièrement, cela permettait de favoriser l'introduction de la technologie et des méthodes de gestion avancées. Deuxièmement, cela stimulait la coopération économique et technologique internationale. Dans ces zones, les investissements étrangers accompagnés d'avancées scientifiques et technologiques disposent de plusieurs privilèges comme l'exonération de certaines taxes telle que la taxe sur la valeur ajoutée. Les zones de développement économique et technologique ont atteint le nombre de 88 en 2010.

Vers le milieu des années 1990, les autorités chinoises ont promulgué des textes<sup>31</sup> afin de classer les IDE en différentes catégories. Ces textes visaient une meilleure canalisation et orientation des IDE. Quatre types d'IDE étaient alors distingués: les IDE encouragés, les IDE permis, les IDE restreints et les IDE interdits. D'un côté, les IDE encouragés étaient les projets faisant appel à des technologies de pointe. Le but était d'améliorer les produits, de

---

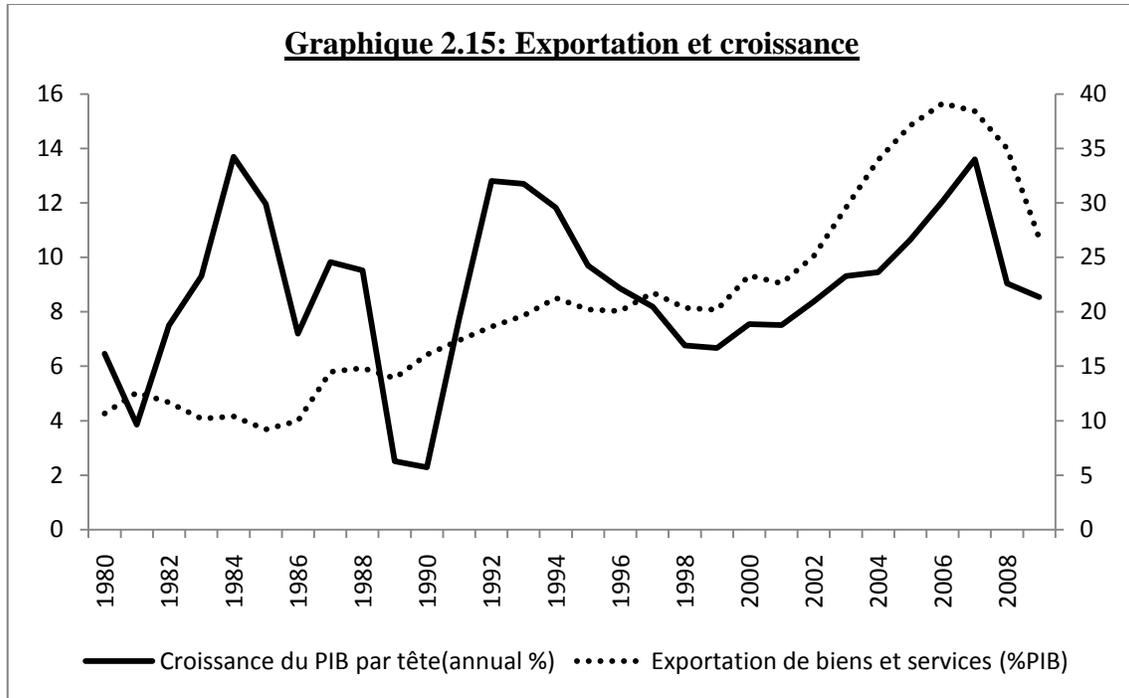
<sup>31</sup> Sous forme de clauses provisoires pour l'orientation de l'investissement étrangers et une liste d'orientation sectorielle à l'intention des investisseurs étrangers.

moderniser les procédés de production, d'améliorer l'utilisation des ressources et de l'énergie et de stimuler une gestion efficace des entreprises. D'un autre côté, les projets interdits étaient les projets qui nuisent à la santé, à l'environnement et aux ressources naturelles (OCDE, 2002).

Par cette répartition, la Chine entendait encourager une meilleure répartition géographique des flux et accroître l'investissement direct étranger dans des secteurs cibles comme l'agriculture, l'infrastructure, la haute technologie et surtout les industries d'exportation (OCDE, 2002). En parallèle, les autorités chinoises veillaient à la protection du marché local. Dans ce sens, certaines dispositions réglementaires ont été prises. A titre d'exemple, la commercialisation des produits des entreprises étrangères sur le marché intérieur nécessite un agrément des autorités chinoises. Elle est limitée aux produits qui se substituent aux importations et qui ne concurrencent pas les produits chinois. Par ces mesures, la Chine protégeait ses entreprises locales de la concurrence étrangère. C'est seulement au début des années 1990 que les sociétés à capital étranger ont obtenu le droit de commercialiser 30% de leur production sur le marché chinois (Lemoine, 1996).

En plus des dispositions prises par le gouvernement chinois, la forte compétitivité est expliquée par le maintien d'un taux de change du yuan relativement bas. Elle tient également au faible niveau des salaires et à l'abondance de la main d'œuvre (Bouveret et al. 2006). Ces conditions, ajoutées aux différents avantages fiscaux, permettent aux entreprises étrangères de produire et exporter dans les meilleures conditions.

Les différentes mesures mise en place par les autorités chinoises ont atteint l'objectif requis : stimulation des exportations, diversification des produits exportés et accélération de la croissance. Les exportations représentaient en moyenne 5% du PIB durant les années 1970, 11,7% du PIB durant les années 1980, 20% durant les années 1990 et 31% pendant les années 2000. Un niveau record était atteint en 2007 avec des exportations qui représentaient 37% du PIB et un niveau de croissance du PIB par tête de 13% (graphique 2.15).



Source: Banque Mondiale, World Development Indicators

Note: l'axe de droite est relatif à l'exportation et celui de gauche à la croissance

La composition des exportations a également connu une importante évolution (tableau 2.3). Jusqu'au début des années 1990, les exportations chinoises étaient concentrées dans le secteur agroalimentaire et celui du textile. Ensuite, la part des exportations des produits agroalimentaires a baissé au profit des produits électroniques. En 2009, ces produits représentaient 31,59% de l'ensemble des exportations chinoises. Les produits électroniques englobaient essentiellement du matériel de télécommunication (30%) et du matériel informatique (38,5%).

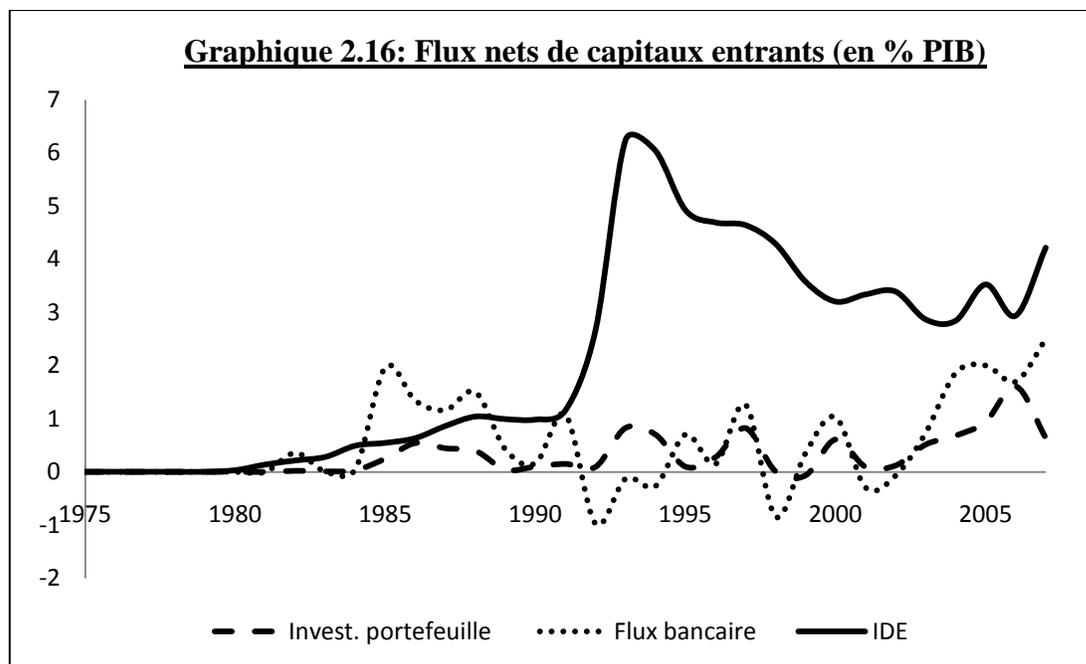
**Tableau 2.3 : Evolution de la composition des exportations chinoises**

Secteurs	(%)				
	1970	1980	1990	2000	2009
Energétique	0,83	<b>28,20</b>	10,17	2,74	1,44
Agroalimentaire	<b>51,65</b>	<b>22,94</b>	<b>12,72</b>	5,60	2,71
Textile	<b>19,95</b>	<b>21,82</b>	<b>35,14</b>	<b>26,00</b>	<b>17,67</b>
Bois papiers	4,93	4,62	10,47	12,78	9,72
Chimique	9,63	9,81	8,21	8,28	8,94
Sidérurgique	0,75	1,29	2,13	1,46	2,21
Non ferreux	2,62	1,90	1,45	1,13	0,81
Mécanique	2,34	3,03	4,46	6,37	11,11
Véhicules	0,38	0,58	0,67	1,59	2,11
Electrique	0,96	1,33	4,40	11,27	10,04
Electronique	0,47	1,01	8,50	<b>21,28</b>	<b>31,59</b>
Autres	5,49	3,47	1,67	1,48	1,63

Source: CHELEM

### Autres flux

La Chine a misé sur les investissements directs étrangers qu'elle a guidés pour suivre la politique générale de développement du pays. Cependant, les autres types de flux étrangers n'ont pas connu le même intérêt qu'a porté l'Etat chinois aux IDE (graphique 2.16). En effet, le montant des investissements de portefeuille n'a jamais dépassé les 2% du PIB. Celui des prêts bancaires n'a jamais dépassé les 2,5% du PIB. L'Etat chinois a gardé des contrôles restrictifs sur ces flux de capitaux. Le but de ces restrictions était la protection de l'économie chinoise des capitaux spéculatifs ayant tendance à fragiliser l'économie et à accroître sa vulnérabilité aux chocs externes.



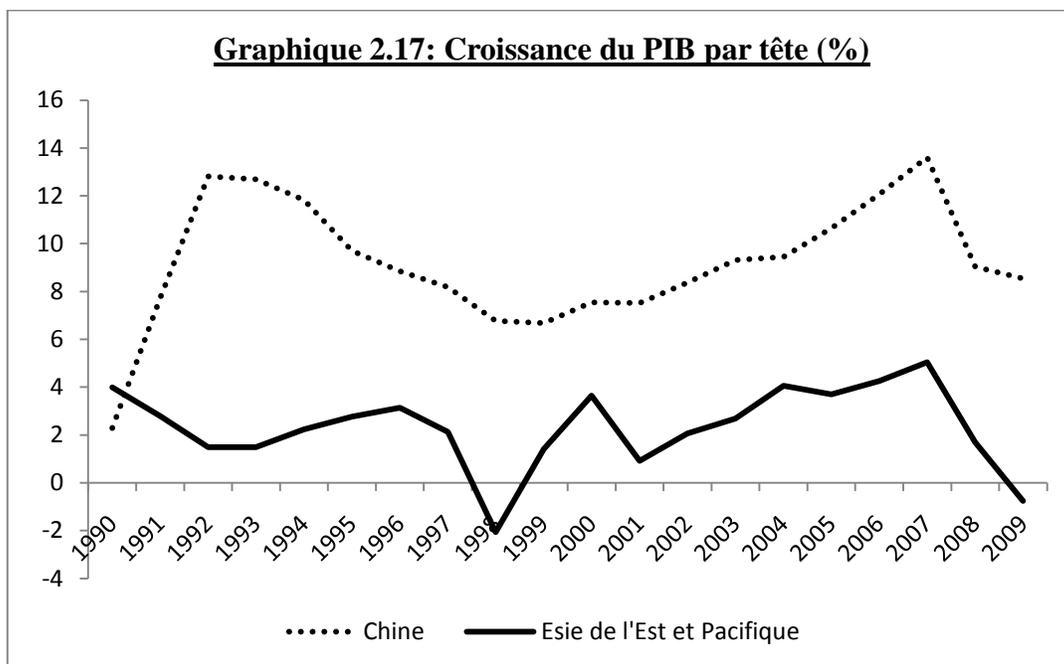
Source : CHELEM

Pour Leung (1997), l'entrée des banques étrangères en Chine était largement motivée par la nécessité d'accompagner leurs clients qui investissent en Chine ou qui traitent avec des partenaires chinois dans le cadre d'opérations d'achat ou de vente de marchandises. À partir de 1985, les banques étrangères ont acquis le droit de se livrer à des transactions en devises étrangères dans des zones économiques spéciales. Depuis cette autorisation, il y a eu des flux bancaires étrangers stables entrant en Chine. À la fin de 1999, il y avait un total de 74 banques étrangères avec 161 agences réparties sur 23 villes du pays.

Concernant les investissements de portefeuille, c'est uniquement en 1992 que la Chine a permis à quelques compagnies d'émettre un type spécial d'actions. Ce sont les actions de type B, destinées exclusivement aux investisseurs étrangers. Il existe deux marchés où s'échangent les actions de type B : la bourse de Shanghai où les actions de ce type sont cotées en dollar américain et la bourse de Shenzhen où ces actions sont cotées en dollar de Hong Kong. Le nombre de compagnies qui ont émis des actions de types B sont passées de 14 en 1992 à 101 en 1997. Le marché des actions de type B est moins liquide et moins actif que le marché des actions de type A (Chen et al., 2001). Les actions de type A sont les actions réservées aux résidents chinois et libellées en monnaie locale. C'est seulement en 2003 que les investisseurs étrangers ont eu l'accès au marché chinois des actions A. Selon Zhang et Zhao (2004), le but

de cette libéralisation est d'attirer les investisseurs étrangers pour développer le marché boursier chinois ; mais tout en gardant un contrôle rapproché sur les opérations relatives à l'investissement de portefeuille.

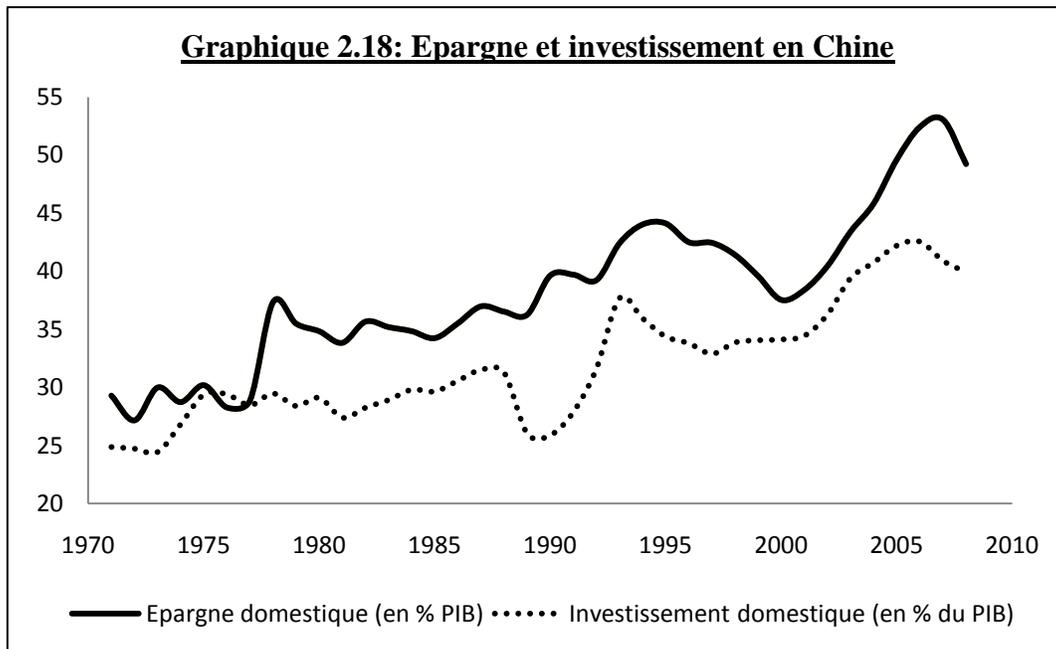
En résumé, la Chine a opté pour une libéralisation des entrées de capitaux qui va avec ses objectifs de développement. Elle a encouragé les investissements directs étrangers et spécialement ceux axés sur l'exportation. L'entrée des autres types de flux est encore soumise à des restrictions. Cette politique ciblée a donné de très bons résultats. La résistance de l'économie chinoise à la crise asiatique en est la parfaite illustration. En effet, suite à cette crise, la croissance de la Chine a connu une baisse du taux de croissance de seulement 1,5 point entre 1997 et 1998 et ce contrairement à l'ensemble des pays de la région qui ont connu une baisse d'environ 4 points. Cette baisse a ramené la croissance à un taux négatif en 1998. (graphique 2.17).



Source : Banque Mondiale, World Development Indicators

La Chine a également été épargnée de la contagion de la crise des *subprime* étant donné l'exposition très limitée du secteur financier aux titres toxiques. Cependant, la Chine a été touchée par la transmission de la crise des *subprime* de la sphère financière à la sphère réelle. La récession mondiale qui a suivie la crise et la contraction du commercial international a

négativement affecté les exportations chinoises et par conséquent la croissance économique du pays (Yueh, 2010). Ceci a amené la Chine à reconsidérer le rôle de la demande intérieure au lieu de compter exclusivement sur les exportations. En effet, la demande intérieure était étroite vu l'importance de l'épargne chinoise. Le taux d'épargne par rapport au PIB était en moyenne de 42,7% sur les vingt dernières années (graphique 2.18).



*Source : Banque Mondiale, World Development Indicators*

La libéralisation des entrées de capitaux en Chine a été largement contrôlée et orientée par les autorités. Un

Cette libéralisation restrictive a porté ses fruits au niveau de la croissance économique. C'était le cas pour d'autres pays comme l'Inde, Taiwan et la Corée de Sud. Dans ce qui suit, nous présentons brièvement les expériences des trois pays mentionnés.

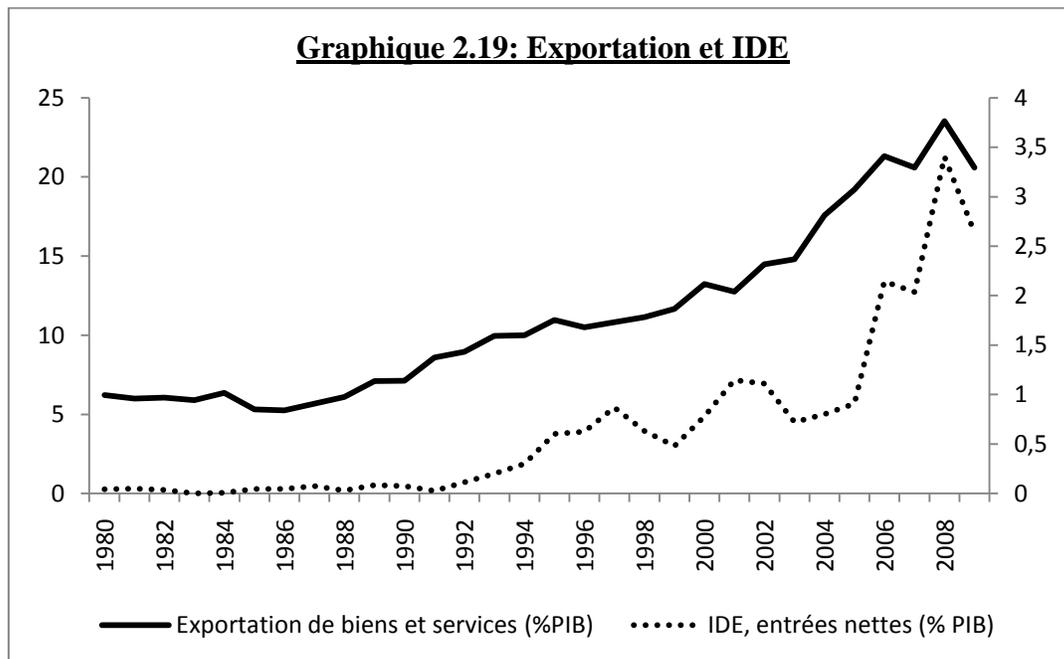
#### ***IV.2.2. L'expérience de l'Inde en matière de libéralisation des flux de capitaux***

L'Inde a eu une expérience similaire à celle de la Chine en matière de libéralisation des flux de capitaux. Dès le début des années 1990, l'Inde a encouragé l'entrée des investissements directs étrangers et spécialement les investissements dans les secteurs

exportateurs et les secteurs industriels prioritaires. Pour ce, des mesures d'incitation fiscales à l'exportation ont été prises.

Cependant, certains secteurs stratégiques ont été protégés de la concurrence étrangère jusqu'à récemment. La libéralisation de ces secteurs a fait le sujet de certaines restrictions. A ce titre, le secteur de raffinage pétrolier est un très bon exemple. Dans ce secteur, la participation étrangère a été autorisée à partir de l'année 2004 ; sans avoir le droit de dépasser la limite de 26% de l'ensemble de l'investissement. Pour le secteur de télécommunications, la limite de participation s'est élevée à 49% du capital total.

La stratégie d'attractivité des IDE en Inde a permis l'augmentation des exportations comme le démontre le graphique 2.19. Elle a également permis l'évolution de la composition des exportations. Ces derniers étaient dominés par les exportations des produits agroalimentaires et du textile. Par la suite, d'autres secteurs ont pris de l'importance comme le secteur énergétique et le secteur chimique (tableau 2.4).



Source: Banque Mondiale, World Development Indicators

Note : l'axe de droite est relatif à l'IDE et celui de gauche à l'exportation.

**Tableau 2.4 : Evolution de la composition des exportations indiennes**  
(%)

<b>Secteurs</b>	<b>1970</b>	<b>1980</b>	<b>1990</b>	<b>2000</b>	<b>2009</b>
Energétique	1,16	1,20	5,70	5,97	<b>12,21</b>
Agroalimentaire	<b>33,57</b>	<b>29,46</b>	<b>20,15</b>	13,30	9,38
Textile	<b>29,45</b>	<b>31,40</b>	<b>32,04</b>	<b>29,15</b>	<b>14,49</b>
Bois papiers	1,06	1,27	0,89	1,92	1,46
Chimique	3,80	5,75	9,43	13,66	<b>14,60</b>
Sidérurgique	14,71	6,49	4,67	4,69	7,61
Non ferreux	2,38	0,96	1,27	1,60	2,42
Mécanique	3,03	6,68	5,71	6,12	6,78
Véhicules	1,20	2,58	1,65	1,84	3,08
Electrique	0,94	1,74	1,34	2,22	2,79
Electronique	0,45	0,70	1,69	2,08	3,73
Autres	8,25	11,77	15,47	<b>17,45</b>	<b>21,45</b>

Source : CHELEM

Note : Les autres secteurs concernent essentiellement les bijoux (pierres précieuses, bijouterie et objet d'arts) et les différents produits non ventilés.

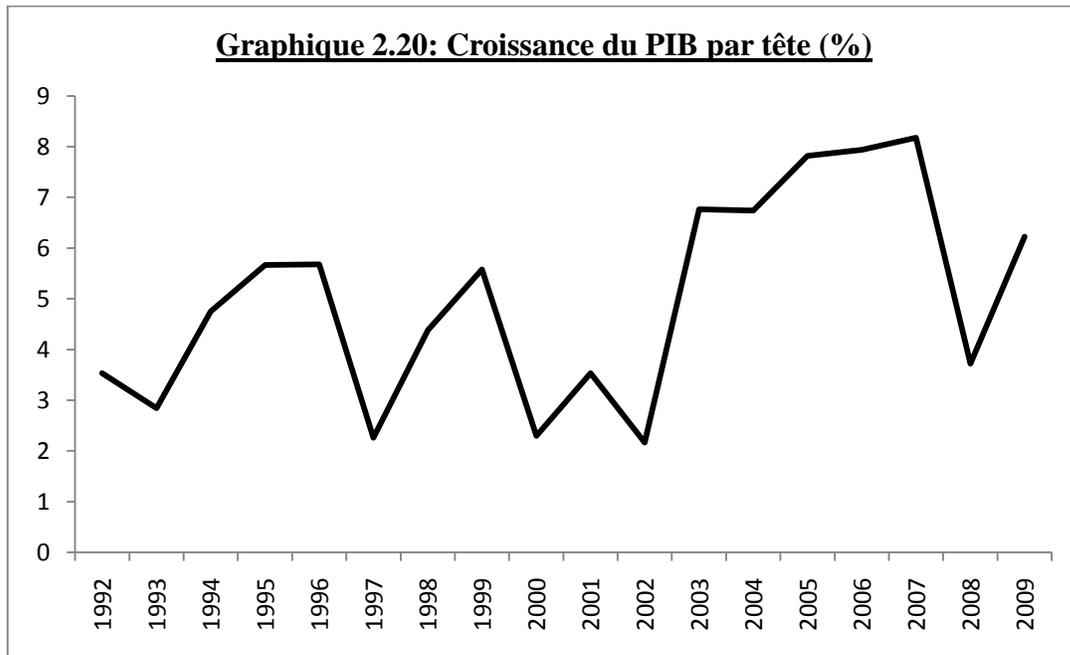
La compétitivité de l'Inde est expliquée par trois éléments essentiellement en plus de la dévaluation de la roupie indienne (Cavalier, 2006). Le premier élément est la diversification des produits proposés avec une spécialisation dans les secteurs les plus dynamiques de la demande mondiale comme le secteur des produits pétroliers, le secteur de chimie organique ou d'équipements électriques. Le deuxième élément réside dans la restructuration interne des entreprises industrielles permettant l'amélioration de la qualité et de l'image des produits ainsi que leur contenu en innovation. Le troisième élément est l'orientation des exportations indiennes vers les zones géographiques à forte croissance comme les pays de l'OPEP<sup>32</sup> et les pays d'Asie émergente<sup>33</sup>.

Le marché boursier local est resté largement dominé par les investisseurs locaux qui opèrent dans un cadre institutionnel développé. La protection du marché domestique des

<sup>32</sup> L'Organisation des pays exportateurs de pétrole

<sup>33</sup> L'Asie émergente inclut essentiellement l'Inde, la Chine, la Malaisie, la Thaïlande et les Philippines.

investissements volatils est pleinement assurée. Cette structure des flux étrangers a permis à l'Inde de faire face aux différentes crises notamment la crise asiatique. L'Inde a été relativement épargnée par cette crise ce qui lui a permis de garder d'abord des taux de croissance positif et d'assurer ensuite une reprise rapide (graphique 2.20).



*Source: Banque Mondiale, World Development Indicators*

#### ***IV.2.3. La Corée du Sud et Taiwan***

La libéralisation financière dans ces deux pays était tardive et progressive privilégiant la libéralisation financière interne. Taiwan a instauré en 1982 une politique de libéralisation en trois phases. La première phase permettait l'investissement étranger indirect à travers des fonds établis en Chine. La seconde phase autorisait l'investissement direct par des investisseurs étrangers internationaux. La troisième phase permettait l'entrée de tous flux de capitaux sans restrictions.

En Corée du Sud, l'investissement étranger était toléré mais avec certaines restrictions. Les IDE ne doivent pas concurrencer l'investissement domestique, farouchement protégé par l'Etat. Ainsi, le marché interne était protégé. L'acquisition de la technologie était assurée à

travers la procuration de licences plutôt que par l'investissement direct étranger (Lim et Pang, 1991).

Le modèle de développement des deux pays a exclu les capitaux étrangers du processus pour inclure les exportations et le développement de l'industrie lourde. Cette stratégie a permis à Taiwan et à la Corée de Sud de s'industrialiser grâce à leurs fonds nationaux et leurs marchés internes. Ainsi ces deux pays ont réussi à atteindre des niveaux de croissance exceptionnels et à passer au rang des pays développés.

Les différentes expériences présentées se caractérisent par une politique de libéralisation des flux de capitaux particulière. En effet, les différents pays évoqués n'ont pas suivi les recommandations des organisations internationales qui ont encouragé les pays en développement à procéder directement à une libéralisation totale et complète. Ces pays ont choisi de favoriser l'investissement direct étranger au détriment des autres flux. Cependant, certaines restrictions ont demeuré sur les investissements directs dans le but de protéger les marchés domestiques et choisir les investissements qui vont avec la politique de développement interne du pays. Cette protection n'a pas empêché les pays étudiés de réaliser une croissance économique importante et exceptionnelle dans certains cas.

## **Conclusion**

**L**a libéralisation financière, défendue par McKinnon et Shaw, consiste en un long processus qui doit être entrepris d'une façon progressive et selon un ordre optimal. Ce processus doit commencer par le développement du système financier domestique et il doit se terminer généralement par la suppression des barrières de circulation des capitaux. Cette dernière étape permettra aux économies en développement d'intégrer l'économie mondiale ; mais également d'être plus vulnérables aux crises économiques et aux changements que peuvent subir les autres économies.

Le mouvement des flux de capitaux privés vers les pays en développement était rythmé par les différentes crises. Ces flux ont connu une succession de périodes d'augmentation et de

périodes de baisse séparées par le déclenchement de crises. Les trois crises majeures qui ont marqué l'évolution des flux de capitaux sont la crise de la dette de 1982, la crise asiatique de 1997 et la crise des *subprime* de 2007. La réaction des différents types de capitaux aux crises est différente. Les IDE sont les flux les plus stables. Ils subissent le moins les effets des crises ; ceci s'explique par le fait que les IDE se distinguent par le caractère durable des transactions qu'ils engendrent. Au contraire, les investissements de portefeuille qui se caractérisent par leur aspect spéculatif et par la facilité de leur retrait sont les premiers capitaux à "fuir" un pays en cas de crise.

Les effets de la libéralisation des entrées de capitaux étaient différents d'un pays à un autre étant donné la différence de la politique suivie. Dans le cas de la Thaïlande, l'intensification de la libéralisation et la présence massive d'investisseurs étrangers a augmenté la vulnérabilité de l'économie thaïlandaise et a favorisé le déclenchement de la crise en 1997. Au contraire, des pays comme la Chine et la Corée du Sud ont adopté une politique de libéralisation restrictive qui a permis de contrôler les entrées de capitaux et orienter les flux entrants. Cette politique a stimulé le développement économique dans ces pays.

La fluctuation des flux de capitaux vers les pays en développement fait que leur impact sur la croissance est mitigée. Il n'est pas que positif comme le stipulent les partisans de la libéralisation. La question qui se pose alors à ce niveau est: Comment les flux de capitaux affectent la croissance économique ? Quels sont les différents canaux à travers lesquels les flux de capitaux affectent la croissance économique aussi bien positivement que négativement ? Quels sont les canaux spécifiques à chaque type de flux ? Nous essaierons de répondre à ces questions dans le chapitre suivant.

## **Chapitre 3:**

# **Effet des entrées de capitaux sur la croissance économique : canaux de transmission**

## Introduction

**D**epuis le début du vingtième siècle, la littérature économique s'est intéressée à la relation entre le système financier et la croissance économique. Pour Schumpeter (1911), le système financier favorise la croissance économique à travers son action positive et stimulatrice sur l'innovation technologique. De même, cette relation peut être assurée à travers la mobilisation de l'épargne contribuant ainsi à l'accumulation du capital. En effet, le système financier permet la rencontre des agents à capacité de financement et les agents à besoin de financement. Les marchés financiers permettent ainsi la mobilisation des fonds nécessaires à l'innovation technologiques et l'accumulation du capital. Ces deux derniers représentent donc les principaux canaux qui relient le système financier à la croissance économique (Levine 1997).

La littérature économique traitant la relation entre le développement du système financier et le développement économique est assez large. Cependant, elle est loin d'aboutir à un consensus concernant la nature de cette relation. D'un côté, certains mettent l'accent sur un effet positif qui passe par une meilleure diversification des risques, une baisse des coûts de capital et par une augmentation des investissements productifs. D'un autre côté, d'autres travaux attirent l'attention sur les effets négatifs émanant des mécanismes d'éviction, de l'instabilité des flux financiers et de propagation des crises.

Dans le cadre de notre problématique, nous nous intéressons à l'un des aspects du développement financier qui est la libéralisation financière et plus précisément la libéralisation des mouvements de capitaux. Cette dernière devrait être la dernière étape du processus de libéralisation (McKinnon 1991, Fischer 2001, Park 2006)

L'objectif de notre chapitre est de traiter la relation entre l'entrée des capitaux étrangers et la croissance économique d'un point de vue théorique. Nous procédons à travers une analyse des différents canaux de transmission entre la libéralisation des entrées de capitaux et la croissance économique. Nous distinguons trois effets : positif, négatif et spécifique à chaque type de flux.

Le présent chapitre s'organise en quatre parties. Premièrement, nous abordons la relation entre la finance et la croissance économique. Deuxièmement, nous analysons les effets positifs des capitaux étrangers sur la croissance économique. Ces effets positifs passent essentiellement à travers la diversification du risque et l'augmentation des investissements. Pour l'étude des effets positifs, nous distinguons les différents types de flux à savoir l'investissement direct étranger, le crédit bancaire et l'investissement de portefeuille. Troisièmement, nous étudions les effets négatifs de ces capitaux sur la croissance. Dans ce cadre, nous évoquons le rôle des capitaux étrangers dans la propagation des crises en s'attardant particulièrement sur la crise des *subprime*. Quatrièmement, nous abordons les effets spécifiques à chaque type de flux sur la croissance économique tout en tenant compte des caractéristiques distinctives de chaque flux.

## **I. Développement financier et croissance économique : Modèle Théorique et Critiques**

Le système financier consiste en un marché où se confrontent directement l'offre et la demande de capitaux et où sont émis et souscrits des titres d'une grande diversité, soit directement, soit par l'intermédiaire d'organismes de placements collectifs (Patat 2002). Le système financier assure donc, la rencontre entre les agents ayant des besoins de financement et ceux ayant des capacités de financement.

Afin de bien comprendre son rôle, imaginons que les agents économiques doivent procéder sans aucun système financier. Ainsi, chaque agent à besoin de financement doit faire le tour des agents à capacité de financement pour trouver un prêteur. Ces derniers doivent à leurs tours collecter des informations sur les différents agents à besoin de financement avant de prendre la décision de prêter. Ce processus, pris sur cette forme élémentaire, nécessite des coûts élevés aussi bien pour les agents à capacité ou encore à ceux à besoin de financement. Ces coûts sont relatifs à la recherche de l'information et à la réalisation des transactions. Ils sont à l'origine de l'émergence des marchés financiers et des institutions financières. Pour Demirguc-Kunt et Levine (2008), les coûts de l'acquisition de l'information, du respect des contrats, et de l'établissement des transactions créent de fortes motivations pour l'émergence de marchés et d'intermédiaires financiers adaptés.

La fonction principale du système financier est l'allocation des ressources géographiquement, à travers le temps et dans un environnement incertain (Merton et Bodie 1995, page 12). Levine (1997) et Demirguc-Kunt et Levine (2008) ont décomposé cette fonction principale en cinq fonctions:

- mobilisation de l'épargne ;
- acquisition de l'information et allocation des ressources ;
- exercer un contrôle sur les managers et les firmes ;
- la diversification, l'échange et la couverture des risques ;
- faciliter les échanges des biens et services.

La question qui se pose est qu'elle est le lien entre le système financier et la croissance économique. Dans cette section, nous évoquons les canaux de transmission qui lient le système financier à la croissance économique en général et nous développons un modèle théorique qui met en relation le développement financier et la croissance économique. Nous traitons également le principe de double causalité entre le développement financier et la croissance économique.

### **I.1. Système financier et croissance : canaux de transmission**

A travers ces différentes fonctions, le système financier favorise l'accumulation du capital et l'innovation technologique. L'accumulation et l'innovation sont considérées comme les deux principaux canaux de transmission entre le système financier et la croissance économique.

#### ***I.1.1. Epargne, accumulation du capital et croissance***

Le modèle de Harrod (1939) est le premier modèle économique qui a formalisé la croissance économique. Ce modèle était suivi de celui de Domar (1946). Le principal apport de Harrod (1939) est la définition d'un équilibre dynamique. En effet, il est passé d'un modèle général statique qui traite le niveau de la production à une considération dynamique du taux de croissance de la production. Ce passage est réalisé assez simplement. Le point de départ est l'égalité entre l'épargne et l'investissement à chaque période :

$$I = S \quad (3.1)$$

Avec  $I$  qui représente l'investissement réalisé pendant la période et  $S$  l'épargne de la période. L'épargne est une proportion du revenu  $Y$ :

$$S = s_d Y \quad (3.2)$$

Avec  $s_d$  qui représente la propension à épargner "désirée" dans une économie. En remplaçant l'équation (3.2) dans l'équation (3.1) on aura :

$$I = s_d Y \quad (3.3)$$

On multiplie le terme de gauche par  $\Delta Y / Y$  on obtient :

$$\frac{\Delta Y}{Y} \cdot \frac{I}{\Delta Y} = s_d \quad (3.4)$$

Or  $\frac{\Delta Y}{Y}$  représente le taux de croissance de la production qu'on note  $G$  et  $\frac{I}{\Delta Y}$  représente le coefficient de capital qu'on note  $C$ . Ce coefficient est la quantité de capital nécessaire pour assurer l'augmentation de la production d'une unité.

On aura donc :

$$GC = s_d \quad (3.5)$$

D'où

$$G = \frac{s_d}{C} \quad (3.6)$$

L'équation (3.6) est une équation dynamique où le taux de croissance est égal au ratio de la propension à épargner "désirée" rapportée au coefficient de capital. La croissance économique dépend donc de la propension à épargner<sup>34</sup> qui conditionne l'accumulation du capital.

Le modèle Harrod (1939) ainsi que celui de Domar (1946) ont représenté le début d'une série de modèles modernes de la croissance, en particulier celui de Solow (1956).

---

<sup>34</sup> La propension à épargner dépend du revenu, de la phase du cycle économique, des changements institutionnels, etc.

Premièrement, le modèle de Harrod (1939) admet l'hypothèse que la propension à épargner est constante alors qu'elle peut varier sur le long terme. Deuxièmement, dans le modèle le travail et le capital ne sont pas substituables : le coefficient de capital et  $K/L$  sont donc stables, ce qui n'est pas facile à soutenir à long terme. Cela a amené Solow à développer un modèle qui admet la substituabilité entre le capital et le travail. Pour l'auteur, la variabilité du coefficient de capital assure la durabilité de la croissance.

Pour Solow (1956), le revenu global d'une économie  $Y$  est soit consommé, soit épargné et investi. La fraction investie est une constante  $s$ , ce qui fait une épargne de  $s.Y$ . Le stock de capital est représenté par  $K$ . L'investissement net est le taux de croissance du stock de capital  $\dot{K}$  avec :

$$\dot{K} = sY \quad (3.7)$$

L'output est produit avec 2 facteurs de production : le capital  $K$  et le travail  $L$ . La fonction de production est :

$$Y = F(K, L) \quad (3.8)$$

La force de travail augmente à un taux relatif constant  $n$  avec:

$$L(t) = L_0 e^{nt} \quad (3.9)$$

En remplaçant dans la formule précédente on aura :

$$\dot{K} = sF(K, L_0 e^{nt}) \quad (3.10)$$

C'est l'équation basique qui détermine l'accumulation du capital. La solution de cette égalité nous donne l'évolution du stock de capital qui emploie la main d'œuvre disponible. Une fois qu'on détermine l'évolution du stock de capital et de la force de travail, on peut déterminer à partir de la fonction de production l'évolution correspondante de l'output. A un instant donné, la force de travail disponible est donnée par l'équation (3.9) et le stock de capital disponible est connu. On peut donc utiliser la fonction de production pour déterminer la production actuelle (3.8) et par la suite la part du revenu épargnée et investie. L'accumulation du capital de la période est ainsi évaluée. Le nouveau capital s'ajoute au stock

existant pour former le capital disponible à la période suivante. Ce capital va conditionner le revenu de la période suivante et donc la croissance. Le taux de croissance est donc conditionné par le stock de capital disponible c'est-à-dire par l'accumulation du capital.

Le modèle de Solow (1956) a été repris et développé par beaucoup de chercheurs notamment par Mankiw et al. (1992). Les auteurs introduisent l'accumulation du capital humain tout comme le capital physique. Ils trouvent que l'accumulation du capital humain est corrélée avec l'épargne et la croissance de la production. Pour ces auteurs, le modèle de Solow est en accord avec le fait que le capital humain est aussi important que le capital physique. Leur modèle aboutit au fait que la différence de l'épargne, de l'éducation et de la croissance de la population devrait expliquer la différence du revenu par tête entre les pays. Ces trois variables expliquent presque la totalité des variations internationales. Le niveau d'épargne conditionne le niveau d'investissement. L'éducation et la croissance de la population déterminent la quantité et la qualité de la main d'œuvre disponible.

En résumé, la production dépend du stock de capital lui-même dépendant de l'épargne. La croissance dans une économie va donc dépendre de l'épargne effectuée par les différents agents constituant cette économie. En effet, une épargne élevée permettrait une importante accumulation du capital et par conséquent un fort revenu. Le rôle du système financier est de transformer l'épargne en capital productif.

### ***1.1.2. Innovation technologique et croissance économique***

Pour Schumpeter (1911), toute amélioration de la croissance est associée à la mise en place d'une nouvelle combinaison des facteurs de production qualitativement supérieure à la précédente. Pour l'auteur, le concept d'innovation englobe cinq cas:

- "fabrication d'un bien nouveau, c'est-à-dire encore non familier au cercle des consommateurs, ou d'une qualité nouvelle d'un bien ;
- introduction d'une méthode de production nouvelle, c'est-à-dire pratiquement inconnue de la branche intéressée de l'industrie; il n'est nullement nécessaire qu'elle repose sur une découverte scientifiquement nouvelle et elle peut aussi résider dans de nouveaux procédés commerciaux pour une marchandise ;

- ouverture d'un débouché nouveau, c'est-à-dire d'un marché où jusqu'à présent la branche intéressée de l'industrie du pays intéressé n'a pas encore été introduite, que ce marché ait existé avant ou non ;
- conquête d'une source nouvelle de matières premières ou de produits semi-ouvrés ; à nouveau, peu importe qu'il faille créer cette source ou qu'elle ait existé antérieurement, qu'on ne l'ait pas prise en considération ou qu'elle ait été tenue pour inaccessible;
- réalisation d'une nouvelle organisation, comme la création d'une situation de monopole ou l'apparition d'un monopole."<sup>35</sup>

Pour réaliser son innovation, l'entrepreneur doit disposer de fonds pour assurer une nouvelle combinaison de ses facteurs de production. C'est le banquier ou le système bancaire qui va assurer à l'entrepreneur ces fonds. L'entrepreneur est un innovateur et c'est au système bancaire et financier en général de financer cette innovation.

Selon le même auteur, un bon fonctionnement du système bancaire stimule l'innovation technologique à travers l'identification des entrepreneurs qui proposent les produits et les processus de production les plus innovants.

Beaucoup d'auteurs ont mis le processus d'innovation au centre de la croissance. En effet, une catégorie de modèles de croissance s'est focalisé sur l'invention de nouveaux procédés de production et de nouveaux produits (Romer 1990; Grossman et Helpman 1991; Aghion et Howitt 1992). Dans ces modèles, les différentes fonctions assurées par le système financier affectent le taux de croissance à travers le taux d'innovation technologique.

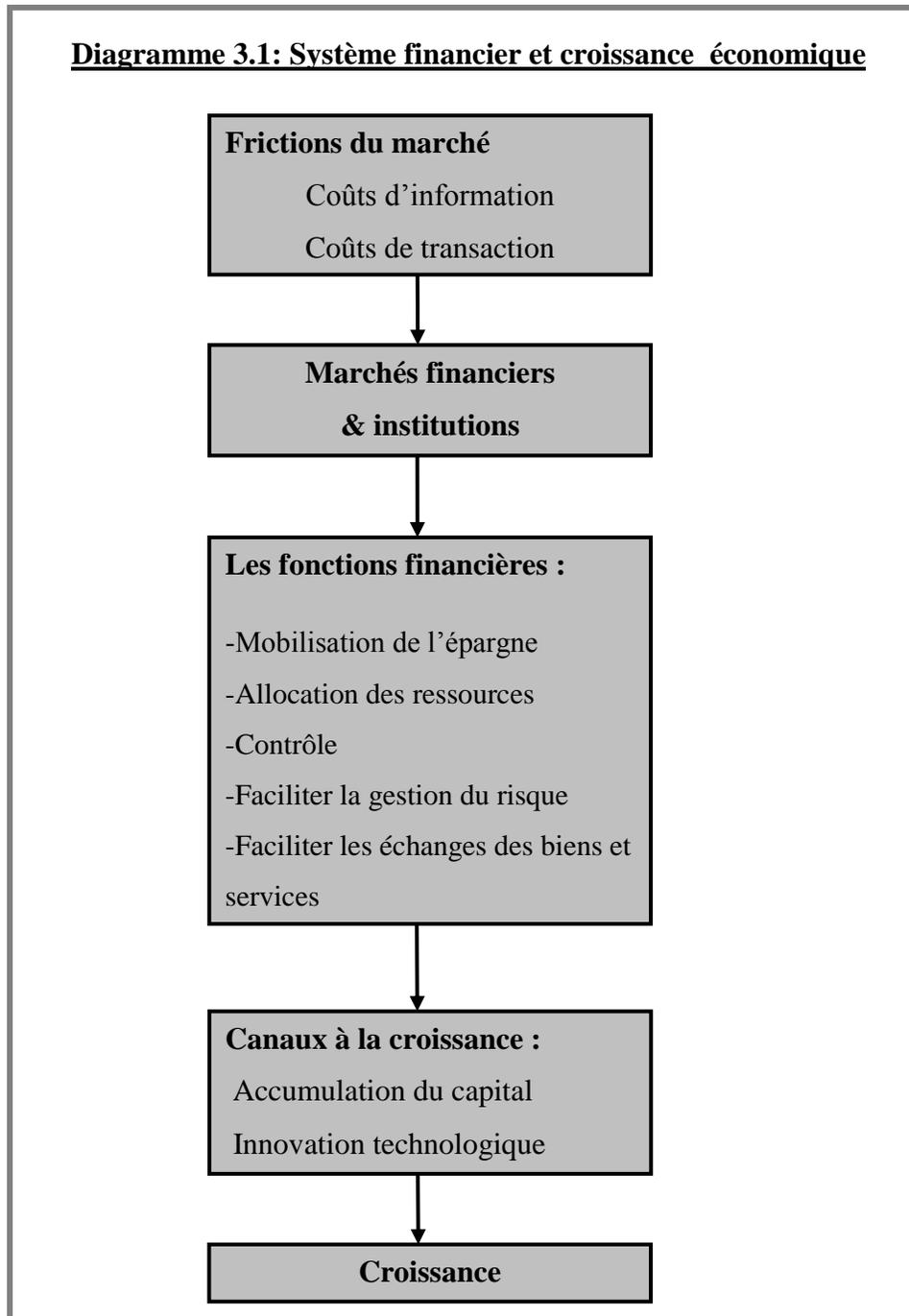
Pour Aghion et Howitt (1992), la croissance résulte exclusivement du progrès technique qui résulte à son tour de la concurrence entre les recherches qui génèrent les innovations effectuées par les différentes firmes. Chaque innovation consiste en un nouveau produit intermédiaire qui peut être utilisé pour produire l'output final plus efficacement qu'auparavant. Quand une firme réussit son innovation, elle profite d'une rente de monopole, ce qui encourage son activité de recherche et développement. Mais ces rentes disparaissent

---

<sup>35</sup> **Schumpeter (1911)**, "*Theory of Economic Development*", Traduction française (1999) "*Théorie de l'évolution économique*", Dalloz, Paris, 371 pages

avec la prochaine innovation; d'où la notion de création destructrice. Les innovations technologiques aboutissent à l'obsolescence des technologies en place.

En général, pour résumer l'impact des différents marchés et institutions financière sur la croissance économique, on peut se référer au diagramme (diagramme 3.1) proposé par Levine (1997):



## I.2. Développement financier et croissance : Modèle théorique

Cette section reprend un modèle de croissance endogène qui intègre le développement du secteur financier. L'objectif de ce modèle est de mettre en relation le développement du secteur financier et la croissance économique. En effet, le développement financier contribue à la croissance économique essentiellement à travers la mobilisation de l'épargne et l'allocation des ressources. Le modèle que nous allons exposer est celui présenté par King et Levine (1993) et simplifié par Berthélemy et Varoudakis (1994,1996). Ce modèle suppose l'existence de trois catégories d'agents:

- Consommateurs ou ménages: ces agents maximisent leur utilité sous une contrainte de revenu ;
- Entreprises: ces agents ont une activité de production qui nécessite un capital humain et un capital physique. Leur objectif est de maximiser leur profit généré par leur activité de production ;
- Intermédiaires financiers : le rôle de ces agents est d'assurer la collecte de l'épargne des ménages et de la mettre à la disposition des entreprises.

### Les consommateurs

On suppose que les consommateurs ont un horizon temporel infini : le consommateur se préoccupe de ses ressources et de son bien être ainsi que des ressources et du bien-être de ses descendants. On ignore la croissance de la population

Le programme de maximisation du consommateur est :

$$\max_{C_t} U = \int_0^{\infty} \frac{C^{1-\sigma}-1}{1-\sigma} e^{-\rho t}. dt \quad (3.11)$$

Sous la contrainte :

$$\dot{V}_t = rV_t + W - C \quad (3.12)$$

Avec :

$C$ : La consommation

$\sigma$  : Coefficient d'aversion relative au risque<sup>36</sup>

$t$ : Indice temps

$\rho$ : Taux de préférence pour le présent

$V$  : Créances des ménages sur les intermédiaires financiers. Ces créances sont qui sont rémunérées à un taux d'intérêt réel  $r$

$W$  : Taux de salaire réel

La résolution de ce programme de maximisation donne la règle de Keynes-Ramsey:

$$\frac{\dot{C}_t}{C_t} = \frac{r-\rho}{\sigma} \quad (3.13)$$

### Les firmes

Toutes les entreprises sont semblables et elles disposent d'une technologie à rendement d'échelle constant par rapport au stock de capital physique et au travail.

La fonction de production agrégée est :

$$Y = AK^\alpha (Eu)^{1-\alpha} \quad (3.14)$$

Avec :

$Y$  : production totale

$A$  : Paramètre renseignant sur la productivité de la technologie disponible

$K$  : Capital

$\alpha$  : L'élasticité de la production au capital

$E$  : Efficacité du travail

$u$  : Part de la main d'œuvre employée par l'ensemble des entreprises

$Eu$  : Unités efficaces de travail

---

<sup>36</sup> Le coefficient d'aversion au risque est égal à  $-C \frac{u''(C)}{u'(C)}$  ; et  $\frac{1}{\sigma}$  représente l'élasticité de substitution inter-temporelle qui traduit l'effet du taux d'intérêt sur l'offre d'épargne.

Le progrès technique est endogénéisé à travers l'accumulation du capital (Romer 1986). Romer associe le progrès technique au processus d'accumulation de capital. Le savoir et l'efficacité du travail donc est directement lié au capital physique.

L'objectif de l'entreprise est de maximiser son profit. Elle va donc chercher à (i) égaliser la productivité marginale du capital au coût réel du crédit ( $R$ ) et (ii) égaliser la productivité marginale du travail au salaire réel. Ceci nous donne :

$$A\alpha = R = r(1 + i) \quad (3.15)$$

Et

$$\frac{AK(1-\alpha)}{u} = W \quad (3.16)$$

Avec  $i$  qui représente la marge d'intermédiation financière

### Les intermédiaires financiers

Le rôle des intermédiaires financiers consiste à transformer l'épargne des ménages en capital mis à la disposition des entreprises moyennant un coût.

On considère un secteur à  $n$  banques en situation de concurrence monopolistique. La situation de concurrence monopolistique est justifiée par le problème d'asymétrie d'information existant entre prêteurs et emprunteurs et les avantages d'information liés à la segmentation géographique ou sectorielle du marché.

La banque ne peut pas agir sur le coût réel du crédit ( $R$ ) mais son comportement influencera le taux créditeur  $r$  et par conséquent  $(1 + i)$ .

Pour une banque  $j$ , on a  $\phi_j$  qui représente la fraction d'épargne collectée et transformée en investissement compte tenu de la marge d'intermédiation qu'elle pratique.

On a :

$$\dot{K}_j = \phi_j S_j \quad (3.17)$$

Au niveau agrégé, on obtient :

$$\dot{K} = \phi S \quad (3.18)$$

$S$  représente l'épargne avec  $S = Y - C$  et  $\phi = \phi\left(\frac{1-u}{n}\right)$

$\phi_j$  augmente avec la quantité de main d'œuvre employée par la banque représentée par  $v_j = \frac{1-u}{n}$ . Cette fraction dépend de la taille du marché financier  $(1-u)$  et du nombre de banques  $n$ .

L'objectif de chaque banque est de maximiser le profit généré par son activité d'intermédiation. Soit  $\pi_j$  le profit de la banque  $j$  :

$$\pi_j = \frac{R\phi_j S_j - rS_j}{r} - v_j W \quad (3.19)$$

$$\pi_j = (1+i)\phi_j S_j - S_j - v_j W \quad (3.20)$$

La 1<sup>ère</sup> condition d'équilibre ( $\frac{\partial \pi_j}{\partial S_j} = 0$ ) nous permet d'écrire :

$$1+i = \frac{1}{(1-\frac{\sigma}{n})\phi} \quad (3.21)$$

La marge d'intermédiation dépend de la concurrence sur le marché bancaire ( $n$ )

La 2<sup>ème</sup> condition d'équilibre ( $\frac{\partial \pi_j}{\partial v_j} = 0$ ) nous permet d'écrire :

$$(1+i)\phi' \frac{S}{n} = W \quad (3.22)$$

En combinant les deux conditions d'équilibre et la condition de la nullité du profit à long terme<sup>37</sup>, on aura :

$$1 + i = \frac{1}{\phi - \frac{1-u}{n}\phi'} = \frac{1}{(1-\varepsilon)\phi} \quad (3.23)$$

Avec

$$\varepsilon = \frac{\phi' \frac{1-u}{n}}{\phi} = \frac{\sigma}{n} \quad (3.24)$$

$\varepsilon$  représente l'élasticité du coefficient d'intermédiation  $\phi$  par rapport à l'emploi au niveau des banques.

Le développement du secteur financier (augmentation de  $1 - u$ ) sera suivi de l'augmentation de la concurrence bancaire et en même temps de la taille individuelle des banques ( $\frac{1-u}{n}$ ) et du coefficient d'intermédiation  $\phi$ . Une augmentation de la taille du secteur financier entraîne une baisse du coût d'intermédiation<sup>38</sup> ( $1+i$ ). Ceci engendre une hausse du taux d'intérêt réel versé aux consommateurs.

## L'équilibre

L'équilibre du marché est défini par :

$$\varepsilon = \frac{\phi' \frac{1-u}{n}}{\phi} = \frac{\sigma}{n} \quad (3.25)$$

$$g = \frac{\dot{c}}{c} = \frac{1}{\sigma} [\alpha A (1 - \varepsilon) \phi - \rho] \quad (3.26)$$

$$g = \frac{\dot{K}}{K} = (1 - \alpha) A \cdot \frac{1-\varepsilon}{\varepsilon} \cdot \frac{1-u}{u} \cdot \phi \quad (3.27)$$

A l'équilibre de long terme, on a  $g = \frac{\dot{Y}}{Y} = \frac{\dot{c}}{c} = \frac{\dot{K}}{K}$

<sup>37</sup> On est dans une situation de concurrence monopolistique. Il y a une libre entrée et sortie des banques, la concurrence va aboutir dans le long terme à l'égalisation de la recette moyenne et du coût moyen, d'où des profits nuls.

<sup>38</sup> Cette baisse est expliquée par la l'intensification de la concurrence (augmentation de  $n$ )

Il est clair que la croissance économique dépend du niveau de développement financier. Une amélioration du niveau de développement, se manifestant par une augmentation de  $1 - u$  et donc de  $\phi$ , stimule la croissance économique. Le modèle développé permet donc de mettre en relation le développement financier et la croissance économique.

### I.3. Double causalité

Nous avons évoqué la relation entre le développement financier et la croissance économique. King et Levine (1993) ont précisé que la causalité va du développement financier vers la croissance économique. Ils aboutissent à une relation positive et significative entre le niveau de développement initial et la croissance économique. Pour les auteurs, les institutions financière jouent un rôle important à promouvoir l'activité entrepreneuriale et la croissance de la productivité.

Il est important d'évoquer la relation inverse qui va de la croissance économique au développement financier. Patrick (1966) introduit la notion de niveau de développement dans son étude de la relation entre le développement financier et la croissance. Il considère que le sens de la causalité dépend du niveau de développement. Le développement financier engendre la croissance économique dans les premiers stades de développement ; l'auteur parle de "*supply leading*"<sup>39</sup>. Les innovations financières et le développement des services financiers présentent des nouvelles opportunités pour les investisseurs et les épargnants, ce qui stimule la croissance économique. Une fois le développement financier atteint un certain niveau, la relation entre le développement financier et la croissance économique s'inverse. L'évolution du système financier devient une réponse à l'évolution du processus de développement économique. Le développement des institutions financières et des services financiers se réalise suite à une demande faite de la part des différents agents économiques. Patrick (1966) parle alors de "*demand following*"<sup>40</sup>. Jung (1986) a également confirmé que le sens de la causalité du développement financier vers la croissance économique n'est valable que pendant les premières phases de développement. Le sens de la causalité s'inverse avec le développement de l'économie.

---

<sup>39</sup> Développement financier entraînant l'offre

<sup>40</sup> Développement financier induit par la demande

Arestis et Demetriades (1996) ont utilisé un échantillon de 12 pays<sup>41</sup>. Les résultats relatifs au sens de causalité entre le développement financier et la croissance étaient assez variés : double causalité, causalité dans le sens croissance-développement financier et causalité dans le sens développement financier-croissance. Cette diversité des résultats est expliquée par la diversité des indicateurs de développement financier utilisés et les caractéristiques spécifiques à chaque pays. En effet, chaque pays possède sa propre structure du système financier et ses politiques de répression financière.

Luintel et Khan (1999) ont réalisé une étude avec un échantillon composé de 10 pays. Ils ont abouti à une relation de double causalité entre le développement financier et la croissance économique pour chacun des pays de l'échantillon.

Berthélemy et Varoudakis (1994,1996) confirment également la double causalité entre le développement financier et la croissance économique. Une faible croissance entrave le développement du système financier. Ce ralentissement du développement financier provoque le ralentissement de la croissance. Les auteurs parlent alors d'un cercle vicieux. Au contraire, un taux de croissance élevé engendre un cercle vertueux. Un taux de croissance élevé soutient l'incitation à épargner, ce qui a un effet favorable sur la taille des marchés financiers. L'augmentation de la taille des marchés stimule la croissance économique.

Après avoir présenté la relation entre le système financier et la croissance économique, nous nous focalisons sur l'effet des capitaux étrangers sur la croissance économique. Nous abordons les canaux à travers lesquels les flux entrants affectent la croissance économique positivement et négativement. Nous exposons également les effets spécifiques de chaque type de flux.

## **II. Capitaux étrangers et croissance: effets positifs**

La libéralisation de l'entrée de capitaux est une étape importante du développement financier. Elle a tendance à affecter positivement la croissance économique dans les pays en développement.

---

<sup>41</sup> Chaque pays est pris individuellement

Pour Bailliu (2000), les flux de capitaux peuvent promouvoir la croissance économique pour trois raisons :

- s'ils augmentent le taux d'investissement ; les flux doivent financer l'investissement et non la consommation, et il ne faut pas avoir un effet d'éviction ;
- s'ils sont associés à des activités avec des externalités positives<sup>42</sup> et essentiellement pour l'investissement direct étranger ;
- s'ils contribuent à l'augmentation de l'intermédiation financière domestique.

Selon la théorie économique classique, la mobilité internationale des capitaux permet aux pays qui ont des ressources d'épargne limitées d'attirer des financements pour leurs projets d'investissement internes. De même, elle permet aux investisseurs de diversifier leurs portefeuilles, de répartir les risques et de réaliser des échanges inter-temporels<sup>43</sup> (Eichengreen et al., 1999). Cette baisse du risque va s'accompagner d'une baisse du coût du capital. Ce point sera traité dans la première partie de cette section (II.1). La deuxième partie sera consacrée à l'impact des flux de capitaux sur le volume des investissements.

## **II.1. Diversification, risque et coût des capitaux**

La libéralisation de l'entrée des capitaux étrangers engendre une diversification et une meilleure gestion du risque. En effet, les agents économiques disposent de sources de financement externes en plus des sources internes. Ils traitent avec des intervenants externes qui subissent des risques totalement différents de ceux supportés par les intervenants locaux. Cette diversification se manifeste différemment pour les trois flux de capitaux retenus dans le cadre de notre thèse : flux boursiers, IDE et flux bancaires.

### ***II.1.1. Flux boursiers***

Pour les flux boursiers, Henry (2000b) présente trois raisons pour lesquelles la libéralisation du marché boursier peut engendrer la réduction du taux sans risque et la prime de risque :

---

<sup>42</sup> Les externalités positives se manifestent à travers le transfert de la technologie, du savoir faire et des compétences ainsi que l'instauration de la concurrence sur les marchés locaux. Cette concurrence oblige les agents locaux à améliorer leurs productivités.

<sup>43</sup> des biens aujourd'hui en échange de biens demain

– premièrement, la libéralisation du marché boursier peut augmenter les flux entrants nets de capitaux ce qui peut réduire le taux sans risque ;

– deuxièmement, la permission aux investisseurs étrangers d’acquérir des actions domestiques facilite le partage du risque entre les domestiques et les étrangers. Ce partage du risque peut réduire la prime du risque ;

– troisièmement, Levine et Zervos (1996) démontrent que les entrées élevées de capitaux peuvent aussi augmenter la liquidité du marché boursier. Une liquidité élevée va aussi réduire la prime du risque (Ahimud et Mendelson (1986)).

La réduction ainsi que la meilleure gestion du risque engendrent forcément une baisse du coût du capital. Pour évaluer l’impact de la libéralisation sur le coût du capital, Bekaert et Harvey (2000) exploitent les rendements des dividendes qui sont reliés au coût du capital dans beaucoup de modèles d’évaluation d’actifs<sup>44</sup>.

Pour étudier cet impact, ils utilisent un échantillon de 20 marchés émergents en insistant également sur deux types d’évènements de la libéralisation financière: la création d’un fonds de pays et l’initiation du premier programme ADR (*American Depositary Receipts*) par une firme dans le pays. Ils se basent sur un modèle intégrant un nombre de variables de contrôle pouvant affecter les rendements des dividendes. En utilisant ce modèle, ils trouvent que la libéralisation entraîne une baisse des rendements des dividendes ce qui explique la diminution du coût du capital.

Bekaert et Harvey (2000) affirment qu’une baisse des dividendes peut refléter un coût du capital plus réduit ou une meilleure opportunité de croissance. Il reste cependant difficile de distinguer ces deux effets. A travers leurs travaux relatifs à ce problème, ils trouvent que les dividendes diminuent de 3,25% dont 2,19% dû à la baisse du coût du capital et 1.06% à un changement du taux de croissance.

---

<sup>44</sup> Pour une action, le rendement d’un dividende est le dividende distribué exprimé en fonction du cours de l’action. C’est donc le rapport entre le dividende et le cours de l’action. Dans le modèle de Gordon- Shapiro, le coût de capital est égal à la somme du rendement du dividende et du taux de croissance des dividendes.

Les théories financières suggèrent aussi que le taux des dividendes peut baisser pour des raisons autres que la diminution du coût du capital. Dans les marchés émergents, les firmes bénéficient de meilleures opportunités de croissance après la libéralisation. Elles peuvent donc choisir de distribuer moins de dividendes et investir plus.

Bekaert et Harvey (2000) évoquent un problème dans l'examen des dividendes avant et après libéralisation. Ce problème réside dans le fait que le changement du taux des dividendes peut être attaché à des phénomènes qui n'ont aucun rapport avec la libéralisation. C'est pourquoi ils prennent en considération dans leur étude certaines variables de contrôle (le nombre de compagnies, le ratio de concentration, l'inflation, la volatilité du marché, la taille du secteur...). Les résultats montrent que la présence de ces variables de contrôle diminue modérément l'effet de la libéralisation.

Selon Henry (2000b), la libéralisation des marchés boursiers ne conduit pas nécessairement à la diminution du coût du capital. En effet, suite à la libéralisation, la prime de risque peut diminuer mais cette diminution peut être accompagnée d'une augmentation du taux sans risque. L'augmentation du taux sans risque conduit à une augmentation du coût du capital. La baisse ou la hausse du taux sans risque après la libéralisation dépend essentiellement, d'une part, de l'élimination des restrictions face aux investisseurs étrangers et des restrictions face aux investisseurs domestiques. D'autre part, le taux d'intérêt sans risque en autarcie déterminé par l'équilibre entre l'épargne et l'investissement peut être soit au dessus soit au dessous du taux sans risque mondial quand la libéralisation a lieu. Si le taux d'intérêt sans risque en autarcie est inférieur au taux sans risque mondial, il va y avoir une sortie de capitaux jusqu'à l'égalisation des deux taux. Le taux sans risque va donc augmenter dans le pays. Cette augmentation peut être plus importante que la baisse de la prime de risque, ce qui fait que le coût du capital va augmenter suite à la libéralisation.

### ***II.1.2. Investissement direct étranger***

L'impact des IDE sur la diversification a une double dimension ; la première dimension réside dans la diversification du marché local et la deuxième dimension réside dans la diversification des sources de financement.

L'intérêt que manifestent certaines firmes étrangères aux pays en développement s'explique par l'existence d'opportunités d'investissements intéressantes et d'un potentiel d'élargissement des marchés domestiques (Shaukat et Wei, 2005). En effet, certains marchés sont peu développés dans ces pays et même inexistant dans certains cas. Beaucoup d'activités ou produits étaient introduits par les firmes étrangères.

Au Mexique, les firmes étrangères ont créé une certaine diversité dans beaucoup de secteurs et notamment les plus stratégiques : l'énergie électrique (Union Fenosa, Endesa, Iberdrola, Electricité de France et TotalFinaElf de France, United Utilities et National Grid de Grande-Bretagne) ; le pétrole (Repsol, Shell, British Petroleum) ; le gaz (Gas natural) ; l'eau (Vivendi, Suez, Veolia ex-Vivendi de France, Lyonnaise des Eaux, Rwe Alemana, United Utilities de Grande-Bretagne, Aguas de Barcelone, Aguas de Valence, Anglian Water); les télécommunications (Telefonica, Telecom Italie et FranceTelecom), etc. Cette diversité a engendré une diversification au niveau des exportations mexicaines comme le montre le tableau 3.1.

**Tableau 3.1 : Evolution de la composition des exportations mexicaine**  
(%)

<b>Secteurs</b>	<b>1980</b>	<b>1990</b>	<b>2000</b>	<b>2009</b>
Energétique	50,66	22,85	10,26	12,78
Agroalimentaire	13,00	9,86	4,96	7,26
Textile	2,77	3,80	7,26	2,66
Bois papiers	2,35	4,33	4,26	3,42
Chimique	5,91	7,68	5,14	6,41
Sidérurgique	0,38	1,74	1,17	1,42
Non ferreux	6,69	3,27	1,05	1,95
Mécanique	2,12	7,59	7,73	8,87
Véhicules	1,70	10,58	18,82	15,16
Electrique	4,43	11,89	12,71	10,10
Electronique	6,69	12,84	22,79	25,09
Autres	3,29	3,58	3,86	4,87

Source : CHELEM

La présence des entreprises étrangères va donc aboutir à une offre plus diversifiée sur le marché local. Pour Mainguy (2004), les objectifs des gouvernements s'inscrivent plutôt dans le long terme : diversifier et stabiliser les sources de financement du développement, accroître les ressources budgétaires, promouvoir l'essor de l'emploi pour une population en croissance, développer les infrastructures sociales et économiques, assurer la protection de l'environnement, promouvoir une localisation équilibrée des activités, optimiser les effets d'agglomération, etc.

Une diversification du côté de la demande n'est pas à négliger. En effet, Aubin et al. (2007), confirment que l'IDE horizontal<sup>45</sup> contribue à la diversification de l'activité économique. En favorisant le rattrapage technologique, cette forme d'investissement peut jouer un rôle significatif dans le développement d'un scénario de convergence pour des pays d'accueil accusant un retard initial. Le mécanisme d'entraînement se trouve même renforcé du fait que, avec l'élévation du revenu, la demande dans les pays hôtes s'intensifie et se diversifie, confortant par conséquent les choix des investisseurs étrangers. Les auteurs traitent le cas des PECO<sup>46</sup>. Cette région se caractérise par des nouvelles opportunités d'investissements horizontaux liées à l'élargissement des marchés et également des désinvestissements verticaux avec la montée des coûts salariaux. Qu'il s'agisse d'investissements horizontaux ou verticaux, les IDE jouent dans le sens d'une diversification des activités.

A titre d'exemple, les investissements cumulés des sociétés françaises en Pologne ont atteint en 2006 le seuil de 16 milliards de dollars. Parmi les investisseurs français les plus connus on peut citer : France Télécom, Vivendi, Carrefour, Saint Gobain, Casino, Crédit Agricole, Lafarge, Auchan, Electricité de France, Thomson MultiMedia, BEG S.A, Accor, etc. Cette liste non exhaustive montre très bien la diversité des activités des firmes françaises en Pologne<sup>47</sup>.

---

<sup>45</sup> Ce sont des investissements de "*market seeking*" motivés par le potentiel que présente le marché du pays d'accueil (Dupuch, 2004). Au contraire, l'IDE vertical correspond à une stratégie de réduction des coûts de production.

<sup>46</sup> Les Pays d'Europe centrale et orientale

<sup>47</sup> D'après l'Ambassade de Pologne en France-Service de la Promotion du Commerce et des Investissements-

Pour Vergnaud (2005), dans le cas du secteur des biens de consommation, les IDE permettent une diversification de la gamme des produits offerts aux consommateurs du pays d'accueil. Ils contribuent ainsi à une amélioration du bien-être général, en plus de leurs effets favorables sur l'emploi et les revenus.

### ***II.1.3. Flux bancaires***

Les flux bancaires ont des effets non négligeables sur le risque. Les partisans de la libéralisation financière affirment que les banques étrangères peuvent faire de meilleures économies d'échelle accompagnées d'une diversification du risque plus importante que celle réalisée par les banques domestiques. En effet, elles introduisent des technologies de gestion et d'organisation plus avancées permettant ainsi une meilleure surveillance et une régulation plus efficace. Elles peuvent ainsi éviter les risques inappropriés et mieux gérer les risques incompressibles. Les banques étrangères ont la capacité de réduire le coût de l'emprunt et de ce fait augmenter la concurrence sur le marché bancaire local. Les banques locales se trouvent dans la nécessité d'améliorer leurs efficacités. Par conséquent, la baisse du coût de l'emprunt va stimuler l'investissement productif et donc avoir un effet positif sur la croissance économique du pays hôte. Ce résultat a été notamment démontré dans le travail de Detragiache et al. (2006).

Selon De Haas et Van Lelyveld (2004), les banques étrangères présentent également l'avantage d'avoir une capitalisation importante et surtout un portefeuille d'actifs internationalement diversifié. Cette diversification internationale rend les banques étrangères capables de maintenir les prêts aux firmes domestiques pendant les périodes où les pays d'accueil connaissent des conditions économiques défavorables. Ceci constitue un atout indéniable par rapport aux banques domestiques qui sont susceptibles de baisser leur offre de crédit pendant ces mêmes périodes.

En étudiant le cas des banques étrangères en Amérique latine, certains auteurs ont conclu que les banques étrangères dont la présence est relativement longue, se caractérisent par un niveau de croissance du crédit plus élevé et moins volatile que les banques domestiques (Dages et al., 2000; Crystal et al., 2002). En effet, une fois la banque étrangère surmonte le problème de manque d'informations concernant le marché bancaire local et que son

intégration au sein de ce marché soit totalement effectuée, l'activité de la banque étrangère dépasse celle de la banque locale. Ces auteurs confirment également que la diversité des origines des banques dans une économie contribue à une stabilité plus importante du crédit, ceci même en périodes de crises. Cependant, la différence de nationalité ne peut pas toujours expliquer la différence de performance. Il existe d'autres facteurs qui peuvent être plus déterminants. En effet, Dages et al. (2000) ont abouti au résultat que les banques domestiques et les banques étrangères peuvent avoir un comportement similaire si elles ne souffrent pas de problèmes de crédits importants. A travers ces constats, nous pouvons déduire que la santé de la banque importe plus que sa nationalité.

Selon Mester (1996), la différence d'efficacité peut être expliquée par la différence de la préférence pour le risque. Il peut y avoir une différence dans la préférence pour le risque entre les managers des banques étrangères et ceux des banques locales. Cette différence peut être expliquée par une divergence au niveau de la taille, ou dans les structures d'activités des banques et non pas par la différence d'origine.

L'origine de la banque n'est pas en soi un élément déterminant. Ce sont les caractéristiques intrinsèques qu'englobent les banques étrangères qui font leur supériorité. En effet, elles sont généralement plus saines, ont une taille plus grande ainsi que des structures plus élaborées que les banques domestiques. De ce fait, elles sont plus performantes.

La diversification du risque a un impact sur la performance des banques. Une amélioration de la performance va se répercuter sur l'économie réelle à travers l'augmentation du volume de crédits accordés, une meilleure allocation du crédit, une maîtrise du coût de l'emprunt plus importante, une moindre vulnérabilité pendant les crises, etc.

## **II.2. Augmentation de l'investissement**

L'entrée des investisseurs sur le marché local s'accompagne généralement de nouveaux investissements. Notre étude a montré jusqu'à présent que si la libéralisation engendre une baisse du coût du capital, elle aboutira forcément à une augmentation de l'investissement. En plus, des capitaux étrangers dans un pays représentent une source additionnelle de financement permettant ainsi d'investir au-delà des capacités de financement internes. Enfin, dans certains cas, l'investissement étranger peut stimuler l'investissement domestique.

En tenant les taux d'intérêt et la distribution des rémunérations aux activités économiques constants, on ignore comment la globalisation modifie les activités économiques. Tel que démontré par Obstfeld (1994), la globalisation permet aux pays de se spécialiser et d'entreprendre des projets plus risqués, étant donné que les investisseurs individuels dans un pays peuvent diversifier les risques en investissant à l'étranger. Ainsi comme la diversification diminue le coût du capital, elle augmente l'investissement.

L'impact de la libéralisation des flux de capitaux sur l'investissement diffère selon le type du flux. Dans la suite nous allons traiter séparément les effets sur les flux boursiers, les IDE et les flux bancaires.

### ***II.2.1. Flux boursiers***

Afin d'évaluer l'impact de la libéralisation sur l'investissement, Bekaert et al. (2003) utilisent la régression suivante :

$$Y_{i,t+1} = \beta_i + \beta_1 Lib_{it} + \varepsilon_{i,t+1} \quad (3.28)$$

Avec :

$Y_{it}$  : Le taux de croissance annuel des investissements

$Lib_{it}$  : Une variable indicatrice de la libéralisation qui prend la valeur 1 quand le marché boursier est officiellement libéralisé et 0 sinon.

L'estimation de cette régression pour un échantillon de 30 pays émergents durant la période allant de 1980 jusqu'à 2000 montre que la croissance des investissements augmente, en moyenne de 2,2% suite à la libéralisation financière. Ce résultat peut être expliqué par les différentes réformes qui accompagnent la libéralisation des marchés boursiers. Ces réformes permettent le développement des marchés boursiers et par conséquent stimulent l'investissement domestique et attirent l'investissement étranger.

Les travaux antérieurs montrent que les libéralisations des marchés boursiers sont associées à une augmentation significative de l'investissement agrégé (Henry 2000 a, b). Ceci affirme que la libéralisation facilite le transfert des capitaux des pays à rendement faible vers ceux à rendement élevé. Mais il n'existe pas de garantie assurant que les flux entrants de ressources réelles vont être alloués d'une manière efficiente à travers les firmes. En ce sens,

une étude empirique est susceptible d'apporter des éclairages à la compréhension de la nature de l'allocation de l'investissement physique suite à la suppression des barrières aux mouvements de capitaux

Kim et Singal (2000) affirment que l'ouverture du marché signifie l'exposition à l'influence étrangère. Si les prix des titres étrangers sont pour certaines raisons plus volatiles que ceux des titres locaux, alors les prix domestiques peuvent devenir à leurs tours plus volatils. Une volatilité plus élevée des prix des actions peut rendre les investisseurs plus avertis quant à l'acquisition des titres et les amener à demander une prime de risque plus élevée. Ce qui implique un coût du capital plus élevé et donc nécessairement moins d'investissement.

### ***II.2.2. Investissement direct étranger***

En général, l'investissement direct étranger engendre une augmentation de l'investissement total. Il représente un investissement qui vient se rajouter à l'investissement domestique. Les IDE peuvent également avoir un impact sur l'investissement domestique. Borensztein et al. (1998) étudient l'impact des IDE sur l'investissement domestique. Ils effectuent une analyse transversale portant sur 69 pays et sur une période allant de 1970 à 1989. Les auteurs aboutissent à un effet de complémentarité entre les deux dans certaines estimations. Selon ces résultats, si les IDE augmentent, les investissements domestiques augmentent aussi. Ce cas de figure peut se présenter si l'investissement étranger stimule les investissements dans des activités complémentaires aux projets entrepris par les firmes étrangères.

Dans la même lignée, Bosworth et Collins (1999), ont utilisé une régression examinant le lien entre les entrées de capitaux, l'investissement et l'épargne. L'échantillon étudié se compose de 58 pays en développement pour la période de 1979-1995. Les résultats ont montré que l'IDE a un large effet positif sur l'investissement domestique : une augmentation d'un dollar des IDE engendre une augmentation de 81 cents de l'investissement domestique.

La distribution sectorielle des IDE est déterminante pour la compréhension de l'impact de l'IDE sur l'investissement domestique. En effet, si la distribution sectorielle de l'IDE est considérablement différente de la distribution du stock de capital productif déjà existant, la

contribution de l'IDE à la formation du capital va être plus importante que dans le cas où la distribution de l'IDE est presque identique à la distribution du capital entre les différents secteurs existants (Agosin et Mayer ,2000).

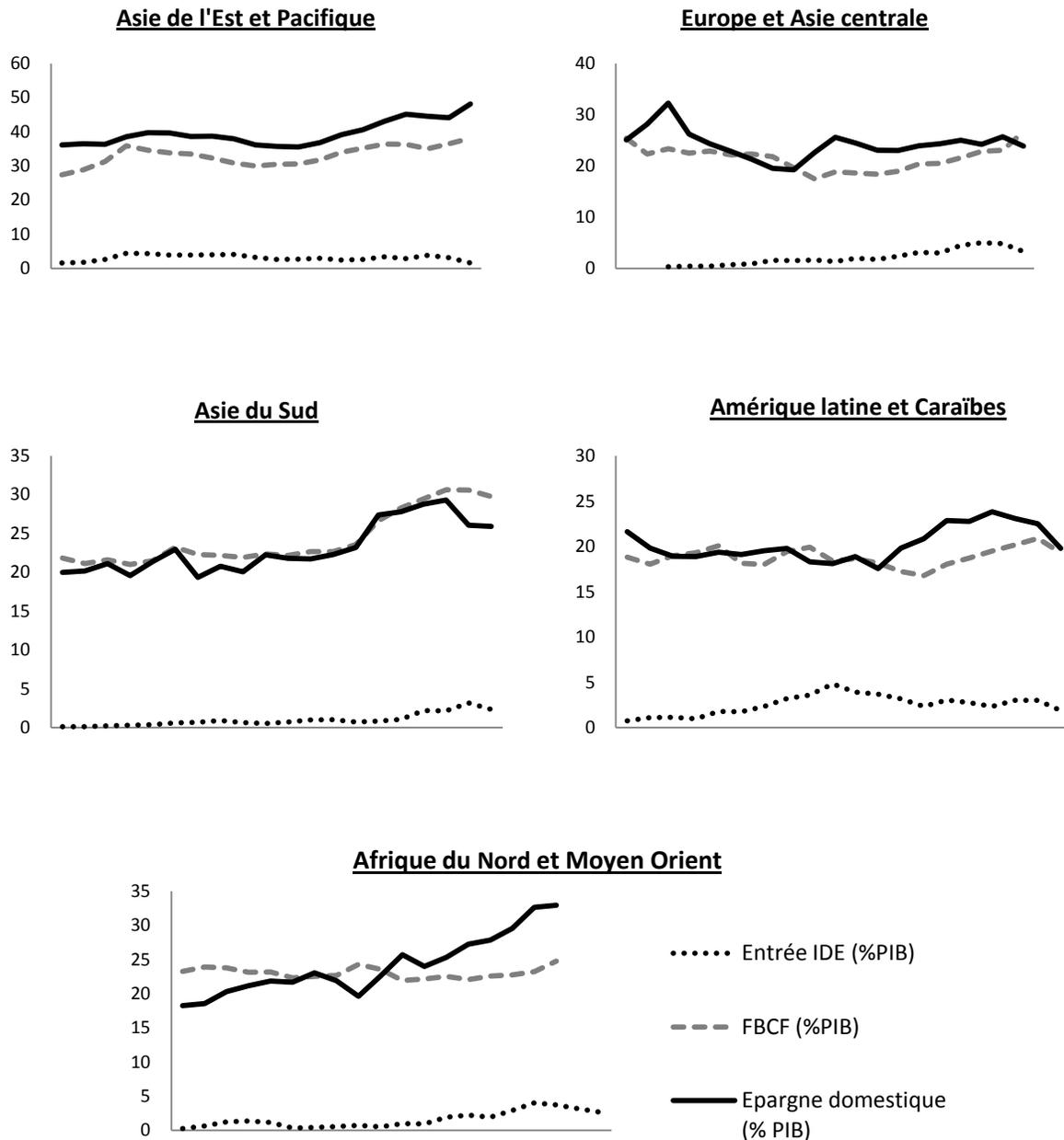
Pour Agosin et Mayer (2000), la relation entre IDE et investissement domestique est une relation de complémentarité si l'IDE est adressé à un secteur de l'économie qui n'est pas très développé. Au contraire, l'IDE va se substituer à l'investissement domestique quand il est adressé à un secteur où il y a beaucoup de firmes domestiques ; ceci malgré le fait que nous pouvons penser qu'une telle entrée des firmes multinationales (FMN) peut engendrer une augmentation des investissements domestiques pour pouvoir faire face à la concurrence étrangère. En effet, les firmes étrangères disposent d'un avantage technologique considérable par rapport aux firmes locales. L'investissement étranger va donc, "chasser" l'investissement des firmes locales et même causer leur faillite plutôt qu'une augmentation de leurs investissements.

Comme nous l'avons déjà vu, l'investissement direct étranger peut prendre plusieurs formes parmi lesquelles figure la fusion-acquisition. Dans ce cas, l'investissement étranger ne va pas conduire à une augmentation du stock de capital sauf si la firme étrangère procède à une modernisation ou à un investissement supplémentaire pour augmenter la capacité de production ou changer les procédés de fabrication. Mais ce n'est pas toujours le cas ; la firme étrangère peut se contenter d'une simple reprise de la firme locale sans effectuer aucun investissement supplémentaire. En attirant ce type d'IDE, la formation brute de capital fixe (FBCF) n'augmente pas. Un autre impact de la fusion-acquisition à ne pas négliger, est l'impact sur le taux de change. En effet, des opérations de fusion-acquisition portant sur des montants très importants peuvent engendrer une appréciation du taux de change, et cette appréciation va décourager les investissements dont la production est destinée à l'exportation (Agosin et Mayer, 2000).

Toutefois, il est important de constater que les IDE ne constituent pas la source principale de la FBCF. Comme le montre bien le graphique 3.1, les IDE n'ont pas représenté une part importante de la FBCF dans toutes les régions représentées. En 2009, les IDE ont représenté 4,2% de la FBCF pour les pays d'Asie de l'Est et Pacifique, 9% pour les pays d'Amérique

latine et Caraïbes. Cette part est plus importante pour les pays d'Europe et d'Asie centrale avec une valeur de 12%.

**Graphique 3.1 : FBCF, IDE et épargne domestique 1990-2009 (%PIB)**



Source :Banque Mondiale, World Development Indicators

### ***II.2.3. Flux bancaires***

Pour le marché bancaire, les prêts étrangers vont s'ajouter aux prêts domestiques et donc stimuler l'investissement. En général, les pays en développement souffrent d'un faible niveau du crédit bancaire. Les prêts bancaires étrangers vont présenter un soutien à ces pays pour faire face à cette situation et améliorer l'activité du secteur bancaire. Les banques étrangères vont également permettre de réduire le coût du monitoring et le *spread*. Cela devrait avoir un effet positif sur la croissance économique.

#### **Amélioration de l'activité**

Pour De Haas et Van Lelyveld (2004) les crédits bancaires étrangers peuvent s'avérer très bénéfiques pour les pays de l'Europe centrale et orientale. En effet, ces crédits leurs permettent de palier à leur faible niveau du crédit domestique. Généralement, les banques étrangères se caractérisent par un niveau d'activité plus élevé et par une capacité d'allocation de crédits plus importante que celles des banques domestiques.

Les flux bancaires étrangers et spécialement à travers l'installation directe des banques étrangères dans certains pays peuvent s'expliquer simplement par l'existence d'opportunités dans ces pays. Les banques étrangères sont attirées par le potentiel de croissance du pays d'accueil, d'où la relation positive entre la part des banques étrangères et la croissance du PIB du pays d'accueil (Moshirian, 2001). Cette relation est confirmée empiriquement aussi bien pour les pays en développement que pour les pays développés. Ceci nous amène à s'interroger sur le vrai sens de la relation entre les prêts bancaires étrangers et la croissance économique. Néanmoins, le fait que les banques étrangères soient attirées par les pays qui ont une forte croissance, laisse penser que le sens de la relation va de la croissance économique vers les flux bancaires.

Il ne faut pas oublier que dans certains cas, les banques étrangères accèdent aux pays en développement dans l'objectif d'accompagner leurs clients compatriotes. Selon Weill (2003), certaines banques ont seulement suivi leurs clients qui sont partis investir ailleurs. Cela traduit une relation positive entre l'intégration économique et les entrées des banques étrangères. En effet, les investisseurs attirés par les pays en développement peuvent avoir besoin de certains

services que les banques locales n'offrent pas. Les banques étrangères vont donc remédier aux problèmes de manque de développement du système bancaire local.

En résumé, la présence de certaines banques étrangères peut être dans le but d'apporter le soutien nécessaire à l'activité commerciale de leurs clients. Dans ce cadre, les crédits à l'export sont particulièrement révélateurs. A travers ces crédits, une banque peut financer les importations d'un agent étranger. Dans ce cas, le crédit va faciliter l'activité d'exportation du pays d'origine et va remédier aux problèmes d'accès au financement des importateurs.

Selon Canals (1997), les banques américaines ont commencé à opérer à l'étranger à partir des années 1960 en commençant par l'Europe. L'une des raisons de cette installation était la capacité d'offrir des services aux firmes américaines installées en Europe. Durant cette période, il y a eu une explosion des investissements directs des firmes multinationales américaines en Europe comme Ford, General Motors, IBM et General Electric. Les banques américaines étaient naturellement leurs fournisseurs de services et elles tenaient à suivre leurs clients en Europe.

### **Le coût du monitoring**

L'effet des banques étrangères sur l'investissement peut passer à travers son impact sur le coût du *monitoring*. Dans leur modèle théorique, Detragiache et al. (2006) considèrent que les banques étrangères sont meilleures que les banques domestiques en ce qui concerne le *monitoring* de l'information *hard* comme les informations comptables et les valeurs des collatéraux. Cependant, elles sont moins efficaces en ce qui concerne le monitoring de l'information *soft* comme la capacité entrepreneuriale des emprunteurs et leur loyauté (encadré 3.1).

La participation des banques étrangères va aboutir à une réduction du coût de *monitoring* (des informations *hard*), ce qui va améliorer l'activité sur le marché bancaire local dans la mesure où l'allocation des crédits s'améliore (Detragiache et al., 2006). Une meilleure allocation du crédit affecte nécessairement l'investissement.

Dell'Araccia et Marquez (2004) attirent l'attention sur le fait que la présence des banques étrangères ait tendance à influencer l'intermédiation en baissant les coûts des opérations. Il est

possible que la combinaison entre l'effet de démonstration et de la compétition potentielle puisse générer une pression pour réduire les coûts. Une meilleure maîtrise des coûts va se refléter positivement sur le volume des crédits accordés et par conséquent sur l'investissement.

**Encadré 3.1 : Information: *hard* versus *soft***

L'information *hard* est toujours quantitative. En finance, on considère l'information *hard* comme étant: les états financiers, l'historique des remboursements, les revenus et le volume de l'output. Le fait que les informations *hard* sont quantitatives signifie qu'elles sont facilement collectées, mémorisées et transmises électroniquement.

L'information *soft* est souvent communiquée dans des textes. Elle inclut les opinions, les idées, les prévisions économiques, bilan de management des projets futurs et les commentaires concernant le marché. Ce type d'information est difficilement quantifiable mais il est possible de créer un score numérique. Ainsi, on peut créer un indice qui varie entre 0 et 10 afin de refléter l'honnêteté des managers.

(Petersen, 2004)

**Le spread**

Le *spread* que présentent des banques a un effet sur la croissance. En effet, un *spread*<sup>48</sup> élevé entrave l'épargne et l'investissement. Selon Martinez Peria et Mody (2004), ce mécanisme est plus important pour les pays en développement que pour les autres pays. La question qui se pose alors, est quel impact aura l'entrée des banques étrangères sur le niveau du *spread* appliquée dans une économie donnée et par conséquent sur la croissance.

---

<sup>48</sup> Pour une banque, le *spread* est la différence entre le taux prêteur et le taux emprunteur, il représente la rémunération de la banque.

Martinez Peria et Mody (2004) ont testé l'impact de la participation des banques étrangères ainsi que de la concentration bancaire sur les *spreads* pour un échantillon de pays en développement d'Amérique latine durant la fin des années 1990. Pour cela, les auteurs ont eu recours à un modèle économétrique dont la variable explicative est le *spread*. Cette variable est mise en relation avec un certain nombre de variables relatives au secteur bancaire (liquidité du marché bancaire, les coûts bancaires, les banques étrangères, les fusions-acquisitions étrangères....) ainsi que des variables relatives à l'environnement économique (l'inflation, la croissance réelle de l'output et le taux d'intérêt réel à court terme). Les deux auteurs ont trouvé que les banques étrangères ont un *spread* moins élevé que celui des banques domestiques (la différence est de 0,5% par trimestre). Ce résultat peut être expliqué par l'effet taille. Les banques étrangères sont généralement de taille plus importante que celle des banques domestiques. Cette taille permet la réduction des coûts unitaires et donc le maintien d'un *spread* à un niveau inférieur que celui des banques domestiques.

Un autre résultat important trouvé par Martinez Peria et Mody (2004) est que la différence de *spread* n'est pas la même pour les banques étrangères qui entrent dans un pays par acquisition de banques domestiques et celles qui le font par l'établissement de nouvelles filiales. Cette différence peut être expliquée par deux facteurs. Le premier réside dans le fait que les banques avec des nouvelles implantations ont tendance à vouloir gagner des parts de marché et donc à offrir des taux d'intérêt plus bas pour atteindre la part ciblée et la taille voulue. Le deuxième facteur réside dans le fait que les deux types de banques peuvent cibler des segments différents. En effet, selon Dell'Ariccia et Marquez (2004), il y a une différence quant aux informations disponibles aux banques. Cette différence peut influencer le comportement de prêt d'une banque ainsi que son *spread*. Les banques, avec des nouvelles filiales possédant moins d'informations sur les emprunteurs domestiques, vont cibler les secteurs les plus transparents qui sont généralement plus compétitifs. Par conséquent, ces banques doivent y offrir des *spreads* plus bas que dans d'autres secteurs pour pouvoir faire face à la concurrence.

En contre partie, les banques étrangères ayant acquis ou fusionner avec des banques locales peuvent "hériter" ou partager les informations sur les clients des banques locales. Cela leur permet d'offrir leurs services à des firmes moins transparentes et d'opérer dans des marchés

moins contestables où ils peuvent détenir un certain pouvoir de marché. Dans ce cas de figure, les banques peuvent appliquer des *spreads* plus élevés.

Cependant, Dell'Ariccia et Marquez (2004) attirent l'attention sur le fait que la présence des banques étrangères n'engendre pas une baisse générale des *spreads*, mais elle a tendance à influencer l'intermédiation en baissant les coûts des opérations. Certes, les banques étrangères offrent des *spreads* plus bas, mais elles sont incapables d'influencer la baisse du niveau général des *spreads*.

Les différents flux de capitaux étrangers privés peuvent contribuer à la croissance économique des pays hôtes. Ils agissent à travers la diversification, la réduction du risque, la baisse du coût de capital et la stimulation de l'investissement. Cette vision est celle adoptée par les partisans de la libéralisation financière. Cependant, il ne faut pas oublier que ces flux de capitaux peuvent affecter négativement la croissance économique. Nous la section suivante nous abordons les différents canaux à travers lesquels les flux de capitaux affectent négativement la croissance.

### **III. Capitaux étrangers et croissance: effets négatifs**

Dans la section précédente, nous avons abordé les canaux à travers lesquels la libéralisation des mouvements de capitaux stimule la croissance économique. Or, les flux de capitaux n'ont pas que des effets positifs. Ils ont joué un rôle important dans la propagation des différentes crises économiques et financières. L'étude des mécanismes négatifs entre les flux de capitaux et la croissance sera l'objet des parties suivantes. Nous nous intéressons particulièrement aux effets d'éviction, effets sur l'instabilité financière et effets sur la propagation des crises en traitant le cas de la crise des *subprime*.

#### **III.1. Effet d'éviction**

Les méfaits des capitaux étrangers sur la croissance peuvent passer à travers l'effet d'éviction. L'entrée des capitaux étrangers peut provoquer une baisse de l'investissement domestique. La question qui se pose est de voir si l'investissement étranger stimule

l'investissement domestique ou bien au contraire il réduit les opportunités des investisseurs locaux.

Selon Agosin et Mayer (2000), l'IDE va substituer l'investissement domestique quand il est adressé à un secteur où il y a beaucoup de firmes domestiques ; ceci malgré le fait qu'on peut penser qu'une telle entrée des FMN peut engendrer une augmentation des investissements domestiques pour pouvoir faire face à la concurrence étrangère. En effet, les firmes étrangères dépassent les firmes locales en matière de technologie. L'investissement étranger va donc, "chasser" l'investissement des firmes locales et même causer leur faillite plutôt qu'une augmentation de leur investissement. Dans le cas où la FMN va opérer dans une branche d'activité où il y a déjà des firmes domestiques, l'investisseur étranger peut s'accaparer des opportunités d'investissement qui étaient proposées aux investisseurs domestiques ou que les investisseurs locaux ont pu entreprendre. Dans ce cas, l'IDE va réduire le volume d'investissement domestique qui aurait pu être entrepris.

Catin et Van Huffel (2004) considèrent que les effets d'éviction peuvent se manifester à travers différents canaux : ils peuvent provenir d'un effet de concurrence accrue sur les marchés locaux des facteurs, des produits finals et sur le marché financier.

Aitken et Harrison (1999) confirment que la présence des capitaux étrangers peut réduire la productivité des firmes locales. Les firmes étrangères ont des coûts marginaux moins élevés que ceux des firmes locales qui supportent des coûts fixes (concurrence imparfaite), ceci va inciter les premières à augmenter leurs productions relativement aux firmes domestiques. Dans ce cas de figure, l'entrée des firmes étrangères va attirer une partie de la demande obligeant ainsi les firmes locales à réduire leurs productions.

Comme nous l'avons déjà vu, l'investissement direct étranger peut prendre plusieurs formes parmi elle la fusion-acquisition. Dans ce cas, l'investissement étranger ne va pas conduire à une augmentation du stock de capital sauf si la firme étrangère procède à une modernisation ou à un investissement supplémentaire pour augmenter la capacité de production ou changer les procédés de fabrication. Pour Agosin et Mayer (2000), le cas de fusion-acquisition est un cas où l'IDE ne devient pas un investissement réel. Il s'agit d'un simple transfert de propriété. Dans d'autres cas, l'investissement des firmes multinationales

dépasse l'IDE étant donné que ces firmes empruntent sur le marché local pour financer une partie de leurs investissements. Si les firmes étrangères commencent à s'emprunter sur le marché local pour financer leurs activités, le coût de la dette peut augmenter. Ces emprunts des firmes étrangères vont donc avoir un double impact négatif sur l'investissement domestique ; d'une part, les firmes étrangères vont s'accaparer d'une partie de l'offre locale d'emprunt, ce qui fait une offre moindre disponible aux firmes locales et, d'autre part, le coût de dette est susceptible d'augmenter. Dans ce cas de figure, l'activité des firmes multinationales peut mener à un effet d'éviction.

Mais dans le cas des pays en développement, les coûts d'emprunt sur le marché local sont plus élevés que ceux sur le marché international, et ceci a tendance à décourager les firmes multinationales à emprunter sur les marchés des pays d'accueil.

Pour tester la nature de l'effet des IDE sur l'investissement domestique, Agosin et Mayer (2000) développent un modèle théorique. Ils effectuent également une étude économétrique utilisant des données de panels qui portent sur la période 1970-1996 et sur trois régions différentes : Afrique, Asie et Amérique latine. Les auteurs ont trouvé que les IDE exercent un effet d'entraînement sur l'investissement domestique dans les pays asiatiques, l'effet est neutre pour les pays africains ; c'est-à-dire une augmentation d'un dollar des IDE entraîne une augmentation de 1 dollar des investissements. Par contre cet effet se transforme en effet d'éviction pour les pays d'Amérique latine. Les pays d'Amérique latine qui souffrent d'effet d'éviction sont des pays plus libéraux par rapport aux pays asiatiques qui sont plus protecteurs<sup>49</sup>.

Les auteurs expliquent l'effet d'entraînement en Asie par un taux d'investissement élevé. Quand le niveau d'investissement est déjà élevé, l'investissement par les firmes étrangères peut provoquer une réponse positive de l'économie domestique à travers les liens en amont et en aval. L'effet d'entraînement peut également prendre place dans les pays à faible taux d'investissement, comme c'est le cas pour l'Afrique. Les firmes étrangères vont investir dans les secteurs où les firmes sont incapables d'accéder à cause des pré-requis technologiques et de capital que les firmes locales ne peuvent pas assurer.

---

<sup>49</sup> Ces pays interdisent certains types d'investissement comme les investissements nuisant à l'environnement et aux ressources naturelles.

L'Amérique latine est la grande déception. L'effet d'éviction dans cette région réside dans le fait que l'investissement global est plus faible en Amérique latine qu'en Asie. Ça peut s'expliquer également par le fait que les pays d'Amérique latine sont moins exigeants que les pays asiatiques dans le choix préalable des firmes.

Pour Agosin et Mayer (2000), l'effet des IDE sur l'investissement domestique est assez mitigé et dépend du groupe de pays étudié. Quant à Bosworth et Collins (1999), ils vont élargir leur étude pour introduire les investissements de portefeuille et les prêts bancaires en plus des IDE. Les auteurs utilisent une régression qui examine le lien entre les entrées de capitaux, l'investissement et l'épargne. L'échantillon étudié se compose de 58 pays pour la période de 1979-1995. L'IDE a un large effet positif sur l'investissement local, la relation entre les deux est proche de 1. Cependant, les flux de portefeuille ne semblent pas avoir un effet perceptible sur l'investissement. Le coefficient associé aux prêts s'élève à environ 0,5.

### **III.2. Instabilité financière**

L'argument généralement avancé contre l'entrée des investisseurs étrangers dans un marché donné réside dans la capacité de ses derniers à perturber la stabilité des marchés financiers, ce qui affecte négativement la croissance économique.

Stiglitz (2000) expose les canaux à travers lesquels l'instabilité exerce ses effets nuisibles sur le niveau de croissance. Premièrement, l'instabilité augmente la prime de risque. Cette dernière représente le montant demandé par les investisseurs afin qu'ils soient disposés à investir. Deuxièmement, les crises conduisent à la destruction de la valeur nette des entreprises réduisant ainsi leur capacité future d'investir. Dans les cas extrêmes, les crises aboutissent à des faillites des entreprises constituant ainsi une perte pour l'ensemble de l'économie.

Les flux boursiers sont considérés comme les flux les plus déstabilisateurs. Arestis et Sawyer (2005) assurent que la spéculation est un important aspect des transactions sur les marchés boursiers et qu'elle représente surtout une source d'instabilité macroéconomique de ces marchés. Certes, les actifs sur les marchés boursiers se caractérisent par une liquidité

croissante, mais la forte volatilité demeure la caractéristique la plus dominante. Ceci fragilise d'une façon conséquente le système financier.

Kaldor (1939) définit la spéculation comme suit: " achat ou vente de biens avec intention de revente (ou de rachat) à une date ultérieure, lorsque l'action est motivée par l'espoir d'une modification du prix en vigueur et non par l'avantage lié à l'usage du bien". Plihon (1996) propose une définition plus élargie concernant le cas de la finance et des banques. Selon cet auteur, les opérations spéculatives ont quatre caractéristiques :

- elles engagent une prise de risque, c'est-à-dire des prises de position sur les taux d'intérêt, les prix d'actifs ou les taux de change ;
- ces opérations sont justifiées par un espoir de réalisation de plus-values liées aux variations anticipées des prix des actifs ;
- elles sont « pures » ou « sèches », c'est-à-dire qu'elles sont auto-suffisantes et qu'elles n'ont pas de contrepartie directe dans la sphère réelle de l'économie ;
- elles s'effectuent le plus souvent « à crédit », c'est-à-dire que les capitaux engagés sont empruntés par les spéculateurs qui cherchent à faire jouer des effets de levier.

Pour Miotti et Plihon (2001), l'euphorie constitue la première phase de la spéculation. Cette première phase est caractérisée par une perte de contact des investisseurs avec la réalité (les fondamentaux) et par des phénomènes de psychose collective, notamment des comportements mimétiques. La détresse financière représente la phase finale de la spéculation. Elle précède la panique et résulte des tensions éprouvées par les spéculateurs lorsque, à la suite de prises de risque excessives, ceux-ci se trouvent en situation de ne plus pouvoir faire face à leurs engagements.

La spéculation est, donc, à l'origine de l'instabilité des marchés boursiers et financiers en général. L'instabilité des marchés, mesurée généralement par la volatilité des prix, est prise par certains auteurs pour contester l'impact positif du développement des marchés boursiers sur la croissance économique.

Arestis et al. (2001) présentent aussi une critique de la relation positive entre le développement des marchés boursiers et la croissance économique. Ils attirent l'attention sur la volatilité des marchés boursiers qu'ils considèrent comme une variable importante qui doit être soigneusement considérée. En plus, les auteurs confirment qu'une fois la variable de volatilité est prise en compte, la thèse qui prévoit que le développement du marché boursier explique une amélioration de la croissance économique n'est plus soutenable empiriquement.

La volatilité des prix sur les marchés boursiers, en affectant négativement l'allocation des fonds, peut affaiblir la capacité des marchés boursiers à assurer une allocation efficace des ressources. Par conséquent, la volatilité excessive des marchés va entraver la croissance économique.

La libéralisation des marchés boursiers va engendrer une augmentation de la volatilité des marchés. Cette idée a été soutenue par l'étude empirique de Levine et Zervos (1996). Dans leur étude, ils retiennent, comme indicateur de la volatilité, l'écart type des rendements sur une période de douze mois. Le résultat de cette étude est résumé dans le tableau 3.2 :

**Tableau 3.2 : La moyenne de l'indicateur de la volatilité avant et après la libéralisation**

	Volatilité	
	Avant	Après
Argentine	0,281	0,428
Brésil	0,184	0,291
Chili	0,065	0,064
Colombie	0,053	0,068
Corée du Sud	0,085	0,094
Inde	0,036	0,07
Mexique	0,107	0,103
Philippines	0,07	0,069
Thaïlande	0,056	0,068
Venezuela	0,041	0,154

*Source: Levine et Zervos (1996)*

Cependant, la relation entre volatilité des marchés boursiers, comme celle de la liquidité, et la croissance économique reste l'objet de contradictions entre les auteurs. Ceci est particulièrement vérifié dans les études empiriques. D'une part, l'étude empirique de Levine et Zervos (1998) a abouti à une relation statistiquement non significative entre la volatilité des marchés boursiers et la croissance économique. Mais les résultats de cette étude sont contestables si on prend en compte les critiques de Zhu et al. (2004). Selon ces auteurs, Levine et Zervos (1998) affirment qu'ils ont adéquatement traité le problème des données aberrantes dans leur base de données. Mais leur traitement des données aberrantes est sérieusement incomplet à un tel point que l'effet statistiquement significatif de la liquidité des marchés boursiers sur la croissance économique disparaît après un simple contrôle plus rigoureux de ces données. De même la relation non significative entre la volatilité des marchés boursiers et la croissance économique peut être erronée.

D'autre part, Arestis et al. (2001) ont étudié cette relation. Ils sont arrivés à un résultat différent. Ces auteurs montrent que le lien entre la volatilité et la croissance est statistiquement significatif et surtout négatif. Dans leur étude, toute augmentation de la volatilité va avoir comme impact une baisse de la croissance économique. Cet impact négatif va représenter un argument contre la libéralisation des marchés boursiers.

Selon Arestis et Sawyer (2005), l'abondance des flux extérieurs résultant de la libéralisation des marchés boursiers et assurant l'expansion des marchés, dégrade l'autonomie des politiques domestiques et force les autorités monétaires à maintenir des taux d'intérêt élevés pour soutenir la confiance et la "gourmandise" des investisseurs étrangers. Par ailleurs, la libéralisation peut engendrer une baisse du taux de rendement provoquée par l'augmentation des flux de capitaux. Ceci est un argument non négligeable en faveur de l'effet négatif sur la croissance économique.

La libéralisation des marchés boursiers nécessite aussi la présence d'institutions financières étrangères. Ces institutions vont concurrencer les institutions domestiques et risquent de les évincer.

Quant aux flux bancaires, ils sont concernés par le problème de stabilité. Les banques étrangères sont capables de réduire la stabilité des crédits des banques domestiques dans

l'ensemble en facilitant la fuite des capitaux en périodes de crises, et en augmentant le risque de contagion régionale ainsi que des chocs qui peuvent survenir dans les pays d'origine des banques étrangères.

En effet, pour De Haas et Van Lelyveld (2004), les banques étrangères peuvent réduire leurs offres de crédit dans le pays d'accueil suite à des problèmes dans leurs pays d'origine. Dans ce cas, l'offre de crédit ne dépend pas des caractéristiques de l'économie du pays d'accueil mais de celles des pays d'origine. Ainsi, l'entrée des banques étrangères, rend l'offre de crédit vulnérable à la fois aux conditions internes et externes aux pays (une double vulnérabilité). Weill (2003) évoque également cette éventualité. Pour l'auteur, les fluctuations économiques du pays d'origine peuvent présenter une source d'instabilité financière pour le pays d'accueil. A son tour, le pays d'origine peut être affecté par les problèmes d'autres pays. Dans ce cas, le pays d'accueil peut être influencé par les évolutions cycliques non seulement du pays d'origine, mais aussi des celles d'autres pays.

Aussi pour Weill (2003), l'entrée des banques étrangères peut avoir un impact sur la stabilité financière. En effet, l'auteur considère que les banques étrangères manquent de "loyauté" dans le cas de difficultés économiques ou de problèmes systémiques dans le secteur bancaire. Selon cet argument, les banques domestiques sont plus dévouées à l'économie domestique, alors que les banques étrangères ont tendance à négliger le pays d'accueil dans les périodes de problèmes économiques en réduisant le volume des crédits accordés plus que les banques domestiques. Cette idée s'oppose à l'argument de De Haas et Van Lelyveld (2004) selon lequel les banques étrangères sont plus susceptibles de maintenir le niveau de crédits aux firmes domestiques pendant les périodes de crises ou de conditions économiques néfastes (grâce à leurs capitalisations importantes des banques étrangères et surtout aux portefeuilles d'actifs internationalement diversifiés). Ceci constitue un avantage par rapport aux banques domestiques qui peuvent le baisser pendant ces périodes. Dans beaucoup de cas, l'entrée des banques étrangères émane des exigences des crises mêmes, et elle est encouragée par les autorités bancaires locales dans le but de réduire les coûts de recapitalisation du système financier domestique fragilisé par la crise (Martinez Peria et Mody, 2004). Les banques étrangères vont jouer un rôle d'assistance pour le secteur bancaire local suite aux crises pour l'aider à réparer les dégâts causés.

A la fin de cette partie, nous pouvons dire que la littérature sur la relation entre les flux bancaires et la croissance distingue entre deux effets contradictoires. En effet, le crédit étranger peut avoir aussi bien un effet positif que négatif sur la croissance.

La récession et la dépression, qui étaient associées aux risques engendrés par la libéralisation des marchés de capitaux, ont un effet négatif direct sur la croissance (Stiglitz, 2000). L'auteur attire l'attention sur un autre canal très important. Il s'agit des agitations politiques et sociales auxquelles aboutissent généralement la récession et la dépression. Ces phénomènes surviennent essentiellement lorsque le fardeau n'est pas équitablement partagé. Ces agitations peuvent même conduire à des violences urbaines. Toutes ces conséquences négatives de la libéralisation des marchés de capitaux peuvent contribuer à l'instauration d'un environnement hostile et inhospitalier à l'investissement, et par conséquent un ralentissement de la croissance économique.

Pour faire face aux effets négatifs de la libéralisation des marchés de capitaux et surtout des capitaux de court terme, certains pays ont adopté des dispositifs et des mesures appropriés. A titre d'exemple, le Chili a établi une taxe sur les flux entrants de court terme, ce qui a permis de stabiliser ces flux sans affecter les flux de long terme.

### **III.3. Propagation des crises**

La crise des *subprime* s'est déclenchée aux Etats-Unis avant de se propager à quelques pays développés puis vers l'ensemble des pays. La crise asiatique s'est déclenchée au Thaïlande et s'est propagée dans l'ensemble de la région asiatique et à d'autres pays en développement. La question qui se pose est comment une crise apparue dans un pays atteint d'autres pays ou l'ensemble des pays ? Quels sont les canaux de propagation des crises ?

Les deux principaux canaux de transmission des crises sont le canal commercial et le canal des flux financiers. Nous allons présenter brièvement le premier et s'attarder plus sur le deuxième en se focalisant sur le cas de la crise des *subprime*.

#### ***III.3.1. La voie commerciale***

Le premier véhicule de la propagation de la crise est la voie commerciale. En effet, les crises financières s'accompagnent généralement par un ralentissement de la demande des

biens, ce qui affecte les échanges commerciaux entre les pays. La crise des *subprime* a provoqué la baisse de la demande des biens de consommations aux Etats-Unis et en Europe ce qui s'est traduit par la baisse des exportations des pays en développement. A cette diminution des quantités, il faut rajouter la baisse des prix. Cette baisse des exportations et des prix peut engendrer une fermeture d'unités de production et donc des suppressions d'emplois. Ces effets sont plus importants dans les pays en développement dont les revenus sont tributaires des exportations (Gurtner, 2010).

### ***III.3.2. Flux financiers***

L'éclatement d'une crise financière amène les investisseurs à modifier leurs portefeuilles pour réduire leurs expositions au risque ou pour obtenir de la liquidité (Calvo 2005, Goldfajn et Valdés 1997). En effet, une crise financière dans un pays donné peut réduire la liquidité des participants au marché financier. Ce choc de liquidité peut forcer les investisseurs à recomposer leurs portefeuilles en vendant une part des actifs détenus dans d'autres pays pour faire face à ce manque de liquidité. Si le choc de liquidité est suffisamment important, comme le cas de la crise des *subprime*, une crise dans un pays donné peut augmenter le degré de rationnement du crédit et forcer les investisseurs à vendre leurs participations dans des actifs de pays non touchés par le choc initial et présentant des fondamentaux solides.

La libéralisation des flux de capitaux facilite donc la propagation rapide des crises à travers le monde. En revanche, un contrôle des mouvements de capitaux limiterait une telle propagation.

Il est important de signaler que la libéralisation des flux de capitaux dans un pays rend le pays plus vulnérable aux comportements des investisseurs internationaux. Une crise qui se déclenche dans un pays peut amener les investisseurs à modifier leurs anticipations pour certains actifs dans d'autres pays. En effet, le déclenchement de la crise représente ce qu'on appelle un "*wake up call*" qui oblige les investisseurs à revoir leurs perceptions des risques dans d'autres pays (Ahluwalia, 2000) et leurs évaluations des actifs. La crise va donc se propager aux pays dont l'état des fondamentaux est proche de celui du pays qui a connu la crise en premier. Dans ce cas, on parle de contagion discriminante. La propagation de la crise peut aller plus loin en touchant certains pays qui n'ont aucune relation avec le pays où la crise s'est déclenchée : ces pays présentent des fondamentaux différents et n'ont pas de relations

commerciales ou financières avec ce pays. Dans ce cas, on parle de contagion non-discriminante. Dans ce cadre, les retraits de fonds par les investisseurs internationaux reflètent un comportement irrationnel de ces derniers et se traduit par un mouvement de panique non justifié (Forbes et Rigobon, 2000).

Pour Kumar et Persaud (2002), le changement de l'aversion au risque des investisseurs est l'un des canaux de la transmission des crises. Quand l'aversion au risque de l'investisseur augmente, il va réduire son exposition aux actifs les plus risqués et diminuer sa participation dans les marchés émergents et les marchés en développement. L'investisseur cherche désormais à acquérir des actifs de qualité disponibles dans les marchés matures.

La résistance d'un pays à une crise dépend de la capacité de ses différents agents à gérer un choc externe (Pritsker, 2001). Une bonne résistance aux crises passe à travers un marché financier bien développé et un secteur réel prospère.

Théoriquement, la libéralisation des mouvements des capitaux favorise la propagation des crises. Il est intéressant d'explorer le cas de la crise des *subprime*.

### ***III.3.3. Rôle des capitaux étrangers dans la propagation des crises : cas de la crise des subprime :***

L'hypocentre de la crise des *subprime* était le marché des *subprime* aux Etats-Unis. La crise s'est largement propagée jusqu'à atteindre les pays en développement. Ces derniers n'ont pas contribué au déclenchement de la crise mais ils l'ont subie quand même.

Le déclenchement de la crise des *subprime* s'explique essentiellement par la réunion de trois phénomènes: un déséquilibre macroéconomique, un dysfonctionnement microéconomique et des pratiques financières à haut risque (Artus et al. 2008).

L'instabilité macroéconomique consiste en une large liquidité mondiale, une baisse de l'inflation et de sa volatilité<sup>50</sup>, une baisse généralisée des primes de risque, une baisse des taux d'intérêt de long terme, une expansion du crédit dans un contexte non inflationniste et une montée des prix d'actifs.

---

<sup>50</sup> Cette baisse de l'inflation malgré l'ample liquidité est expliquée par la crédibilité des Banques Centrales et la pression à la baisse sur les prix grâce à la concurrence des pays émergents.

Le dysfonctionnement microéconomique réside dans l'exigence d'une forte rentabilité de la part des investisseurs et le relâchement des conditions d'attribution des prêts étant donné la conjoncture économique favorable.

Les pratiques financières à haut risque consistaient en des produits complexes et sophistiqués et des nouveaux véhicules de titrisation.

Pour résumer, l'économie américaine a connu une augmentation des crédits *subprime* accordés aux ménages à revenus modestes pour acquérir un logement. Dans le cadre de ce type de crédit, la garantie exigée par les banques est l'actif immobilier dont la valeur ne cessait d'augmenter. A partir de 2006, les taux d'intérêt remontent, les mensualités aussi et le prix de l'immobilier baisse. Certains ménages se trouvent dans l'incapacité de rembourser leurs dettes. Le prix de l'immobilier continue de baisser jusqu'à être dépassé par la valeur du prêt, ce qui fait que les ménages ne sont plus incités à rembourser, bien au contraire (Mathieu et Sterdyniak, 2009). Les banques américaines sont largement touchées par la crise suite à la défaillance d'une partie de sa clientèle et la méfiance de l'autre partie. Cette situation a abouti à une situation de *credit crunch* à partir du dernier trimestre de 2008, favorisant ainsi l'augmentation des taux d'intérêt.

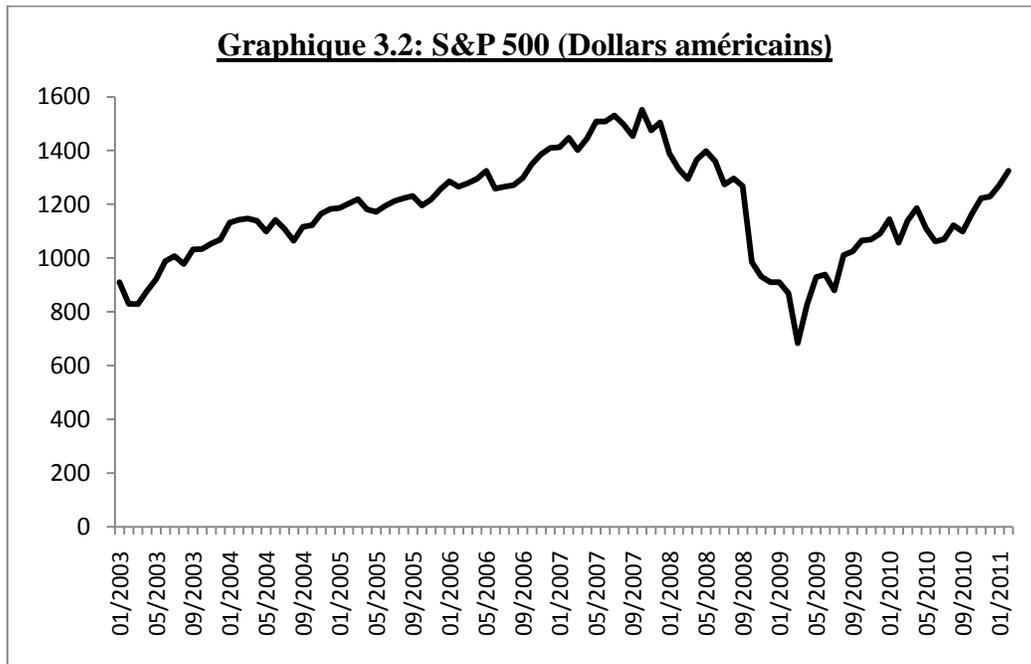
Les pertes enregistrées par les différentes banques américaines (tableau 3.3) ont réduit les capacités des banques à prêter. Les banques étaient amenées à resserrer les conditions d'octroi de crédits. Ces conditions ont lésé la croissance et l'activité boursière. Le marché boursier a été donc touché par la crise.

**Tableau 3.3 : Résultats nets en milliards de dollars -2007**

<b>Banques</b>	<b>3<sup>e</sup> trimestre</b>	<b>4<sup>e</sup> trimestre</b>
Bank of America	3,7	3,3
Goldman Sachs	2,85	3,22
JP Morgan	3,3	3
Citigroup	2,4	-9,83
Merill Lynch	-2,24	-7,8

*Sources: Natixis (dans Artus et al. 2008)*

La baisse de la valeur de l'indice américain S&P 500 a commencé depuis la fin de l'année 2007. L'indice a perdu la moitié de sa valeur entre le mois de septembre 2008<sup>51</sup> et le mois le mars 2009 (graphique 3.2). La chute des valeurs boursières restreint l'activité économique ce qui accentue la chute de la bourse (Mathieu et Sterdyniak, 2009).



Source : DATASTREAM

### **Propagation de la crise des subprime**

Il est intéressant de se concentrer sur le mode de propagation de cette crise à l'ensemble des pays. Commençons par la propagation de la crise en Europe. Cette propagation s'explique par les investissements des banques européennes, des fonds de placements et des fonds de pension européens aux Etats-Unis. L'éclatement de la crise aux Etats-Unis a engendré une dépréciation d'une partie des actifs de ces institutions. Le tableau qui suit (tableau 3.4) nous donne un aperçu sur les dépréciations d'actifs liées aux *subprime* de quelques banques européennes.

<sup>51</sup> Le mois de septembre 2008 a connu la faillite de la banque d'investissement Lehman Brothers.

**Tableau 3.4 : Dépréciations d'actifs liées aux subprimes (Milliards de dollars)**

<b>Banques</b>	<b>Dépréciation</b>
UBS (Union de Banques Suisses)	37
Deutsche Bank	6,5
Crédit Agricole	5
Crédit Suisse	4,7
Société générale	3,3
Barclays	2,7
BNP Paribas	1,8

*Sources: Thomson One et Natixis ( dans Artus et al. 2008)*

*Note: les dépréciations concernent le deuxième semestre de 2007 et le premier trimestre de 2008*

Les banques européennes ont également enregistré une baisse du profit et même des pertes pour certaines (tableau 3.5). Cette situation a amené les banques européennes à resserrer à leur tour les conditions d'attribution des prêts et donc à réduire les crédits accordés.

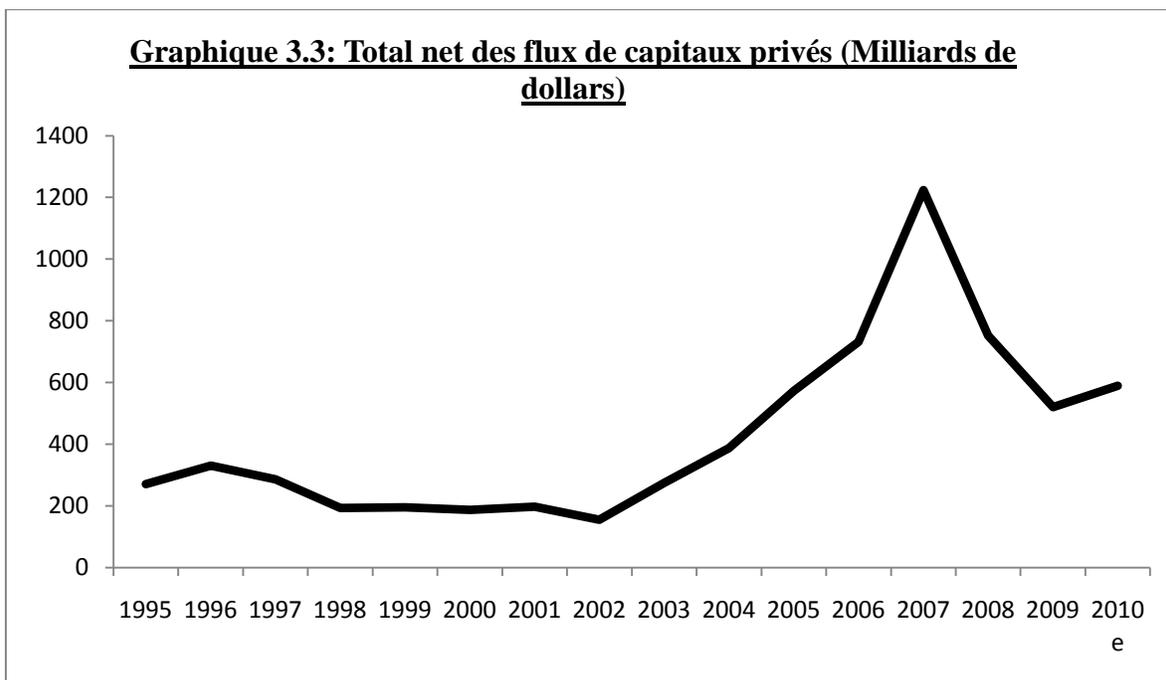
**Tableau 3.5 : Résultats nets en milliards d'euros -2007**

<b>Banques</b>	<b>3<sup>e</sup> trimestre</b>	<b>4<sup>e</sup> trimestre</b>
UBS	-0,495	-7,57
Société générale	1,12	-3,35
Deutsche Bank	1,4	0,77
Fortis banque	0,8	-
BNP Paribas	2,03	1
Crédit Agricole	0,95	-

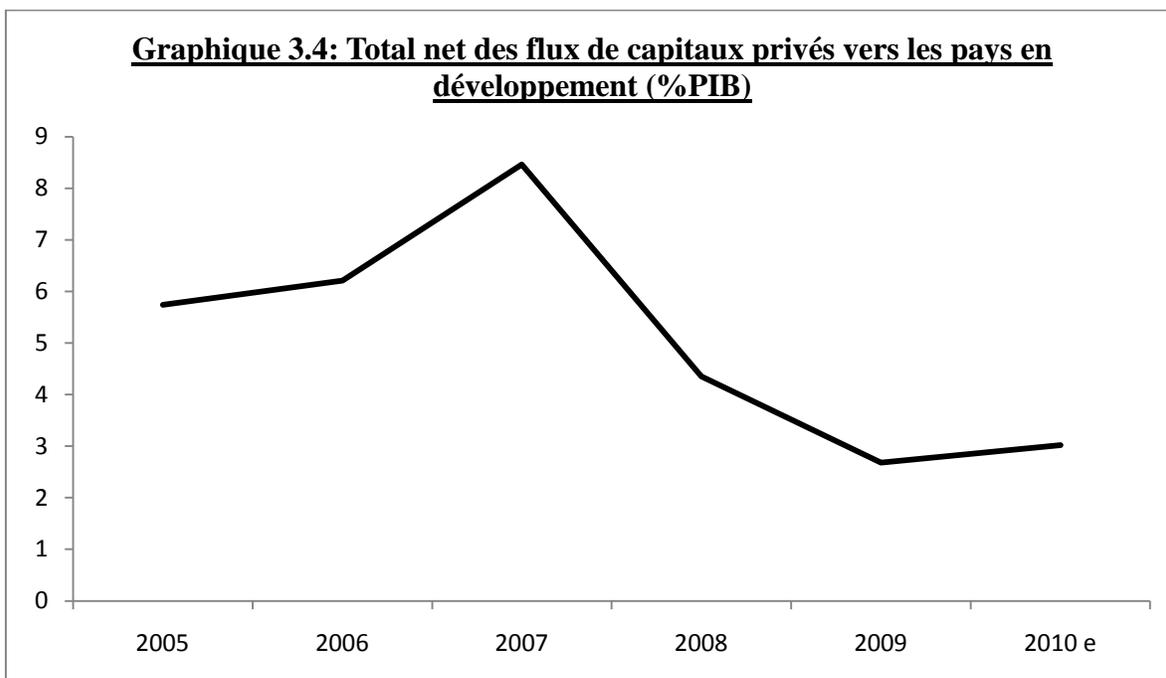
*Sources: Natixis (dans Artus et al. 2008)*

La crise a également touché les pays émergents et les pays en développement en général. Dans le cadre de notre problématique, nous focalisons notre intérêt sur les flux de capitaux comme canal de propagation de la crise. Les flux net de capitaux privés vers les pays en développement sont passés de 1226 milliards de dollars en 2007 à 752 milliards de dollars en 2008 ; soit une baisse de 38%. En 2009, la situation ne s'est pas améliorée et les flux privés

ont continué de baisser (graphique 3.3 et graphique 3.4) pour atteindre 520,6 milliards de dollars.

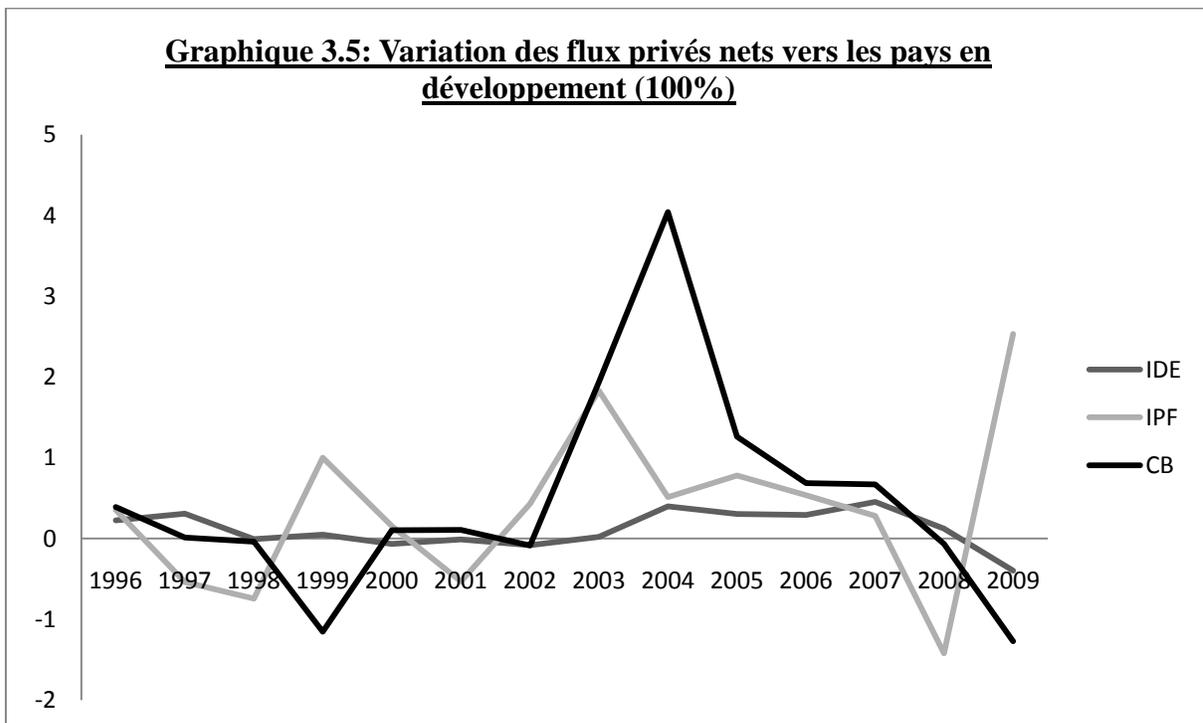


Source : Global Development Finance (divers numéros)  
e : estimation



Source : Global Development Finance (divers numéros)  
e : estimation

Suite au déclenchement de la crise, les investisseurs ont réduit leurs investissements dans les pays en développement. Les crédits bancaires et les investissements en portefeuille ont connu la plus large baisse relativement aux investissements directs (graphique 3.5). Entre 2007 et 2008, les investissements en portefeuille ont chuté de 142%. La baisse des crédits bancaires était plus importante entre 2008 et 2009 ; elle était de 127%. Pour les investissements directs étrangers, ils ont augmenté en 2008 de 12% et baissé en 2009 de 39.6%.



Source : Global Development Finance (divers numéros), calculs de l'auteur

CB : crédit bancaire

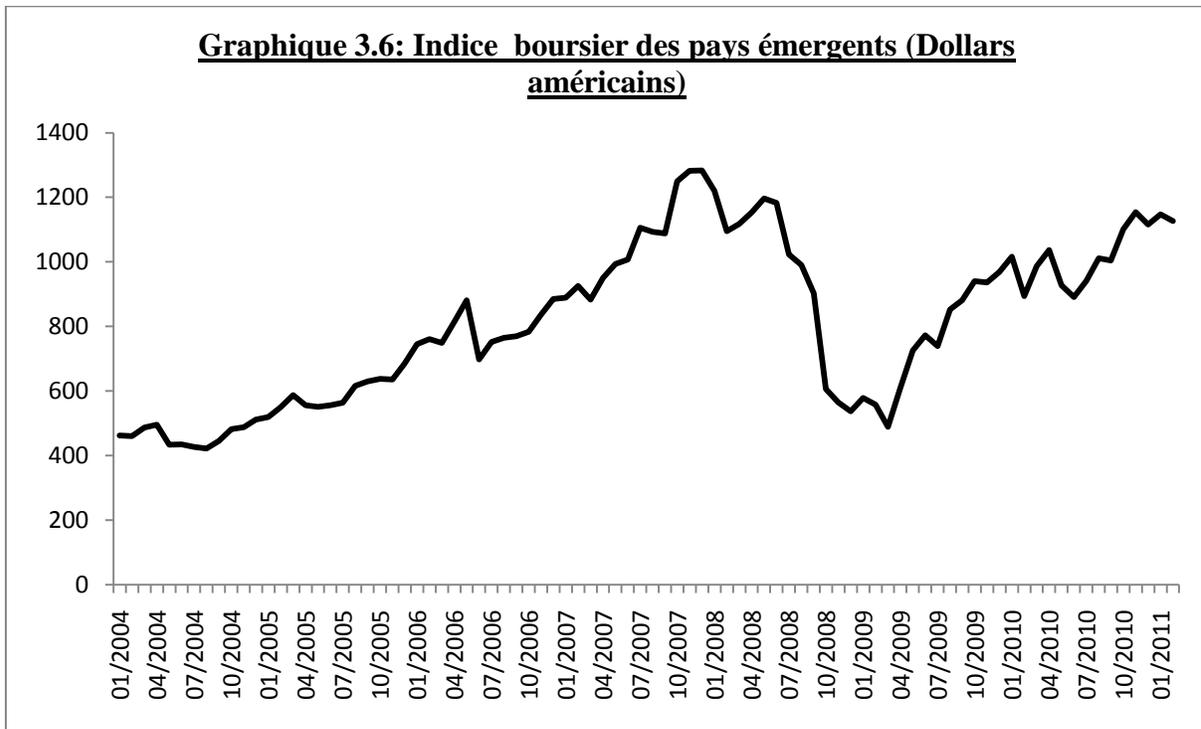
IPF : investissement de portefeuille

IDE : investissement direct étranger

Les banques des pays développées ont été largement touchées par la crise, comme nous l'avons déjà vu, ce qui explique largement la réduction des prêts bancaires étrangers vers les pays en développement. Les bourses des pays en développement ont subi la modification du comportement des investisseurs engendré par la crise. Par exemple, la chute de l'indice des marchés émergents<sup>52</sup> s'est amorcée en mai 2008. Entre cette date et le mois de mars 2009,

<sup>52</sup> Il s'agit du MSCI emerging markets index. C'est un indice de capitalisation boursière qui représente les marchés boursiers émergents. Il concerne 21 pays émergents: Brésil, Chili, Chine, Colombie, République

l'indice a perdu 60% de sa valeur (graphique 3.6). Cette baisse est expliquée par le fait que les investisseurs internationaux sont devenus plus avertis au risque et manquaient de fonds pour investir étant donné la dépréciation d'une partie de leurs actifs.



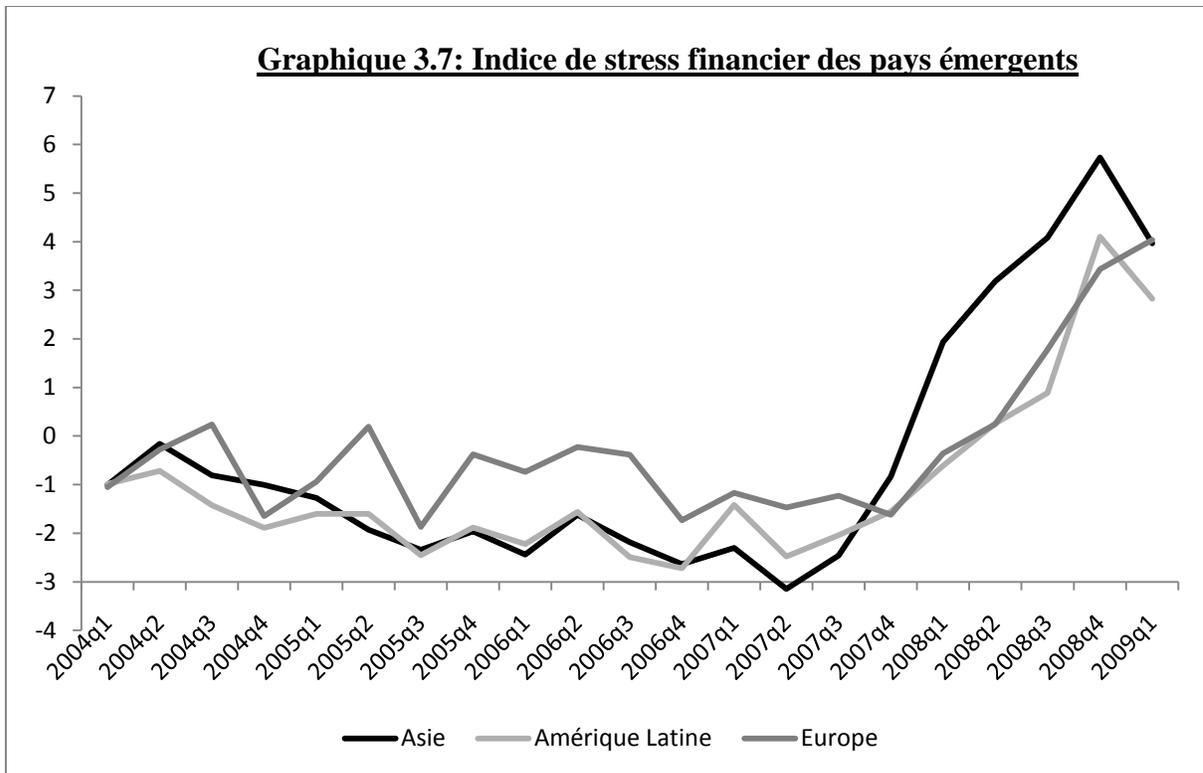
Source : DATASTREAM

Dans l'ensemble, il y a eu une augmentation du stress financier qui atteint son pic pendant le dernier trimestre de 2008 comme le montre le graphique 3.7 relatif à l'indicateur de stress financier<sup>53</sup>. L'augmentation du stress financier est expliquée par : la hausse des attentes de pertes financières, l'augmentation du risque à savoir la probabilité de pertes et l'accroissement de l'incertitude (Banque du Canada, 2003).

---

tchèque, Egypte, Hongrie, Inde, Indonésie, Corée, Malaisie, Maroc, Mexique, Pérou, Philippines, Pologne, Russie, Afrique du Sud, Taiwan, la Thaïlande et la Turquie.

<sup>53</sup> Il se compose de 7 sous-indices relatifs aux secteurs bancaires, marchés boursiers, et la volatilité des taux de change. L'indice de stress est un indicateur qui reflète le niveau de stress subi par le secteur financier. Plus la valeur de cet indice est élevée, plus le stress supporté par le secteur financier est important.

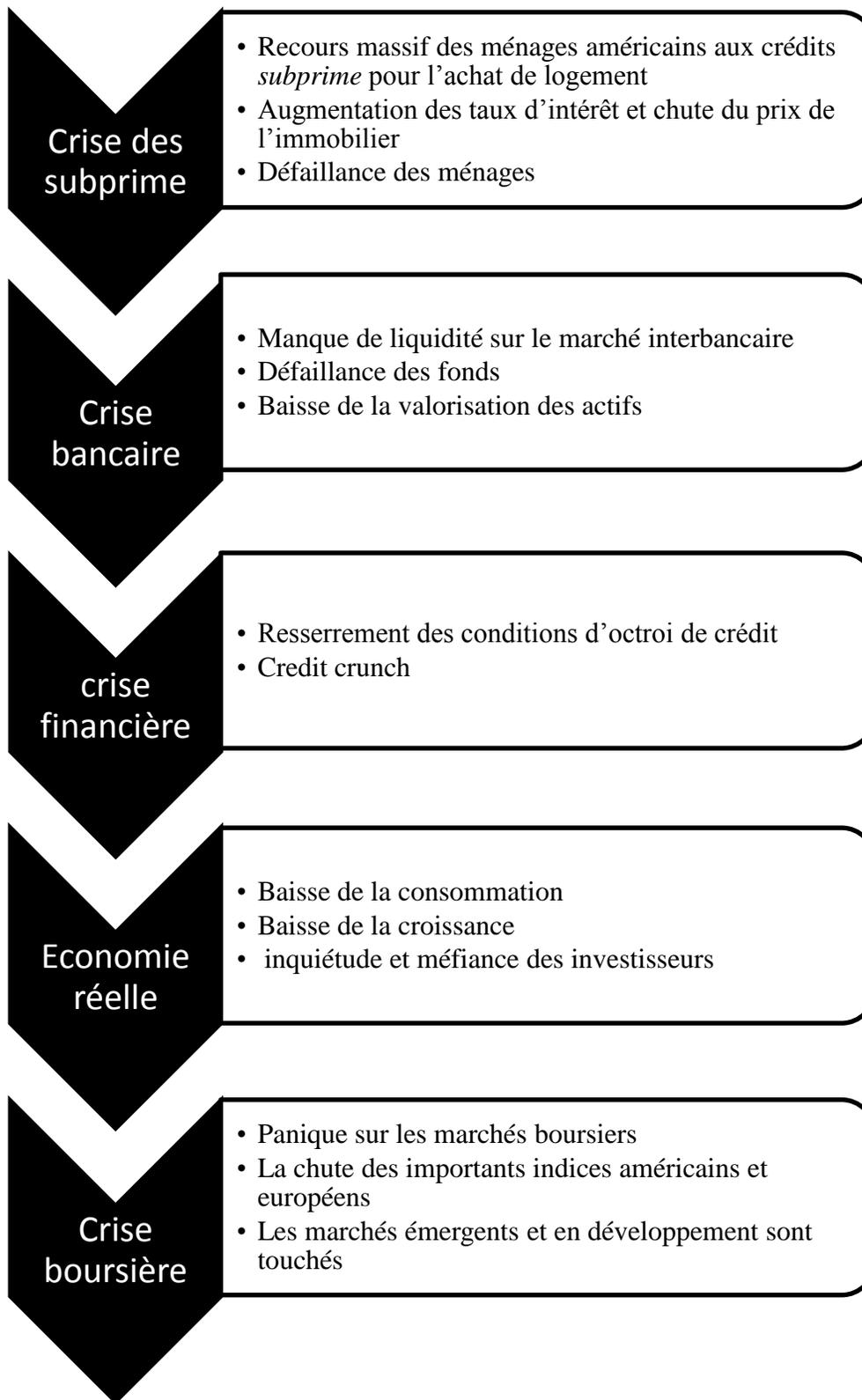


Source: FMI (2009)

Avec la libéralisation des flux de capitaux, la structure financière des marchés des capitaux a largement évolué. La crise des *subprime* a remis en cause toute cette structure qui a soutenu la propagation de la crise et son amplification et qui a montré certaines défaillances. Ces dernières concernent essentiellement le fonctionnement des mécanismes de stabilisation, l'évaluation des risques et surtout la propagation des crises.

Pour résumer, la crise des *subprime* et sa propagation à l'ensemble des pays confirme que la libéralisation des flux de capitaux augmente la vulnérabilité des pays aux chocs externes et rend le phénomène de contagion inéluctable et non maîtrisable.

## Schéma récapitulatif de la crise :



## **IV. Les effets spécifiques**

Les différents flux de capitaux privés présentent des caractéristiques diverses. Les IDE se caractérisent par leur caractère durable et surtout par le transfert technologique qui les accompagne. Les prêts bancaires ont une fonction importante de soutien au système bancaire domestique. Les investissements de portefeuille se caractérisent par leur caractère spéculatif. Ces caractéristiques différentes font que l'effet de chaque type de flux sur la croissance est différent.

### **IV.1. L'IDE : le transfert technologique**

#### ***IV.1.1. Définition du transfert technologique***

Le transfert technologique est défini comme l'acquisition, l'adaptation et l'utilisation des connaissances technologiques par un individu, un groupe ou une société autre que celle qui a développé la technologie (Li-Hua, 2004). Le concept de transfert technologique implique plus que la capacité à acquérir des nouvelles connaissances ou produire avec des processus de production plus élaborés et améliorés (Miles, 1995). Il couvre aussi les capacités à adopter l'engineering et les connaissances managériales, à développer et implanter la technologie qui va permettre d'atteindre les objectifs stratégiques et opérationnels de l'organisation d'accueil. En résumé, on peut dire que le concept de transfert technologique ne concerne plus que la technologie, mais aussi toutes les connaissances qui sont susceptibles de stimuler l'activité de l'économie d'accueil et permettre à cette dernière de réaliser davantage de profits.

Le transfert technologique est considéré comme la plus importante des raisons pour lesquelles les pays souhaitent attirer l'investissement étranger (Blomström, 1991). En invitant les firmes multinationales, les pays d'accueil peuvent accéder à la technologie qu'ils ne produisent pas eux-mêmes. La technologie peut être transférée de deux manières : soit intentionnellement, soit involontairement (Li-Hua, 2004). Il est à penser que c'est la deuxième manière qui est la plus répandue, surtout si on part de l'idée que la firme d'origine cherche toujours à protéger sa technologie et à limiter sa diffusion pour garder les avantages qu'elle détient par rapport aux firmes locales.

#### *IV.1.2. Les canaux de transmission de la technologie*

Dans la littérature économique, on distingue généralement trois canaux qui permettent ce transfert. Le premier canal réside dans les effets de démonstration. En effet, les firmes locales peuvent adopter les technologies utilisées et introduites par les firmes étrangères à travers l'imitation. L'effet de démonstration consiste donc au fait de s'exposer à la technologie supérieure des firmes multinationales, ce qui va conduire ou même obliger les firmes locales à améliorer leurs procédés de production pour pouvoir faire face à la concurrence. Le deuxième canal, c'est le capital humain. Les ouvriers formés et employés par les firmes multinationales peuvent transférer des connaissances importantes aux firmes locales à travers les échanges avec les employés de cette dernière. Ils peuvent aussi contribuer à la diffusion de la technologie en installant leurs propres firmes une fois qu'ils ont acquis les connaissances nécessaires ou simplement en changeant d'employeurs (Glass et Saggi, 2002). Le troisième canal est l'intégration verticale. Les multinationales peuvent transférer la technologie aux firmes qui sont les fournisseurs potentiels ou les vendeurs de produits intermédiaires (Saggi, 2002).

Pour Abi-Saab (1967), le transfert technologique peut être :

- assuré en premier lieu par la firme étrangère à une autre de sa branche d'activité ou bien à une de ses filiales implantée dans un pays moins développé. Dans ce cas, le transfert de la technologie est assuré par l'IDE dans ce pays.
- arrangé par les brevets d'utilisation d'un processus de production dans les pays les moins développés.
- opéré à travers la formule de clé en main. Selon cette formule, la firme étrangère s'occupe de la construction de toutes les installations et les machines nécessaires au processus de production.

Selon Bricout et Tersen (1996), le volume et la nature de la technologie transférée sont en grande partie influencés par le niveau de compétitivité du pays d'accueil. L'impact est donc d'autant plus grand que les firmes locales sont capables d'assimiler les nouvelles technologies. Dans le cas contraire, notamment dans les pays à faible capacité innovatrice, la

domination des firmes étrangères peut inhiber l'apprentissage local et décourager les firmes nationales de développer leurs propres activités de R&D.

Le succès du transfert technologique dépend de son efficacité et de sa convenance au pays d'accueil (Samli, 1985). Si la technologie transférée n'est pas appropriée pour les besoins et les conditions en vigueur dans le pays hôte, elle va être rejetée quelque soit son niveau et son efficience.

#### ***IV.1.3. Obstacles au transfert technologique***

Glass et Saggi (1999) attirent l'attention qu'étant donné que la technologie avancée est l'un des actifs intangibles qui permet aux firmes multinationales de rivaliser et concurrencer les firmes locales, les firmes étrangères n'ont pas intérêt à diffuser la technologie; bien au contraire, elles doivent limiter sa diffusion pour pouvoir maintenir un avantage par rapport aux firmes locales. Une fois la technologie diffusée, la firme multinationale devrait faire face à une concurrence plus rude et son existence devient menacée.

Saggi (2002) présente une méthode offerte aux firmes multinationales pour limiter la diffusion de la technologie. Elle consiste à réduire le taux de rotation de la main d'œuvre en offrant des salaires supérieurs à ceux offerts par les concurrents locaux. Dans ce cas, la firme multinationale garantit la stabilité de ses employés qui n'auront aucune raison pour la quitter et partir avec toutes les connaissances et le savoir faire acquis lors de leur période de travail au sein de la multinationale. L'intérêt des firmes multinationales à payer un salaire supérieur pour garder ses employés et les empêcher de partir est plus important si le coût de formation des travailleurs est assez élevé (Glass et Saggi, 2002). Donc, le départ des employés présente un double méfait : d'une part, la diffusion de la technologie et, d'autre part, la perte d'une partie du capital humain, dont le remplacement est coûteux.

Pour Bricout et Tersen (1996), la firme multinationale n'est pas spontanément incitée à diffuser sa technologie. En effet, la détention d'une technologie nouvelle est souvent à l'origine de son avantage monopolistique et la firme a intérêt à conserver sa position de monopole le plus longtemps possible. Afin de protéger sa technologie et de retarder le risque d'imitation, la firme multinationale internalisera les activités de recherche et développement (R&D), de production et de vente des nouveaux produits. La firme va donc s'occuper de

toutes les activités innovantes et stratégiques ; limitant ainsi la diffusion de la technologie. Par ailleurs, les activités de R&D restent en grande partie centralisées au sein de la maison-mère et donc dans le pays d'origine, notamment celles présentant un caractère stratégique, afin que le centre décisionnel exerce un contrôle efficace sur sa diffusion. Les centres de recherche appliquée (comme l'adaptation du produit au marché local) sont en revanche plus souvent délocalisés.

## **IV.2. Prêts bancaires : développement et stabilité du secteur bancaire**

En général, les pays en développement souffrent d'un faible niveau du crédit bancaire et un système bancaire non développé. Les prêts bancaires étrangers vont présenter un soutien à ces pays pour faire face à cette situation.

### ***IV.2.1. Remède à un système bancaire non développé***

Pour De Haas et Van Lelyveld (2004) qui s'intéressent aux pays de l'Europe centrale et orientale, les crédits bancaires étrangers peuvent s'avérer très bénéfiques pour les pays en développement étant donné que ça leur permet de faire face au faible niveau du crédit domestique. En effet, en général les banques étrangères se caractérisent par une taille imposante et des capacités d'allocation de crédits plus importantes.

Pour les pays en transition, le système bancaire était généralement entre les mains de l'Etat. Mais, beaucoup de pays ont manifesté le désir d'abandonner un système monobancaire (système de banque unique). La privatisation a donc visé à couper le lien entre l'Etat et le secteur bancaire dans le but de favoriser l'allocation optimale des ressources financières, améliorer la gouvernance des banques et augmenter la compétition entre les banques. En résumé, il fallait privatiser pour créer un système bancaire efficient. Mais la question qui se pose dans ce cadre est pourquoi céder les banques aux étrangers ? La première raison est simplement le fait que l'Etat désire recevoir un prix de vente satisfaisant. Le deuxième argument avancé est que vendre aux étrangers va créer un "marché de contrôle", comme une mesure de discipliner les managers des banques. En plus, l'entrée des propriétaires étrangers qui sont essentiellement les banques étrangères va permettre l'introduction d'une compétence opérationnelle dans les banques (Weill, 2003). Suite au processus de privatisation, il y a

d'autres facteurs qui ont influencé la décision des banques étrangères à s'installer dans les pays en transition. Parmi ces facteurs, il y en a un qui réfère à l'investissement direct étranger. En effet, certaines banques ont seulement suivi leurs clients qui sont partis investir ailleurs. Les investisseurs ayant investi dans les pays en développement peuvent avoir besoin de certains services que les banques déjà installées dans ces pays n'offrent pas. Les banques étrangères vont donc remédier aux problèmes de manque de développement du système bancaire local. En résumé, la présence de certaines banques étrangères peut être dans le but d'apporter le soutien nécessaire à l'activité commerciale de leurs clients.

Un autre déterminant justifiant l'installation des banques dans certains pays est simplement l'existence d'opportunités dans ces pays. L'impact de ce facteur est confirmé empiriquement aussi bien pour les pays en développement que pour les pays développés et il soutient une relation positive entre la part des banques étrangères et la croissance du PIB du pays d'accueil (Moshirian, 2001).

#### ***IV.2.2. Stabilité du secteur bancaire***

Les filiales à l'étranger des banques internationales sont perçues comme plus sûres que les banques domestiques, et spécialement quand il y a des difficultés économiques. Cette perception est expliquée par le fait que ces banques sont soutenues par les banques mères. Un autre point à citer, c'est que les banques étrangères peuvent être moins sensibles aux pressions politiques. Ces points forts impliquent une relation positive entre la présence des banques étrangères et les indicateurs de performance du secteur financier (Detragiache, Gupta et Tressel, 2006).

Selon Clarke et al. (2005), les partisans de la participation des banques étrangères confirment que les banques étrangères amènent du capital nouveau, améliorent les connaissances managériales et soutiennent les pratiques bancaires efficaces et compétitives. En plus, les banques étrangères ont accès à des sources de financement autres que les dépôts locaux. A partir de cette idée beaucoup confirment que la participation des banques étrangères engendre une volatilité moindre et une forte croissance des prêts accordés dans une économie.

Le rôle des banques étrangères en cas de crises est également à évoquer. En effet, certains pays ont eu recours aux banques étrangères pour faire face aux effets des crises sur le système bancaire local. Haber et Musacchio (2005) ont analysé l'expérience mexicaine durant les années 1990. Après la mauvaise gestion de la privatisation bancaire qui a déclenché une crise financière en 1994-1995, le gouvernement mexicain a introduit plusieurs réformes dont la libéralisation de l'entrée des banques étrangères. Cette présence des banques étrangères a contribué à l'augmentation de la capitalisation bancaire, et à la baisse des prêts non performants ainsi que les coûts opérationnels ; mais en même temps les prêts et particulièrement au secteur privé ont baissé. Bien que le système bancaire mexicain soit devenu plus stable et plus profitable, il semble avoir légué l'activité de prêt au secteur privé.

### **IV.3. Investissement de portefeuille : prix, spéculation et formation de bulle**

#### ***IV.3.1. La post-libéralisation***

Arestis et Sawyer (2005) affirment que durant le premier stage de la libéralisation des marchés boursiers, on assiste à une augmentation insoutenable des prix des actifs. Cette augmentation est due à l'euphorie des investisseurs. Elle n'est justifiée ni par un changement des fondamentaux ni par des nouveaux flux d'information sur le marché. Cette distorsion aux niveaux des prix va induire les investisseurs en erreur à travers la prise de mauvaises décisions d'investissement quant à l'allocation de leur ressource et la constitution de leur portefeuille.

Calvo et Mendoza (1997) ont mis en lumière le fait qu'une libéralisation générale des mouvements des capitaux risque de provoquer un comportement moutonnier « herding » des investisseurs internationaux. En effet, ceux-ci se voient ouvrir des possibilités de plus en plus multiples de placement sans qu'ils aient les moyens de procéder à une évaluation correcte du risque. Dès lors, ils peuvent être tentés de s'aligner sur le comportement des autres investisseurs, et ceci va accroître l'amplitude des flux et le risque de surréaction des marchés boursiers.

Patro (2005), en utilisant l'introduction des fonds de pays comme critère pour la détermination de la date de la libéralisation du marché boursier, est arrivé à une conclusion

qui affirme que la libéralisation a un effet positif sur les prix des actions dans les marchés émergents.

Pour étudier l'impact de la libéralisation sur l'évaluation des prix des actions du marché boursier, Henry (2000b) compare l'évaluation du marché boursier en autarcie à l'évaluation du marché boursier après la libéralisation. En autarcie, la valeur du marché boursier doit être donnée par :

$$V = \frac{\bar{\pi}}{(r + \theta)} = P_k \quad (3.29)$$

Avec :

$\bar{\pi}$  : Le profit espéré par unité de capital agrégé

$r$  : Le taux d'intérêt réel domestique en autarcie

$\theta$  : La prime de risque en autarcie

$P_k$  : Le prix d'une unité de capital

En supposant que la libéralisation n'a pas d'impact sur le numérateur  $\bar{\pi}$ , la valeur du marché boursier suite à la libéralisation est donnée par :

$$V^* = \frac{\bar{\pi}}{(r^* + \theta^*)} > P_k \quad (3.30)$$

Avec :

$r^*$  : Le taux sans risque international et qu'il suppose inférieur au taux sans risque domestique  $r$

$\theta^*$  : La prime de risque après la libéralisation du marché boursier. Conformément aux partisans de la libéralisation des mouvements de capitaux, la prime de risque va diminuer quand un pays émergent complètement segmenté libéralise son marché boursier, soit  $\theta^* < \theta$ .

Stulz (1999) affirme que les rendements élevés des marchés émergents pendant les années 1990 sont bien connus. Par exemple, de décembre 1984 à décembre 1994, la valeur réelle des actions des marchés émergents a augmenté de 202%, alors que le S&P500 a augmenté de 93.5%. Puisque plusieurs libéralisations ont eu lieu pendant cette période, la performance des marchés émergents est compatible avec la prévision théorique de la hausse des évaluations des actions accompagnant la libéralisation. Cependant, les évaluations des marchés boursiers ne sont pas affectées seulement par la libéralisation des flux de capitaux. Cette dernière est souvent accompagnée par d'autres événements affectant l'économie qui libéralise son marché. Par exemple, l'économie peut avoir une nouvelle politique de régime orienté vers le marché et peut aussi entreprendre des réformes domestiques importantes qui augmentent les évaluations des marchés boursiers. Ainsi, la performance du marché boursier dépend de la manière du fonctionnement de l'économie et par conséquent, les conditions macroéconomiques doivent être prises en compte.

Henry (2000a) a présenté les premières estimations empiriques de l'impact de la première libéralisation du marché boursier sur les cours boursiers. Il constate que la libéralisation engendre une augmentation des prix des actions de l'ordre de 37%. Cette augmentation est enregistrée entre les sept mois qui précèdent la libéralisation et le mois de la libéralisation. Après l'ajustement du modèle initial par l'introduction des rendements des actions du marché international et l'introduction d'autres événements qui affectent ces économies et les conditions macroéconomiques, l'augmentation des prix baisse par rapport au modèle initial (avant ajustement) mais elle reste assez élevée. Elle est de l'ordre de 31,2%.

### ***IV.3.2. Les Bulles spéculatives***

L'entrée des capitaux étrangers sur le marché boursier peuvent amplifier les bulles spéculatives et peuvent même être à l'origine de formation de bulles.

Une bulle spéculative "correspond à une situation où le cours des titres augmente fortement et atteint des niveaux jugés, par une petite minorité de personnes lucides, comme globalement excessifs en comparaison avec la valeur réelle des actifs. Elle s'achève généralement par un

éclatement de la bulle et une baisse rapide des cours. La première bulle mémorable eut lieu en Hollande avec la spéculation sur les bulbes tulipes au milieu du XVIIe siècle."<sup>54</sup>

Cependant, cette vision paraît réductrice pour Colmant et al. (2009). D'une part, des écarts de prix par rapport à la valeur fondamentale n'entraînent pas toujours l'emballement des cours. D'autre part, toute tendance fortement haussière ne s'achève pas systématiquement par un effondrement brutal des cours.

Selon Sornette et Zhou (2003), l'analyse des différentes bulles financières permettent de définir 5 étapes et c'est les deux premières qui nous intéressent : la première est caractérisée par des indicateurs économiques positifs. La bulle commence avec une certaine augmentation de la production et la vente dans un marché relativement optimiste. Compte tenu des estimations positives, les investisseurs achètent et les prix augmentent. C'est à la deuxième étape que les investissements étrangers apparaissent. Les investisseurs sont attirés par les gains potentiels et notamment les investisseurs étrangers qui sont attirés par le potentiel de diversification et de revenus. Ceci conduit à une augmentation additionnelle des prix. Donc les investisseurs étrangers contribuent largement à la bulle spéculative.

Au début des années 1990, une grande confiance dans les pays émergents s'est développée. Il s'ensuit des exportations massives de capitaux vers ces régions. Le mimétisme a renforcé cette tendance dès lors que ces entrées de capitaux provoquent une envolée des cours boursiers. Ainsi, à Bangkok, entre 1991 et 1996, les cours boursiers triplent. Un indicateur plus global, l'indice IFC<sup>55</sup> montre, quant à lui, une progression de 24% pour toutes les économies dites émergentes entre 90 et 94 à comparer aux 11,5% de l'indice S&P500 pour les Etats-Unis sur la même période (Orléan, 2001).

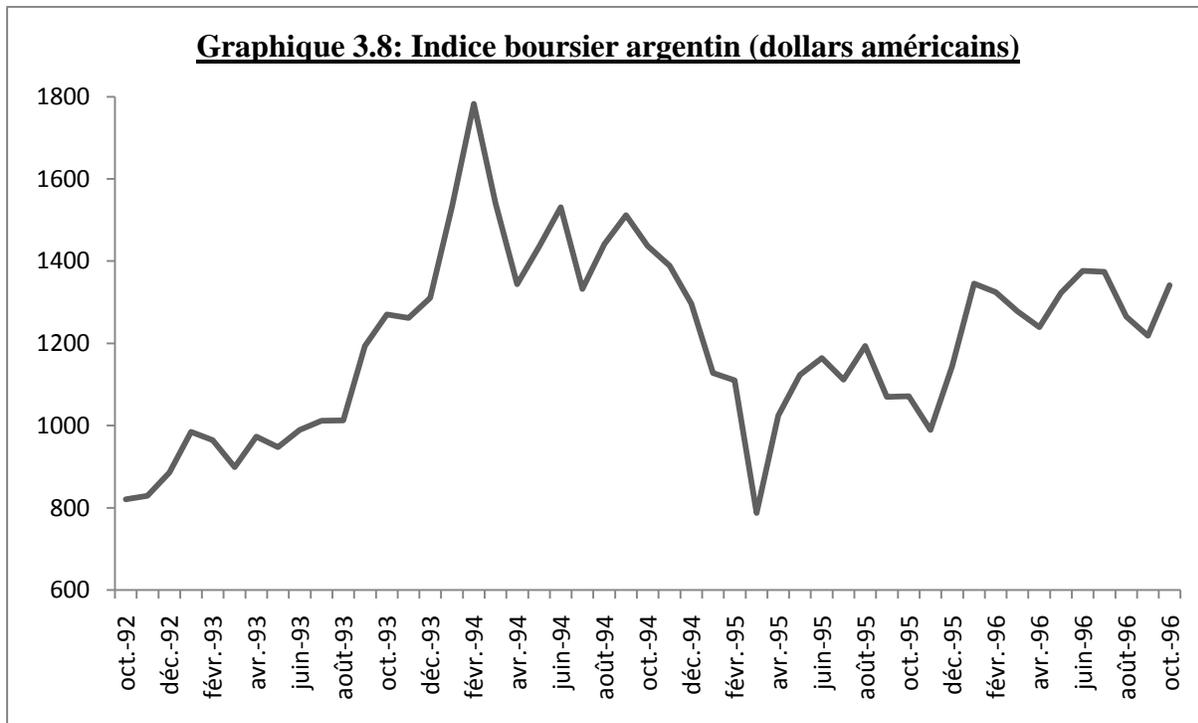
En Argentine, la libéralisation financière externe s'est accompagnée d'une entrée massive de capitaux à court terme, qui se sont placés essentiellement dans des activités spéculatives. Cette entrée massive de capitaux est à l'origine de l'augmentation des montants négociés en actions entre 1991 et 1994. Durant cette période, ces montants ont passé d'environ 5 milliards

---

<sup>54</sup> [http://www.vernimmen.net/html/glossaire/definition\\_bulle\\_financiere.html](http://www.vernimmen.net/html/glossaire/definition_bulle_financiere.html)

<sup>55</sup> *International Finance Corporation*, organisme rattaché à la Banque Mondiale.

de dollars à plus de 110 milliards<sup>56</sup>. A cette augmentation viennent s'ajouter des anticipations optimistes concernant la croissance pour donner lieu à la naissance des bulles spéculatives à la bourse de Buenos Aires. L'éclatement de la première bulle était lors de la crise du marché obligataire américain, c'est-à-dire février 1994 et celui de la deuxième lors de la crise mexicaine (septembre 1994). Ces deux éclatements sont largement visibles sur le graphique 3.8<sup>57</sup>.



Source : DATASTREAM

## **Conclusion**

**L**a principale fonction du système financier est l'allocation des ressources nécessaires au financement de l'économie. Il y a une relation évidente entre la sphère financière et la sphère économique. Cette relation est principalement assurée par deux canaux à savoir l'accumulation du capital et l'innovation technologique. En effet, la production dépend du stock de capital existant et donc de l'épargne dont la

<sup>56</sup> Chiffres figurant dans Miotti et Plihon (2001)

<sup>57</sup> L'indice représenté est l'indice calculé par MSCI (Morgan Stanley Capital International) pour le marché boursier argentin.

mobilisation revient au système financier. Elle dépend également des procédés de fabrication utilisés. Des procédés innovants vont permettre de produire davantage avec les mêmes intrants.

Pour les partisans de la libéralisation, le développement financier notamment la libéralisation des flux de capitaux a tendance à stimuler la croissance économique. Ils avancent comme argument le fait que ces flux de capitaux contribuent à la baisse du coût du capital et à l'augmentation de l'investissement. La diversification du risque engendrée par les capitaux étrangers conduit à une baisse du coût du capital. En plus, avec l'entrée des investisseurs étrangers, l'investissement dans l'économie augmente par l'augmentation des agents qui y participent.

Cependant, les effets négatifs des capitaux étrangers ne sont pas à négliger. En effet, ces flux de capitaux peuvent avoir un effet néfaste sur la stabilité financière. Ce sont les flux boursiers qui sont souvent désignés pour le rôle déstabilisateur étant donné leur caractère spéculatif et court-termiste. Les flux bancaires peuvent avoir les mêmes effets surtout pendant les périodes de crises. En plus, les investissements étrangers peuvent évincer les investissements domestiques. Le degré d'éviction peut dépendre de la distribution sectorielle des investissements étrangers. Les flux de capitaux vers les pays en développement étaient l'un des plus importants canaux de propagation des crises. Ceci est nettement visible avec le cas de la crise des *subprime* qui s'est transformée d'une crise locale à une crise mondiale.

Il est important de signaler que les différents flux de capitaux étudiés présentent des effets spécifiques. Les IDE s'accompagnent généralement d'un transfert de technologie qui peut se propager dans l'économie domestique à travers l'effet de démonstration, le capital humain et l'intégration verticale. La présence des crédits bancaires étrangers peut améliorer l'activité bancaire sur le marché domestique et promouvoir des pratiques bancaires efficaces. Pour les investissements de portefeuille, ils peuvent être à l'origine de la formation ou de l'amplification des bulles spéculatives.

Après avoir présenté les impacts que peut avoir les différents flux de capitaux sur la croissance économique, il nous paraît important de réaliser une étude économétrique pour étudier davantage cette relation.

## **Chapitre 4:**

# **Libéralisation des mouvements de capitaux et croissance économique :**

## **Etude empirique**

## Introduction

Dans le chapitre précédent, nous avons traité les différents canaux à travers lesquels les flux de capitaux agissent sur la croissance économique. D'une part, les flux de capitaux peuvent stimuler la croissance économique à travers l'accumulation du capital et l'innovation technologique. D'autre part, les flux de capitaux peuvent être nuisibles à la croissance étant donné l'instabilité financière, l'effet d'éviction qu'ils sont susceptibles de provoquer et le rôle qu'ils jouent dans la propagation des crises.

Concernant cette relation entre les flux de capitaux et la croissance économique, les études économétriques sont assez divergentes. D'un côté, on trouve les travaux qui aboutissent à des résultats positifs à savoir les travaux de Quinn (1997) et ceux de Bekaert et al. (2005). D'un autre côté, certaines études n'aboutissent pas à ce résultat positif mais plutôt à un résultat négatif ou un résultat positif dépendant de l'interaction des flux avec le niveau développement du pays hôte. Klein et Olivei (2008) constatent l'échec de la libéralisation du compte de capital à promouvoir la croissance économique dans les pays en développement. Edwards (2001) trouve le même résultat. Pour Kraay (1998), les effets de la libéralisation dépendent de certaines pré-conditions concernant les politiques économiques et l'environnement institutionnel.

Dans ce chapitre, nous allons mener notre propre étude économique afin de déterminer la nature des relations entre les flux de capitaux et la croissance économique. Dans le cadre de cette étude, nous différencions trois types de flux à savoir les investissements directs étrangers, les investissements de portefeuille et les prêts bancaires. Cette différenciation nous permet de comparer les effets des différents flux sur la croissance économique. La relation positive qui lie les investissements directs étrangers à la croissance est confirmée dans la majorité des travaux et le caractère stable de ces flux est mis en avant. Dans notre étude, nous nous attendons à des coefficients positifs associés aux différents indicateurs des IDE ; ceci contrairement aux investissements de portefeuille pour lesquels nous nous attendons à des coefficients négatifs. En effet, ces flux se caractérisent par leur instabilité et leur caractère court-termiste. Les effets des prêts bancaires sur la croissance ne sont pas prévisibles. D'un

point de vue théorique, les deux effets aussi bien positifs que négatifs peuvent être attendus. Sur le plan empirique, les études menées sont peu nombreuses.

Notre présent chapitre se compose de deux parties. Dans la première, nous présentons notre étude économétrique à savoir le modèle à adopter et les différentes variables, la méthode d'estimation retenue et l'échantillon de pays sélectionnés pour l'étude ainsi que sa répartition en groupes. La deuxième partie sera consacrée à la présentation des résultats et à leurs discussions.

## **I. Présentation de l'étude économétrique**

Dans cette partie, nous allons traiter économétriquement la relation entre les flux de capitaux et la croissance économique. Dans le cadre de notre étude, nous allons introduire différents indicateurs relatifs aux différents flux de capitaux dans une régression expliquant la croissance économique. Le modèle de croissance retenu s'inscrit dans le cadre théorique des modèles de croissance endogène. Dans ces modèles, la croissance de long terme est déterminée par les politiques gouvernementales et d'autres facteurs. Les premiers modèles ont élargi la notion de capital pour introduire le capital humain (Romer 1986, Lucas 1988). Barro (1990,1991) a introduit la consommation publique dans ces modèles de croissance endogène.

### **I.1. Modèle**

Pour étudier l'impact de la libéralisation de l'entrée des flux de capitaux sur la croissance économique, nous allons adopter un modèle standard (4.1). Ce modèle s'inspire des modèles utilisés par Barro (1997) et inclut certaines variables de contrôle qui ont tendance à affecter la croissance. Ces variables comportent l'investissement et le capital humain, en plus d'autres variables de contrôle.

Cette partie aura, donc, pour but d'évaluer empiriquement l'impact de la libéralisation des flux de capitaux sur la croissance économique. Le modèle de croissance de base est:

$$PIB_t = \alpha_i + \beta_1 Pib_0 + \beta_2 Kf_{i,t} + \beta_3 H_{i,t} + \beta_4 F_{i,t} + \beta_5 Con_{i,t} + \beta_6 Tx_{i,t} + \beta_7 Te_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

(4.1)

La croissance économique, la variable dépendante de notre modèle, est exprimée par la variation du Produit Intérieur Brut (PIB) par tête calculée à partir des données de la base du groupe de la Banque Mondiale. Les données relatives à la croissance sont logarithmiques et calculées comme suit :

$$PIB_t = \log \frac{Pib_t}{Pib_{t-1}} = \log Pib_t - \log Pib_{t-1} \quad (4.2)$$

Avec :

$PIB_t$ : La croissance du Pib entre l'année t-1 et l'année t.

$Pib_t$ : Le produit intérieur brut par tête enregistré durant l'année t exprimé en dollar constant (2000).

$Pib_{t-1}$ : Le produit intérieur brut par tête enregistré durant l'année t-1 exprimé en dollar constant (2000).

Où:  $t = 1980, \dots, 2007$  et  $i = 1, 2, \dots, 71$

## I.2. L'échantillon

Notre étude porte sur la période allant de 1980 à 2007 sauf pour les pays d'Europe et d'Asie centrale où la période s'étale de 1990 à 2007. L'échantillon examiné est composé de 71 pays en développement répartis sur quatre zones géographiques :

**Asie de l'Est et Pacifique (Asie de l'E. et P.)** : Cambodge, Chine, Fidji, Indonésie, Kiribati, La République démocratique populaire Lao, Malaisie, Mongolie, Papouasie-Nouvelle-Guinée, Philippines, Samoa, Îles Salomon, Thaïlande, Vanuatu et Vietnam.

**Europe et Asie Centrale (EAC)** : Albanie, Arménie, Azerbaïdjan, Belarus, Bosnie-Herzégovine, Bulgarie, Géorgie, Kazakhstan, République kirghize, Lettonie, Lituanie,

Macédoine, Moldavie, Ouzbékistan, Pologne, Roumanie, Fédération de Russie, Serbie, Tadjikistan, Turquie, Turkménistan et Ukraine.

**Amérique latine et Caraïbes (Am.L. et C.):** Argentine, Belize, Bolivie, Brésil, Chili, Colombie, Costa Rica, Dominique, République dominicaine, Équateur, El Salvador, Grenade, Guatemala, Guyana, Haïti, Honduras, Jamaïque, Mexique, Nicaragua, Panama, Paraguay, Pérou, Saint-Kitts-et-Nevis, Sainte-Lucie, St. Vincent et les Grenadines, Suriname, Uruguay et Venezuela.

**Asie du Sud :** Bangladesh, Inde, Maldives, Népal, Pakistan et Sri Lanka

Une autre classification par revenu est également utilisée afin de construire des groupes de pays plus homogènes que ceux issus de la classification géographique. Nous allons nous référer à la classification de la Banque Mondiale qui divise les économies selon le revenu national brut<sup>58</sup> (RNB) par tête. Le classement de 2009 retient le RNB de 2008. Les groupes sont : les pays à faible revenu avec un RNB de 975 dollars ou moins, les pays à revenu moyen inférieur avec un RNB compris entre 976 et 3855 dollars et les pays à revenu moyen supérieur avec un RNB compris entre 3856 et 11905 dollars.

**Faible revenu (Faible R.):** Bangladesh, Cambodge, Haïti, La République démocratique populaire Lao, Népal, Ouzbékistan, République kirghize, Tadjikistan et Vietnam.

**Revenu moyen inférieur (R. M. Inf. ):** Albanie, Arménie, Azerbaïdjan, Belize, Bolivie, Chine, El Salvador, Équateur, Géorgie, Guatemala, Guyana, Honduras, Îles Salomon, Inde, Indonésie, Kiribati, Maldives, Moldavie, Mongolie, Nicaragua, Pakistan, Papouasie-Nouvelle-Guinée, Paraguay, Philippines, Samoa, Sri Lanka, Thaïlande, Turkménistan, Ukraine et Vanuatu.

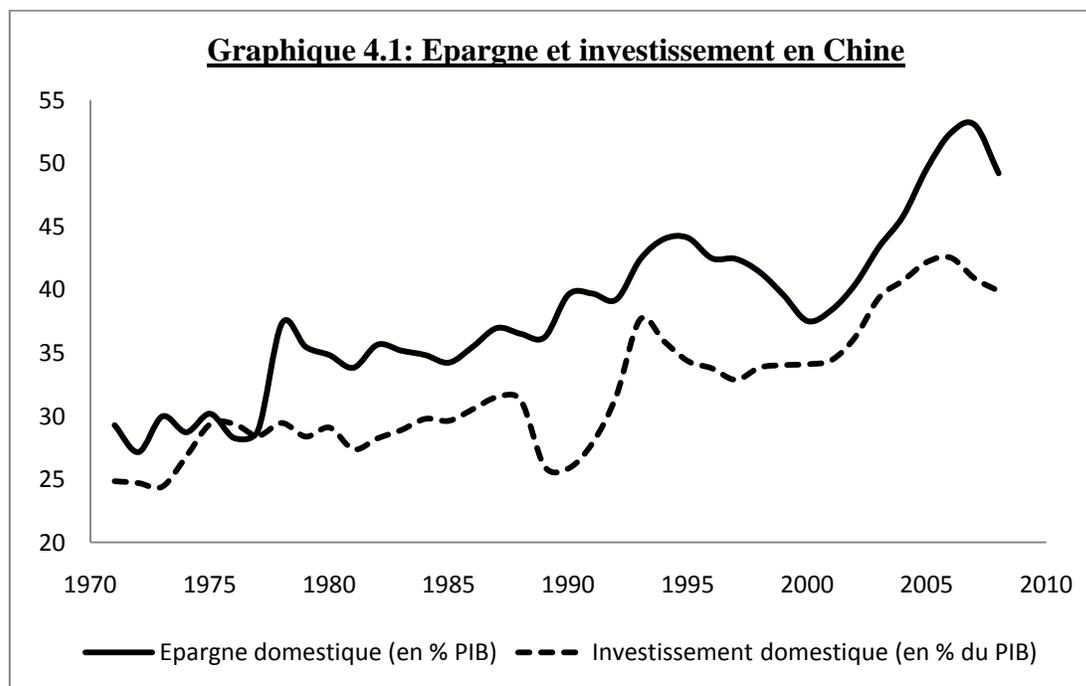
**Revenu moyen supérieur (R. M. Sup. ):** Argentine, Belarus, Bosnie-Herzégovine, Brésil, Bulgarie, Chili, Colombie, Costa Rica, Dominique, Fédération de Russie, Fidji, Grenade, Jamaïque, Kazakhstan, Lettonie, Lituanie, Macédoine, Malaisie, Mexique, Panama, Pérou,

---

<sup>58</sup> Le RNB en prix courants mesure le total de la valeur ajoutée intérieure et étrangère déclarée par les résidents. Il est constitué du PIB plus les recettes nettes de revenu primaire (rémunération des employés et revenus fonciers) de sources non résidentes (Banque Mondiale).

Pologne, République dominicaine, Roumanie, Sainte-Lucie, Saint-Kitts-et-Nevis, St. Vincent et les Grenadines, Serbie, Suriname, Turquie, Uruguay et Venezuela.

Nous allons également procéder à des estimations en excluant les paradis fiscaux et la Chine. En effet, la présence de paradis fiscaux dans un échantillon a tendance à fausser les estimations dans le sens où ces pays ne sont qu'un lieu de transit des capitaux. Nous allons présenter les paradis fiscaux dans le paragraphe qui suit pour mettre en relief la nécessité de les écarter des estimations et comparer les estimations avec et sans ces pays. Par ailleurs, l'exclusion de la Chine est expliquée par le fait que ce pays présente des caractéristiques assez différentes des autres pays dans le sens où elle ne souffre pas d'un manque d'épargne domestique. En effet, le trait le plus caractéristique de l'économie chinoise est qu'elle affiche des taux d'épargne et d'investissement extraordinairement élevés (Bosworth et Jaquet, 2004). L'épargne de la Chine a atteint 53% du PIB en 2007 et elle a baissé à 49,2% en 2008 avec une moyenne de 42,7% sur les vingt dernières années (graphique 4.1). En plus, la Chine est un pays qui a adopté une politique de libéralisation des flux entrants restrictive et contrôlée comme nous l'avons vu dans l'étude de l'expérience chinoise.



Source : Banque Mondiale, World Development Indicators

L'idée d'exclure les paradis fiscaux nous est venue après avoir effectué une analyse des données par une analyse en composantes principales (ACP). Cette étude va être présentée ultérieurement.

### I.3. Les variables explicatives de base

Les variables explicatives<sup>59</sup> relatives au modèle de croissance de base sont:

- PIB initial: Il s'agit du PIB par tête de 1980 qui représente le début de notre période d'étude, il représente un indicateur de convergence.
  
- Capital fixe  $Kf_{i,t}$  : Nous avons retenus la formation brute du capital en pourcentage du PIB. Elle consiste à l'ensemble des dépenses relatives au capital fixe de l'économie, des variations nettes des stocks et les acquisitions nettes de valeur. Il consiste en l'ensemble des dépenses relatives au capital fixe de l'économie. Le capital fixe consiste dans l'aménagement de la terre (clôture, canalisation, fossé, etc.), l'achat d'usine, d'équipements et de machines ; et la construction de routes, de rails et autres comme les écoles, les bureaux, les hôpitaux, les logements résidentiels privés, ainsi que les bâtiments commerciaux et industriels. Les stocks sont les stocks de biens détenus par les firmes pour faire face aux fluctuations inattendus de la production ou des ventes et les encours de fabrications.
  
- Capital humain  $H_{i,t}$  : L'accumulation du capital humain peut avoir deux sources à savoir l'éducation et l'apprentissage par la pratique. Dans notre étude nous avons choisi l'éducation et précisément le taux brut d'inscription à l'enseignement secondaire comme indicateur du capital humain. Le taux brut d'inscription à l'enseignement secondaire représente le nombre d'élèves inscrits dans l'enseignement secondaire, quel que soit leur âge, exprimé en pourcentage de la population totale d'individus appartenant au groupe d'âge correspondant.
  
- Taux d'inflation  $F_{i,t}$  : Il s'agit de la variation annuelle des prix à la consommation: Variation du coût d'achat, pour le consommateur moyen, d'un panier de biens et services, dont la composition peut être fixe ou modifiée à des intervalles spécifiés.

---

<sup>59</sup> Les sources de ces variables sont présentées dans l'annexe 4.1 et leurs descriptions statistiques sont présentées dans l'annexe 4.2. Les matrices de corrélation figurent dans l'annexe 4.3 et les tests de stationnarité dans l'annexe 4.4.

- Consommation publique  $Con_{i,t}$  : elle correspond à la dépense de consommation finale des administrations publiques en pourcentage du PIB : cela inclut les dépenses courantes d’achat de biens et de services. Cela inclut également la plupart des dépenses de la défense nationale et la sécurité mais ne tient pas en compte des dépenses militaires qui ont une utilisation publique plus large et font partie de la formation de capital publique.
- Taux de change effectif réel  $Tx_{i,t}$  : c’est le taux de change effectif nominal divisé par un indicateur de prix ou de coûts. Le taux de change effectif nominal est mesuré par la valeur d’une monnaie par rapport à une moyenne pondérée de plusieurs devises étrangères. L’ouverture commerciale  $Te_{i,t}$  : elle est égale à la somme des exportations et des importations rapportée au PIB :

$$Te_{i,t} = \frac{X_{i,t} + M_{i,t}}{Pib_{i,t}}$$

#### **I.4. Les variables relatives aux flux**

Après avoir estimé la régression (1), nous allons introduire les variables explicatives relatives aux flux de capitaux. Pour chaque type de flux, nous allons utiliser aussi bien les flux entrants que les flux nets. Les flux entrants de capitaux représentent seulement les entrées de capitaux étrangers dans une économie. Des flux entrants négatifs reflètent un désinvestissement de la part des investisseurs étrangers. Quant aux flux nets de capitaux, ils représentent les flux entrants diminués des flux sortants de capitaux. D’autres indicateurs de flux seront également utilisés.

##### ***I.4.1. Les investissements directs étrangers***

Différents indicateurs seront utilisés comme indicateur des investissements directs étrangers. En plus des flux entrants et des flux nets d’IDE, nous avons introduit la part des IDE dans l’ensemble des flux (PIDE) ainsi que le stock d’IDE dans l’économie nationale. Le stock d’IDE entrant représente la valeur de la part des capitaux et des réserves (y compris bénéfices non-distribués) attribuables à l’entreprise mère, plus l’endettement net des filiales de l’entreprise.

Les flux sortants d'IDE sont faibles ou inexistants pour la majorité des groupes de notre étude sauf pour l'Inde. A partir du milieu des années 1990, ce pays a connu une augmentation au niveau des flux entrants d'IDE mais en même temps on a commencé à constater des sorties d'IDE. Les IDE entrants en Inde ont commencé à connaître une augmentation importante à partir de 1991 et ceci suite à la mise en place de la réforme de 1991<sup>60</sup>. L'Inde attire les investisseurs étrangers grâce à la disponibilité d'une main d'œuvre qualifiée à faible coût, aux larges marchés indiens des biens que des services et à l'expansion que connaît l'économie indienne. En plus, l'Inde est un pays riche en ressources naturelles (charbon, fer, bauxite, cuivre). L'Inde investit également à l'étranger et notamment dans le secteur manufacturier, le secteur des technologies de l'information et des communications, l'énergie et le secteur des produits pharmaceutiques. Ceci est expliqué par (i) la bonne compétitivité des entreprises indiennes au niveau des importantes activités de recherche et développement et au niveau du savoir-faire des dirigeants et (ii) la masse de profits accumulée par les entreprises indiennes.

L'évolution des IDE elle est assez mouvementée pour les pays à faible revenu et les pays d'Amérique latine. Si on regarde les coefficients de variation<sup>61</sup> (tableau 4.1), ce sont ces deux groupes de pays qui présentent la dispersion la plus importante; les IDE y sont plus volatils.

**Tableau 4.1: Coefficient de variation des IDE**

	<b>Entrants</b>	<b>Nets</b>
R. faible	1,815	1,731
Amérique latine	1,702	1,699
Europe et Asie centrale	1,620	1,620
R. moyen supérieur	1,563	1,569
Asie de l'Est	1,223	1,213
Asie du Sud	1,083	1,103
R. moyen inférieur	0,935	0,935

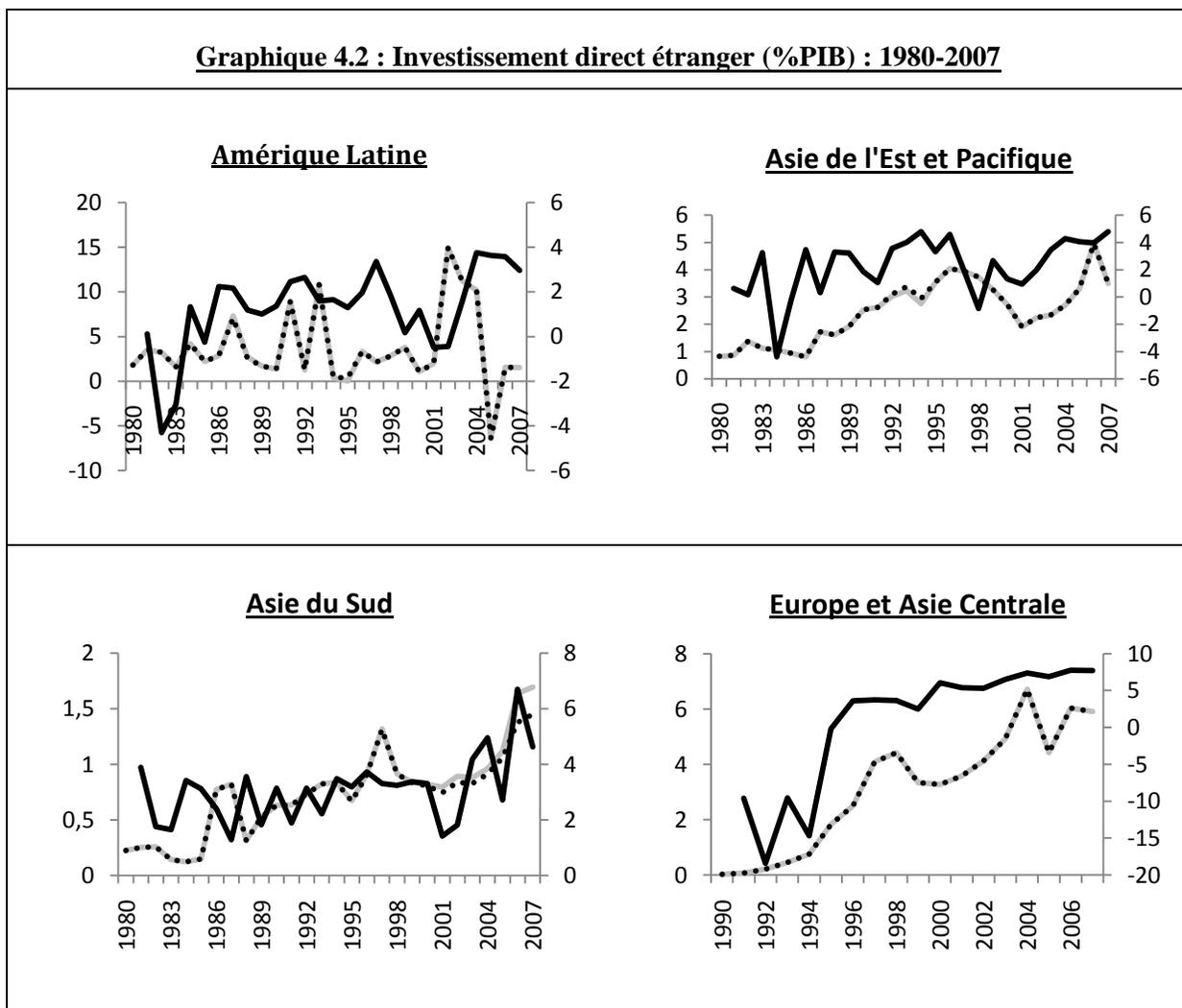
*Source : Calcul de l'auteur*

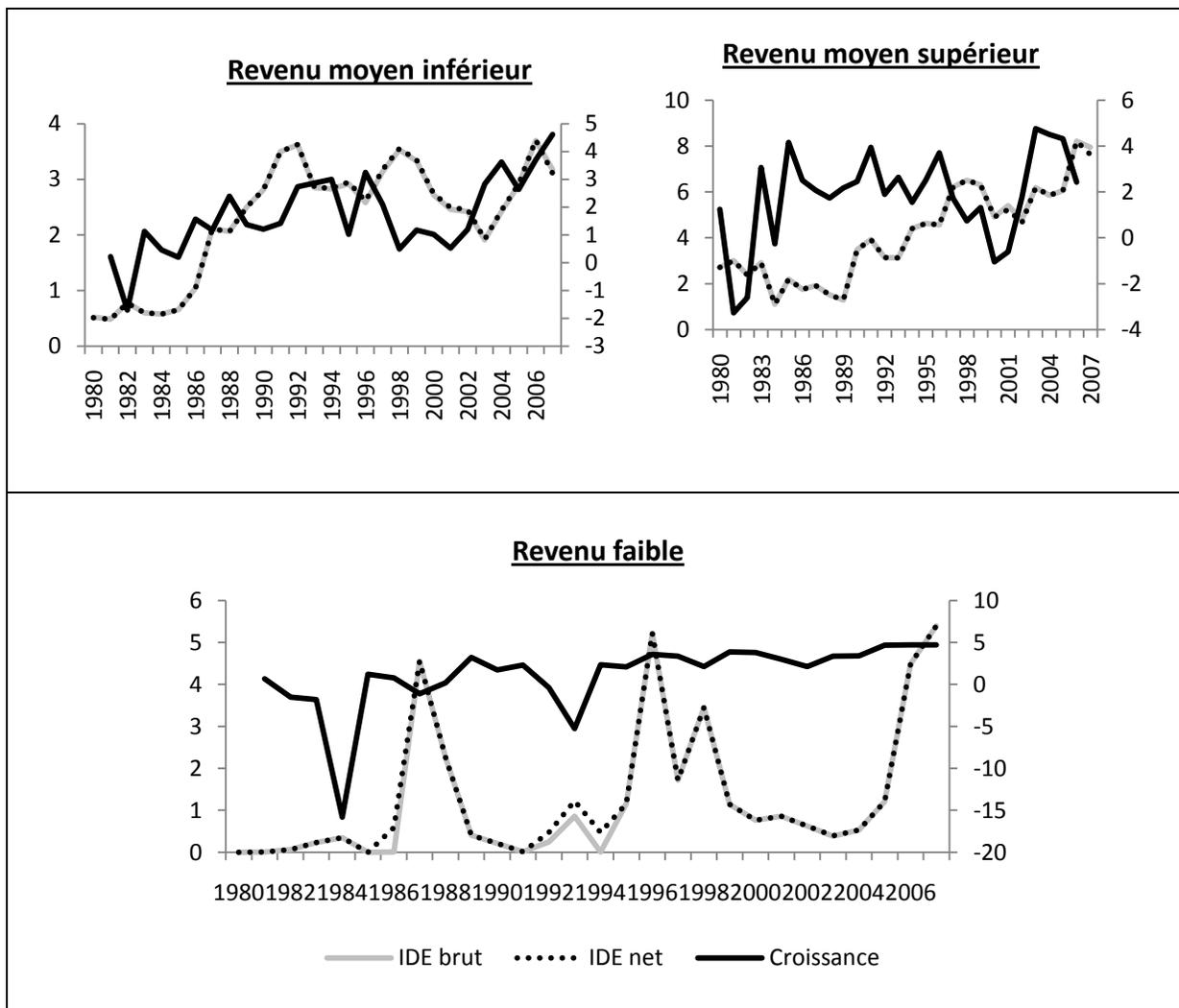
<sup>60</sup> La libéralisation des marchés financiers et l'ouverture de l'économie aux investisseurs étrangers étaient un volet important de la réforme de 1991.

<sup>61</sup> Le coefficient de variation est une mesure de dispersion relative décrivant l'écart type comme pourcentage de la moyenne arithmétique. Ce coefficient permet de comparer la dispersion de variables quantitatives qui ne sont pas exprimées dans la même unité ou qui ont des moyennes très différentes (Dodge , 2004).

Les pays à revenu faible (graphique 4.2) présentent une évolution de la croissance qui n'est pas en phase avec l'évolution des IDE. Ces derniers ont enregistré des augmentations importantes en 1987 et 1996. Cependant, ces augmentations des flux d'IDE ont été accompagnées respectivement d'une baisse de la croissance en 1987 et d'une légère hausse de la croissance en 1996. Entre 2005 et 2007, les IDE ont connu une large augmentation, mais la croissance était presque stagnante pendant cette même période. Pour les différents autres groupes de pays, l'évolution des IDE va de pair avec celle de la croissance dans certaine période et moins dans d'autres périodes. C'est en Europe et Asie Centrale que l'évolution des IDE et l'évolution de la croissance sont le plus en phase.

**Graphique 4.2 : Investissement direct étranger (%PIB) : 1980-2007**





Source : CHELEM et Banque Mondiale, World Development Indicators

Note : L'axe de droite est relatif à la croissance et celui de gauche est relatif aux IDE. Les valeurs retenues pour les différents graphiques représentent les moyennes annuelles des pays constituant les groupes.

#### ***1.4.2. Investissement de portefeuille***

En plus des flux entrant, des flux nets et des parts, nous utilisons une variable dummy (LP) pour les investissements de portefeuille. Cette variable dummy va prendre la valeur de 1 si le marché boursier est libéralisé, sinon zéro. Ce dernier indicateur est utilisé par Bekaert et Harvey (2000) et Bekaert et al. (2005). Ces auteurs examinent minutieusement les événements économiques et le processus des réformes amenant à la libéralisation. Dans le cadre de leur analyse des risques pays, ils ont établi une liste détaillée d'événements pour les différents marchés émergents. Ils fixent la date officielle de la libéralisation pour chaque pays en se basant sur l'apparition d'un changement réglementaire qui donne droit aux investisseurs

étrangers d'acquérir des titres locaux et aux investisseurs domestiques d'investir dans des titres étrangers.

Les investissements de portefeuille sont les flux les plus volatils (tableau 4.2) et ce sont les flux nets qui le sont le plus étant donné qu'ils tiennent compte des flux sortant de ces capitaux également. Contrairement aux IDE, les investissements de portefeuille enregistrent des flux sortant qui sont parfois plus importants que les flux entrants. Néanmoins, les sorties de capitaux sont très variables : ils s'annulent ou deviennent très faibles pendant certaines périodes et deviennent positives pendant d'autres. Pour les pays d'Amérique latine (graphique 4.3). Par exemple, les sorties de capitaux sont devenues importantes en 1984 et 1985 pour diminuer par la suite jusqu'à s'annuler entre 1990 et 1993. C'est à partir de cette année que les sorties d'investissement de portefeuille redeviennent significatives. Cependant, la crise asiatique a estompé les sorties de ces flux en 1998. Cela a été le cas également suite à l'éclatement de la bulle internet en 2000.

**Tableau 4.2 : Coefficient de variation des investissements de PF**

	Entrants	Nets
Asie du Sud	6,982	4,039
R. moyen supérieur	3,208	7,219
Amérique latine	3,592	7,774
Europe et Asie centrale	4,518	41,656
Asie de l'Est	7,062	91,959
R. moyen inférieur	7,687	7,901
R. faible	9,073	11,913

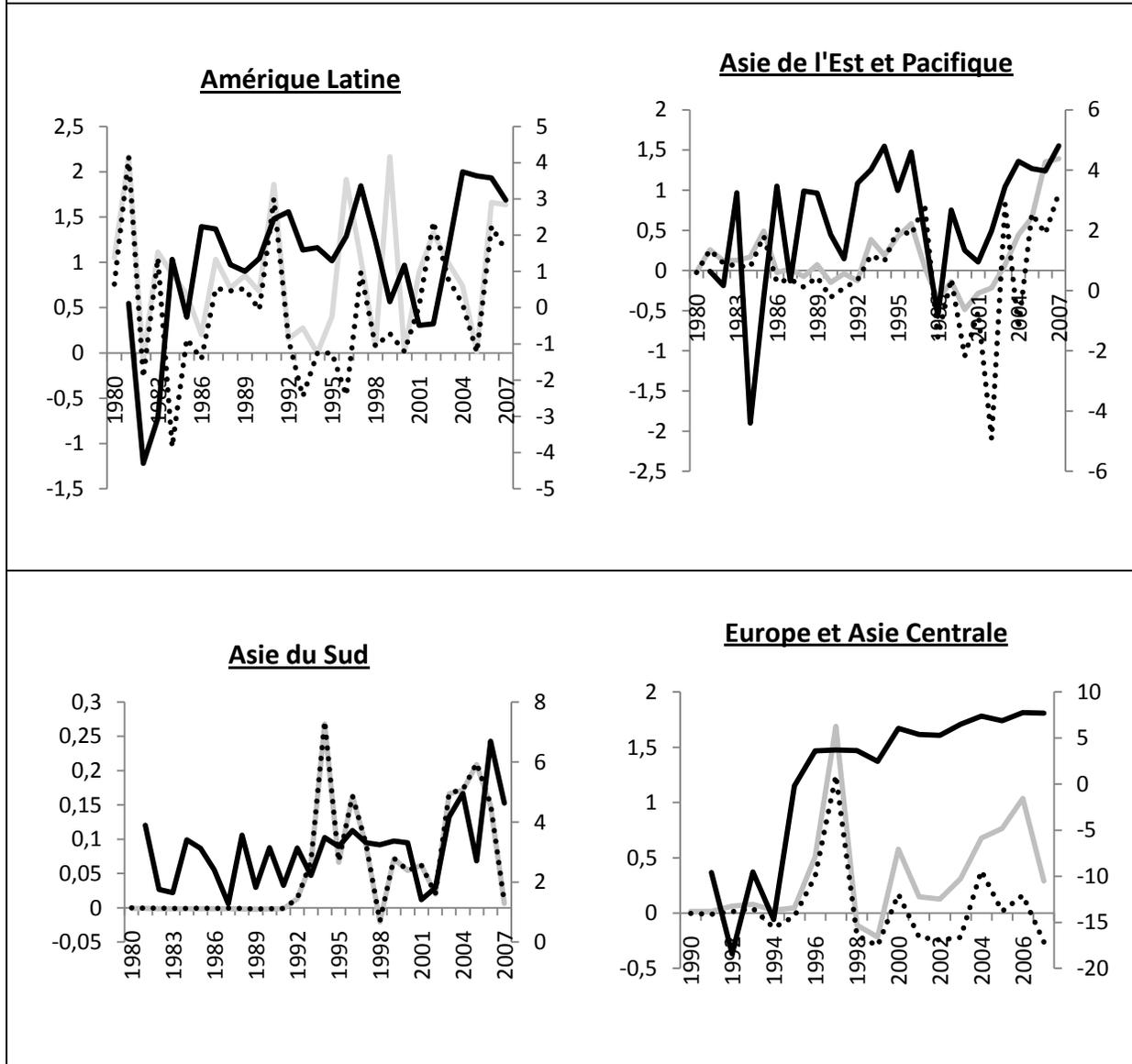
*Source : Calcul de l'auteur*

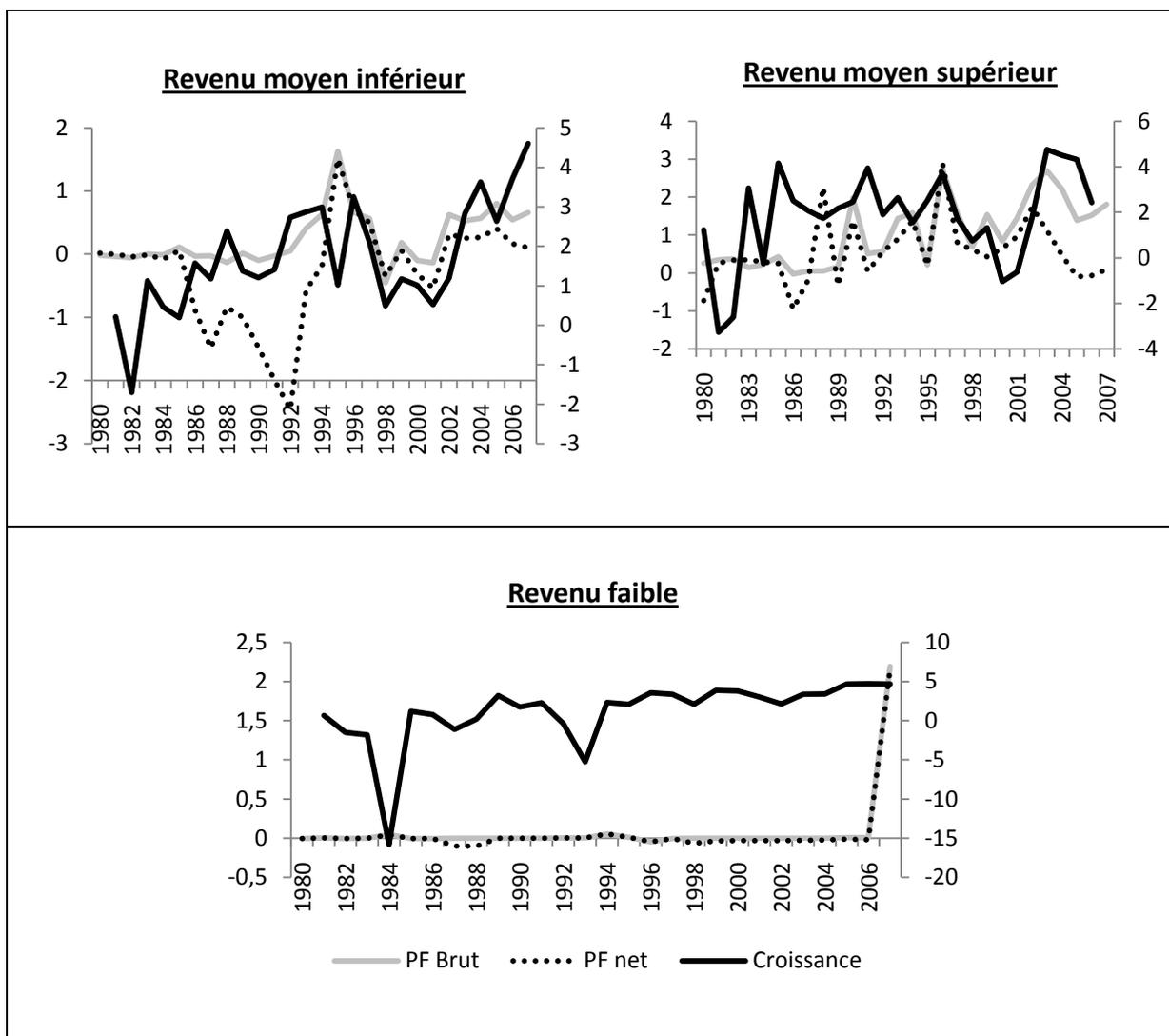
Pour les pays d'Asie de l'Est et Pacifique, les investissements de portefeuille ne dépassent pas le 1,5% du PIB. Les sorties de ces flux deviennent importantes à partir de 2000 avec un retour aux pays des investissements des locaux à l'étranger en 2003.

Les investissements de portefeuille vers les pays d'Asie du Sud ont été très faibles et quasiment nuls jusqu'à 1991; ils n'ont pas dépassé 0,27% du PIB. Ces investissements ne connaissent pas de sortie de capitaux. Les pays d'Asie du sud ont plutôt misé sur les IDE et

les prêts bancaires. L'évolution des investissements de portefeuille ne semblent pas affecter l'évolution de la croissance.

**Graphique 4.3 : Investissement de portefeuille (% PIB) : 1980-2007**





Source : CHELEM et Banque Mondiale, World Development Indicators

Note : L'axe de droite est relatif à la croissance et celui de gauche est relatif aux PF. Les valeurs retenues pour les différents graphiques représentent les moyennes annuelles des pays constituant les groupes.

Pour les pays d'Europe et Asie centrale, les investissements de portefeuille ont connu un pic en 1997 suivi d'une chute en 1998. L'éclatement de la bulle internet a eu également un impact négatif sur les flux de portefeuille en 2001. L'évolution de la croissance semble avoir un impact sur l'évolution des investissements de portefeuille. En effet, le pic de 1997 était précédé par une amélioration de la croissance économique.

Les investissements de portefeuille vers les pays à revenus moyen inférieur sont volatils. En effet, ils présentent un coefficient de variation d'environ 7,6. Ces flux ont connu un pic en 1995 qui a suivi une période caractérisée par des investissements importants des locaux à

l'étranger. Pour ces pays, les entrées brutes d'investissement de portefeuille n'ont jamais dépassé 1,6% du PIB.

Les pays à revenu moyen supérieur ont enregistré en 1988 des flux nets qui dépassent les flux bruts. Cette situation est expliquée par le retour massif de capitaux détenus par les résidents et qui étaient placés dans des marchés boursiers étrangers. Les pays à revenu moyen supérieur ont connu un pic en 1996 suivi par une baisse de ces capitaux.

Les investissements de portefeuille vers les pays à revenu faible ont demeuré très faible jusqu'à 2007. Pendant cette année, les investissements de portefeuille attirés représentaient en moyenne 2,1 % du PIB. Ces pays connaissent des sorties des investissements de portefeuille presque nulles. Les marchés boursiers des pays constituant ce groupe sont des marchés relativement récents ou inexistant pour certains pays. En effet, la bourse vietnamienne a vu le jour en 2000 avec une limitation de la participation étrangère. Quant au Cambodge, il ne dispose pas encore d'un marché boursier. Il faut rajouter que ces marchés ne sont pas suffisamment développés pour attirer les investisseurs étrangers. Au Népal, le système d'échange automatique n'était adopté dans la Bourse qu'en 2007.

### ***1.4.3. Le crédit bancaire***

En ce qui concerne les crédits bancaires étrangers, nous utilisons les flux entrants, les flux nets ainsi que les parts de ces flux dans l'ensemble des flux étudiés. En plus, nous construisons un indicateur qui s'inspire de l'indicateur de libéralisation de Bekaert et Harvey (2000) relatif à la libéralisation des marchés boursiers et précédemment présenté. Afin de construire ce dernier indicateur, nous nous référons à la liste de Bekaert et Harvey<sup>62</sup>. Cet indicateur va être donc une variable dummy qui prend la valeur de 1 si l'entrée est libéralisée, 0 sinon (LB). Notre tâche est donc de repérer dans la liste d'événements de Bekaert et Harvey les changements réglementaires qui donnent droits aux agents locaux d'emprunter à l'étranger

---

<sup>62</sup> Sauf pour : Bolivie, Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Panama, Paraguay, République dominicaine, Uruguay, Népal et Fiji. Pour ces pays, nous avons effectué une recherche au sein des rapports de la Banque Mondiale et du FMI pour déterminer l'indicateur relatif à la libéralisation bancaire.

ou aux banques étrangères de s'installer sur le marché local. Nous présentons cet indicateur pour l'ensemble des pays constituant notre échantillon dans l'annexe 4.5.

Les crédits bancaires étrangers sont des flux plus volatils que les IDE. Pour la majorité des groupes de pays, le coefficient de variation des IDE est inférieur à celui des crédits (tableau 4.3).

**Tableau 4.3 : Coefficient de variation des crédits bancaires**

	<b>Entrants</b>	<b>Nets</b>
R. moyen supérieur	22,793	4,451
Amérique latine	14,028	5,689
Asie de l'Est	4,161	7,204
R. moyen inférieur	3,545	3,736
Europe et Asie centrale	2,047	2,524
Asie du Sud	2,093	1,967
R. faible	1,097	2,0167

*Source : Calcul de l'auteur*

Pour l'Amérique latine, les crédits bancaires étrangers ont connu un pic en 1996 avant de subir une chute en 1997 suite à la crise asiatique. Cependant, ces flux ont augmenté en 1998 pour atteindre le niveau d'avant crise. L'année 1999 comme l'année 1991 était caractérisée par des flux bruts négatifs qui reflètent un remboursement des prêts déjà contractés dépassant les nouveaux prêts. Cette situation concerne essentiellement les quatre pays suivant: Suriname, Sainte-Lucie, St. Vincent et les Grenadines et Saint-Kitts-et-Nevis. Pour cette région, les crédits et la croissance n'évoluent toujours pas dans le même sens.

Pour les pays d'Asie de l'Est et Pacifique, les crédits bancaires ont connu une baisse importante (graphique 4.4). En 1982, ils représentaient 9,4% du PIB alors qu'à partir de 1996 ils ne dépassaient plus les 2%. En 1988, les flux entrants étaient négatifs. Ceci est essentiellement causé par les flux négatifs de la Malaisie, Philippines et Vanuatu.

Pour l'Asie du Sud, les crédits bancaires étrangers ont connu un pic en 1996. Suite à la crise asiatique, ces flux ont commencé à baisser pour atteindre leur plus bas niveau en 2001 ;

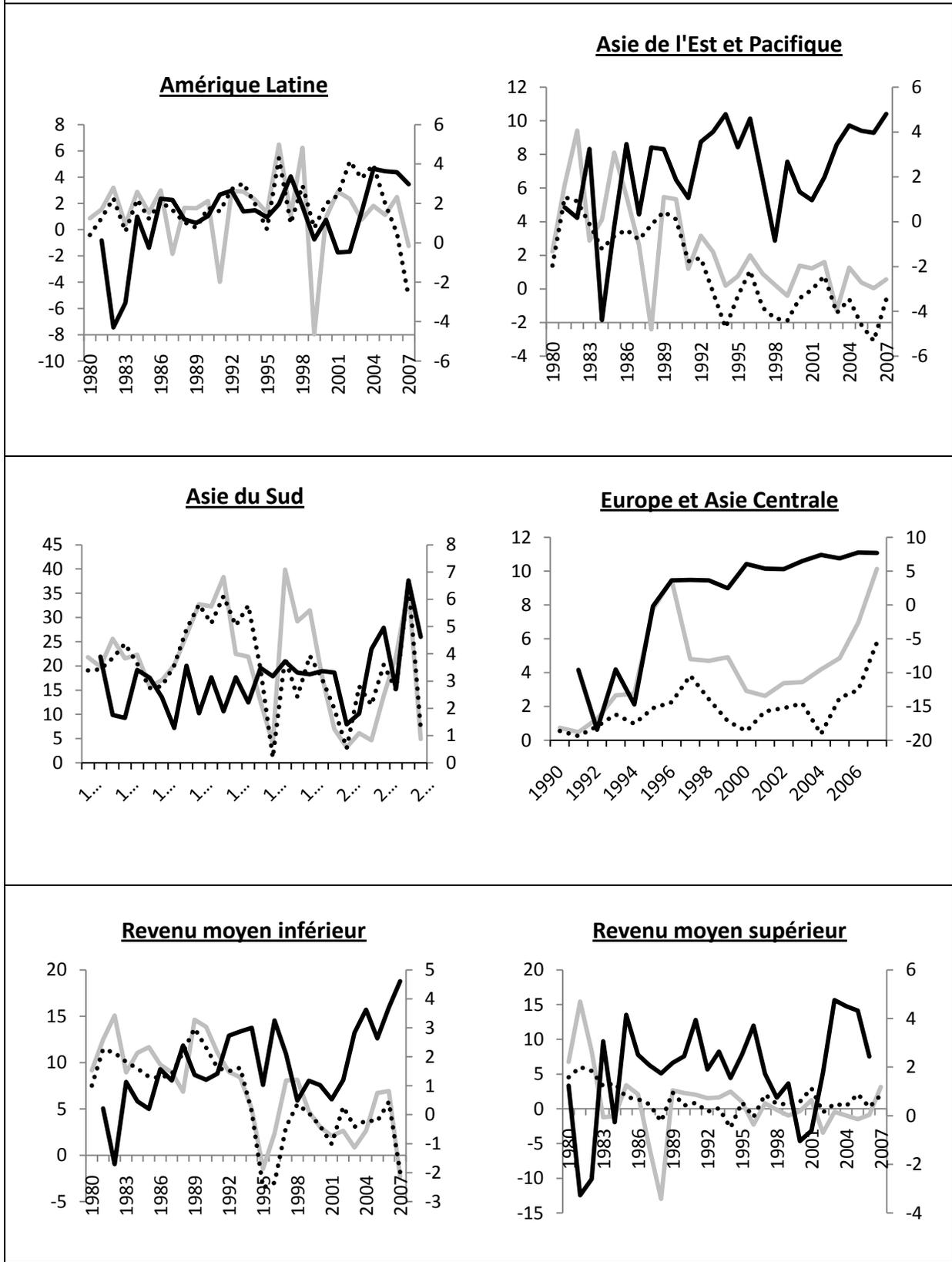
par la suite ils ont repris à la hausse jusqu'à 2006. Dans cette région, la croissance semble évoluer dans le même sens que les crédits bancaires.

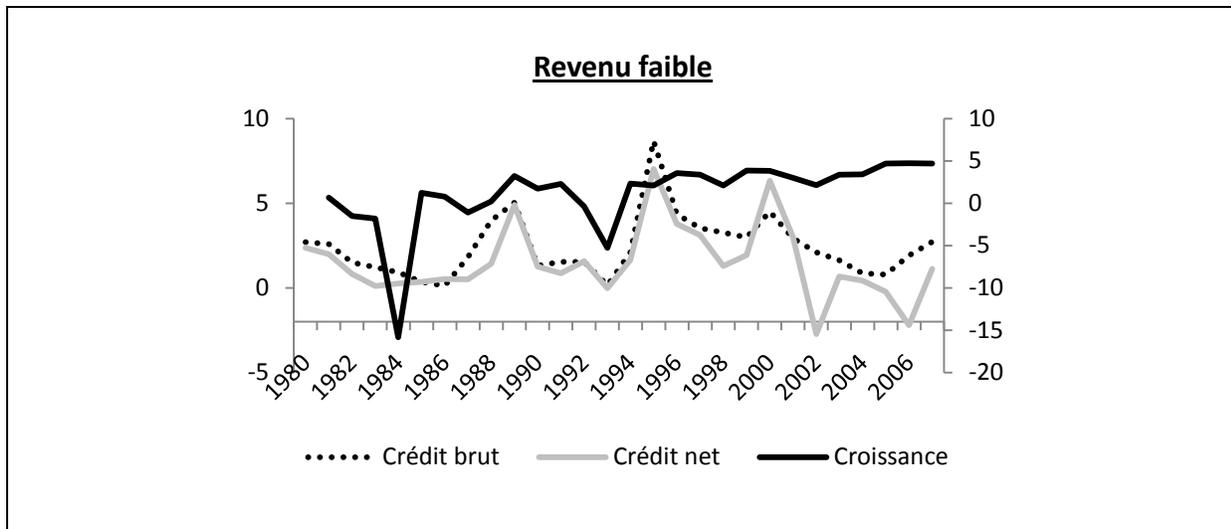
Pour les pays d'Europe et Asie Centrale, les crédits bancaires étrangers n'ont pas cessé de progresser dès le début des années 1990. Cependant, les effets de la crise asiatique ont atteint cette région qui a connu une baisse de ces flux en 1997 et qui s'est poursuivie jusqu'à 2001. La croissance économique semble ne pas être touchée par cette baisse des crédits bancaires étrangers. En effet la croissance économique moyenne est passée de 3,6% en 1996 à 5,3% en 2001.

Pour les pays à revenu moyen inférieur, les crédits bancaires étrangers ont connu une importante baisse en 1995. Cette baisse était causée par la diminution des crédits en Equateur et au Nicaragua; elle est expliquée par la crise mexicaine qui s'est déclenchée en 1994 et dont les effets se sont propagés à l'ensemble de la région. Pour cette région, la croissance comme les crédits bancaires étaient assez volatils.

Pour les pays à revenu faible, les crédits bancaires ont connu trois pics. Le premier pic date de 1989. Le deuxième remonte à 1995. La baisse des flux qui a suivi est expliquée par la crise asiatique. Le troisième pic est enregistré en 2000. Après ce pic, l'éclatement de la bulle internet a engendré une baisse des crédits bancaires.

**Graphique 4.4 : Crédits bancaires (%PIB): 1980-2007**





Source : CHELEM et Banque Mondiale, World Development Indicators

Note : L'axe de droite est relatif à la croissance et celui de gauche est relatif aux crédits. Les valeurs retenues pour les différents graphiques représentent les moyennes annuelles des pays constituant les groupes.

En général, l'évolution de la croissance peut être en phase avec l'évolution des flux mais ce n'est pas toujours le cas. Dans certaines situations l'augmentation des flux est accompagnée d'une augmentation de la croissance. Dans d'autres elle est accompagnée d'une baisse de la croissance. La nature des effets dépend du groupe de pays, et de la période étudiée. A ce niveau, la simple observation des graphiques nous ne permet pas de statuer sur l'impact des flux de capitaux sur la croissance économique.

Afin de mieux comprendre les effets des différents flux sur la croissance, nous construisons un modèle économétrique en données de panel. Ce type de modèle a l'avantage de tenir compte des effets individuels et des effets temporels.

### **I.5. Méthode d'estimation**

Les données de panel constituent une source d'information extrêmement riche permettant d'étudier les phénomènes dans leur diversité comme dans leur dynamique. Sevestre (2002) affirme que la double dimension des données de panel constitue un avantage décisif par rapport aux autres types de données. Cette double dimension permet de rendre compte simultanément de la dynamique des comportements et de leur éventuelle hétérogénéité. La double dimension permet aussi de tenir compte de l'influence des caractéristiques non

observables des individus sur leur comportement, dès lors que celles-ci restent stables dans le temps.

L'utilisation de panel permet, par conséquence, de mener à partir du même corps de données des estimations en coupe et en série et répond donc aux préoccupations des économistes. Le recours aux données de panel permet d'enrichir considérablement la démarche économétrique. L'exigence de validité d'un modèle dans les dimensions individuelle et temporelle et la recherche d'une conciliation des résultats obtenus dans ces deux dimensions sont généralement à la source d'une amélioration de la spécification estimée ou d'un approfondissement de la compréhension du phénomène étudié.

Plusieurs modèles économétriques ont été développés dans le cadre des techniques de panel. Notre objectif est donc de déterminer la méthode la plus appropriée à retenir pour nos estimations.

Notre modèle peut poser des problèmes d'endogénéité liée à la présence d'effet significatif de la croissance économique sur certaines variables explicatives et particulièrement les variables financières. Une variable endogène est à la fois explicative et expliquée. Il y a plusieurs sources principales d'endogénéité dont les plus importants sont: l'omission de variables, les erreurs de mesures et les biais de sélection (Baltagi, 2005). Pour remédier à ce problème, nous avons eu recours à la méthode de panel dynamique et plus précisément la méthode des moments généralisés sur panel dynamique de Blundell et Bond (1998).

La méthode des moments généralisés permet de régler le problème d'endogénéité par l'utilisation d'une série de variables instrumentales qui consistent aux retards des variables. Cette utilisation des variables retardées présente l'avantage de cette méthode par rapport aux autres méthodes de variables instrumentales. Ces dernières nécessitent une détermination de variables instrumentales qui doivent être corrélées avec les variables explicatives et non corrélées avec les perturbations et donc avec la variable à expliquer. Mais le problème de la méthode des moments généralisés réside dans l'absence de toute base théorique dans la détermination des instruments.

La méthode de Blundell et Bond (1998) se fonde et fait suite à la méthode d'Arellano et Bond (1991). C'est pourquoi, nous commençons dans la suite par développer cette dernière. Ensuite, nous détaillerons les apports de la méthode de Blundell et Bond (1998).

### ***1.5.1. Estimateur d'Arellano et Bond (1991)***

La démarche de Arellano et Bond (1991) consiste à mettre l'équation à estimer en différence première afin d'éliminer l'effet individuel et d'utiliser les valeurs retardées des variables comme instruments (Baltagi, 2005).

On a :

$$y_{it} = \delta y_{i\ t-1} + \beta x_t + \mu_{it} \quad (4.3)$$

Avec  $\mu_{it} = \omega_i + v_{it}$

Pour t-1 on a :

$$y_{it-1} = \delta y_{i\ t-2} + \beta x_{t-1} + \mu_{it-1} \quad (4.4)$$

L'équation en différence première nous donne :

$$y_{it} - y_{it-1} = \delta(y_{i\ t-1} - y_{i\ t-2}) + \beta(x_t - x_{t-1}) + (v_{it} - v_{it-1}) \quad (4.5)$$

Pour t=2, on a :

$$y_{i2} - y_{i1} = \delta(y_{i\ 1} - y_{i0}) + \beta(x_2 - x_1) + (v_{i2} - v_{i1}) \quad (4.6)$$

$y_{i0}$  Constitue un instrument valide étant donné qu'il est fortement corrélé à  $(y_{i1} - y_{i0})$  et non corrélé à  $(v_{i2} - v_{i1})$

Pour t=3, on a :

$$y_{i3} - y_{i2} = \delta(y_{i\ 2} - y_{i1}) + \beta(x_3 - x_2) + (v_{i3} - v_{i2}) \quad (4.7)$$

$y_{i1}$  est un instrument valide étant donné qu'il est fortement corrélé à  $(y_{i2} - y_{i1})$  et non corrélé à  $(v_{i3} - v_{i2})$

Si on considère une période T, les instruments valides sont  $y_{i0}, y_{i1} \dots y_{it-2}$

### ***1.5.2. Blundell et Bond (1998)***

Le problème avec la méthode d'Arellano et Bond (1991) réside dans la faible corrélation des instruments avec les variables du modèle (Sevestre, 2002), ce qui provoque un manque de robustesse des estimations obtenues. Blundell et Bond (1998) proposent donc des conditions d'orthogonalité supplémentaire à savoir :

$$E(\Delta y_{n,t-1} \cdot \varepsilon_{nt}) = 0 \quad (4.8)$$

Le modèle en niveau peut être instrumenté par les différences premières retardées. En d'autres termes, Blundell et Bond (1998) empilent les équations en différence première proposées par Arellano et Bond (1991) et les équations en niveau :

$$\begin{pmatrix} \Delta y \\ y \end{pmatrix} = \alpha \begin{pmatrix} \Delta y_{-1} \\ y_{-1} \end{pmatrix} + \begin{pmatrix} \Delta X \\ X \end{pmatrix} \beta + \begin{pmatrix} \Delta \omega \\ \mu + \omega \end{pmatrix} \quad (4.9)$$

A partir d'une étude de simulation, les auteurs montrent que l'utilisation de ce système d'équation aboutit à des estimateurs plus efficaces que ceux de la méthode d'Arellano et Bond (1991).

Afin de tester la validité des instruments, nous utilisons deux tests: (i) le test de Sargan (Sargan 1958,1988) ; (ii) le test d'absence d'auto corrélation des perturbations de premier et de second ordre.

Le test de Sargan<sup>63</sup> est utilisé pour s'assurer de l'absence de corrélation des variables instrumentales avec les perturbations du modèle. Sous l'hypothèse  $H_0$ , les variables instrumentales ne sont pas corrélées avec les perturbations du modèle estimé. Si on accepte

---

<sup>63</sup> La statistique du test s'obtient par l'intermédiaire d'une régression des résidus sur les variables instrumentales. Elle suit une loi de  $\chi^2$ . Le logiciel utilisé permet d'obtenir directement la statistique du test ainsi que la p-value associée.

$H_0$ , les instruments sont valides et les estimations sont convergentes (Sevestre, 2002). Si on refuse  $H_0$ , les instruments retenus ne sont pas valides.

Un test d'autocorrélation est également nécessaire pour s'assurer de la validité des instruments. Si on retient l'hypothèse selon laquelle les perturbations ne sont pas autocorrélées, les perturbations  $\omega_{nt} - \omega_{nt-1}$  du modèle en différences premières suivent un processus MA(1) et les variables  $y_{n,t-2}, y_{n,t-3}, \dots; etc.$  sont alors des instruments valides. Par contre, si  $\omega_{nt}$  suit un processus MA(1), la différence  $\omega_{nt} - \omega_{nt-1}$  suit un processus MA(2) et de ce fait,  $y_{n,t-2}$  n'est plus un instrument valide, alors que les retards plus éloignés ( $y_{n,t-3}, y_{n,t-4}, \dots, etc.$ ) le restent (Sevestre 2002).

$$\begin{cases} H_0 : \omega_{nt} \text{ ne sont pas autocorrélées} \\ H_1 : \omega_{nt} \text{ suit un processus MA(1)} \end{cases}$$

Notre démarche économétrique commencera par l'estimation des différents modèles par la méthode de Blundell et Bond (1998)<sup>64</sup> ; ensuite la validité des instruments utilisés sera vérifiée par le test de Sargan et par les tests d'autocorrélation d'ordre 1 et d'ordre 2.

Avant de passer aux estimations, nous avons effectué une analyse en composantes principales pour explorer notre échantillon.

## **I.6. L'analyse en composantes principales**

### ***I.6.1. Présentation de l'analyse***

L'objectif général de l'analyse en composantes principales (ACP) est un objectif exploratoire (Escofier et Pagès, 2008). Les deux voies principales de cette exploration sont un bilan des liaisons entre variables et un bilan de ressemblances entre individus. C'est ce dernier qui nous intéresse dans notre étude. Dans le cadre du bilan de ressemblances entre individus, on recherche à répondre à des questions type suivant : quels sont les individus qui se

---

<sup>64</sup> Nous procédons à une estimation en deux étapes. Pour la première étape, nous supposons que les termes d'erreurs sont indépendants et vérifient la condition d'homoscédasticité. Nous utilisons les résidus de la première étape pour obtenir une estimation convergente de la matrice des variances-covariances. L'estimateur obtenu lors de la deuxième étape est relativement plus efficace que l'estimateur de la première étape.

ressemblent ? Quels sont ceux qui diffèrent ? Plus généralement, on souhaite décrire la variabilité des individus. Pour cela, on cherche à mettre en évidence des groupes homogènes d'individus dans le cadre d'une typologie des individus. Selon un autre point de vue, on cherche les principales dimensions de variabilité des individus. A travers l'ACP, on cherche à distinguer des groupes dans un ensemble d'individus en regardant la ressemblance entre les individus.

Selon Croutsche (2009)<sup>65</sup>, parmi les objectifs de ce type d'analyse on peut citer la réduction du nombre de variables étudiées et de l'agglomération de variables. L'ACP consiste à chercher des axes factoriels qui sont définis par des vecteurs propres et calculer les coordonnées des points individus et des points variables dans ces axes. Escofier et Pagès (2008) définissent les axes factoriels comme les variables synthétiques les plus liées à l'ensemble des variables initiales. Dans un plan factoriel croisant deux facteurs sur les individus, la distance entre deux points s'interprète comme une ressemblance.

La réalisation de l'ACP nécessite le choix d'un ensemble de variables qui renseigne, d'une part, sur les caractéristiques des pays et, d'autre part, sur le degré de la libéralisation des flux de capitaux. Pour définir les caractéristiques d'un pays, nous avons sélectionné les variables suivantes : le produit intérieur brut par tête, les crédits domestiques fournis au secteur privé, capitalisation boursière des sociétés cotées, la valeur totale des actions échangées, agrégat monétaire M3 (Actifs liquides)<sup>66</sup> et l'agrégat monétaire M2<sup>67</sup> (monnaie et quasi-monnaie, engagements liquides du secteur financier). Pour la libéralisation de flux de capitaux, nous avons sélectionné : le financement via le marché international de capitaux, les investissements directs étrangers, les prêts bancaires étrangers, l'investissement de portefeuille et le total des flux reçus.

### ***1.6.2. Les variables***

En plus des flux nets de capitaux et du produit intérieur brut par tête, nous avons sélectionné les variables suivantes pour notre analyse:

---

<sup>65</sup> Page 452 et page 430

<sup>66</sup> Cet indicateur renseigne sur développement de la monétarisation de l'économie et la stabilité financière

<sup>67</sup> M2 et M3 sont introduit come indicateur du développement financier

- **Crédit intérieur fourni au secteur privé (% du PIB)** : Le crédit intérieur du secteur privé fait référence aux ressources financières fournies au secteur privé, notamment par le biais de prêts, d'achat de titres autres que des actions, de crédits commerciaux et d'autres comptes débiteurs, qui constituent des créances à rembourser. Dans certains pays, ces créances comprennent les crédits accordés aux entreprises publiques.
- **Capitalisation boursière des sociétés cotées (% du PIB)** : La capitalisation boursière d'une société, appelée aussi valeur de marché, correspond au cours de l'action de la société multipliée par le nombre d'actions en circulation. Les sociétés intérieures cotées sont les sociétés constituées en personne morale dans un pays et qui sont cotées sur les bourses des valeurs mobilières à la fin de l'année. Les sociétés de placement, les fonds communs de placement et autres instruments d'investissement collectif ne sont pas inclus dans les sociétés cotées.
- **Actions échangées (%PIB)**: se réfère à la valeur totale des actions échangées au cours de la période. Cet indicateur complète le ratio de capitalisation de marché.
- **La monnaie et quasi-monnaie (%PIB)**: désignent la somme des devises à l'extérieur des banques, des dépôts à vue autres que ceux du gouvernement central, et les dépôts à terme fixe, d'épargne et en devises étrangères des secteurs résidents autres que le gouvernement central. Cette définition est fréquemment qualifiée de M2. La variation de la masse monétaire est mesurée comme étant la différence entre les totaux de fin d'année et le niveau de M2 l'année précédente.
- **L'agrégat monétaire M3 (%PIB)**: cet agrégat définit la monnaie au sens large. Il représente la somme de numéraire et dépôts à la banque centrale (M0), plus les dépôts transférables et de la monnaie électronique (M1), plus les dépôts d'épargne, les dépôts en devises transférables, certificats de dépôt, et des titres de conventions de rachat (M2), plus chèques de voyage, les dépôts à terme en monnaie étrangère, les billets de trésorerie, et les parts de fonds communs de placement ou de fonds de marché détenue par les résidents.
- **Financement via le marché de capitaux international (%PIB)**: il s'agit de la somme des émissions brutes d'obligations, prêts bancaires et de placement d'actions. L'émission d'obligations est le montant nominal de l'émission d'obligations par le gouvernement, les emprunteurs du secteur public et privé sur les marchés internationaux de capitaux. Le prêt bancaire est le montant obtenu par le gouvernement, les emprunteurs du secteur public et

privé par le biais de prêts internationaux. Le placement d'actions est le montant des placements transfrontaliers.

Les différentes variables utilisées ont été normalisées<sup>68</sup> dans le but d'homogénéiser les variables. Cette technique permet aussi de remédier au problème des différences d'unités entre les variables.

### ***1.6.3. Le résultat:***

Le premier tableau (tableau 4.4) présente la contribution des variables aux 2 axes (F1 et F2). Ce tableau aide à l'interprétation des axes factoriels. On regarde quelles sont les variables qui participent le plus à la formation de chaque axe.

**Tableau 4.4 : Contributions des variables (%)**

	<b>F1</b>	<b>F2</b>
PIB	4,749	3,229
Crédit intérieur fourni au secteur privé	19,784	0,133
Capitalisation boursière des sociétés cotées	10,854	1,209
Actions échangées	7,772	6,265
L'agrégat monétaire M3	17,669	8,248
La monnaie et quasi-monnaie M2	17,786	8,828
Total flux	7,331	25,927
Financement via le marché de capitaux international	3,514	14,305
IDE	6,866	0,939
Investissements de portefeuille	1,743	2,483
Crédits bancaires étrangers	1,932	28,433

Le premier axe factoriel (F1) peut donc être interprété comme une synthèse du niveau de développement des pays. Cet axe est structuré par 7 variables : Le produit intérieur brut par tête, les crédits domestiques fournis au secteur privé, capitalisation boursière des sociétés cotées, la valeur totale des actions échangés, agrégat monétaire M3, l'agrégat monétaire M2 et

<sup>68</sup> Ce sont des variables centrées réduites. Centrer une variable consiste à soustraire la moyenne à chaque valeur. Réduire une variable revient à diviser la variable centrée par l'écart-type.

les IDE. Le montant des crédits domestiques fournis au secteur privé a un poids particulièrement important dans l'élaboration de F1. L'axe horizontal qui représente 34,52 % de la variance totale décrit ainsi, de gauche à droite, la situation des pays selon le degré de développement financier et économique.

Le deuxième axe factoriel (F2) permet de distinguer les pays selon le degré de libéralisation des flux de capitaux. En effet, les variables qui y contribuent le plus sont : le financement via le marché de capitaux international, les investissements de portefeuille, les prêts bancaires étrangers et le total des flux reçus. Cette contribution est largement visible dans le tableau 4.5 qui nous renseigne sur la corrélation entre les variables et les facteurs. L'axe vertical décrit du bas vers le haut la situation des pays selon le degré de libéralisation des flux de capitaux.

**Tableau 4.5 : Corrélations entre les variables et les facteurs**

	<b>F1</b>	<b>F2</b>
PIB	0,425	0,274
Crédit intérieur fourni au secteur privé	0,867	-0,056
Capitalisation boursière des sociétés cotées	0,642	-0,168
Actions échangées	0,543	-0,382
L'agrégat monétaire M3	0,819	-0,438
La monnaie et quasi-monnaie M2	0,822	-0,453
Total flux	0,528	0,776
Financement via le marché de capitaux international	0,365	0,577
IDE	0,511	0,148
Investissements de portefeuille	0,257	0,240
Crédits bancaires étrangers	0,271	0,813

Le croisement de ses deux axes définit le premier plan factoriel de l'ACP. Ces deux premiers axes expliquent 55,65% de la variance.

L'observation du graphique de dispersion des individus (graphique 4.5) nous conduit à faire les remarques suivantes :

- La Chine est le point le plus extrême : il a une abscisse fortement positive et une ordonnée fortement négative, ce qui veut dire un niveau de développement important et une faible exposition aux flux étrangers. C'est le cas de l'Inde également. Ce résultat nous renvoie aux expériences de libéralisation des entrées de capitaux dans ces deux pays traitées précédemment. L'Inde et la Chine se sont caractérisées par une exposition aux capitaux étrangers maîtrisée et orientée. En même temps, ils ont connu développement économique important.
- La Lettonie (Latvia), le Panama et la Jamaïque présentent une ordonnée très importante. Cette position peut être expliquée par le fait que ces trois pays sont des paradis fiscaux. La Lettonie figure en 26<sup>ème</sup> position sur la liste des paradis fiscaux de *Tax Justice Network*<sup>69</sup>. Elle accueille dans son territoire de nombreuses banques offshores et de nombreux investisseurs étrangers. La Jamaïque est classée comme paradis fiscal par ATTAC<sup>70</sup>. Le Panama figure dans la liste grise des paradis fiscaux de l'ODCE<sup>71</sup>.

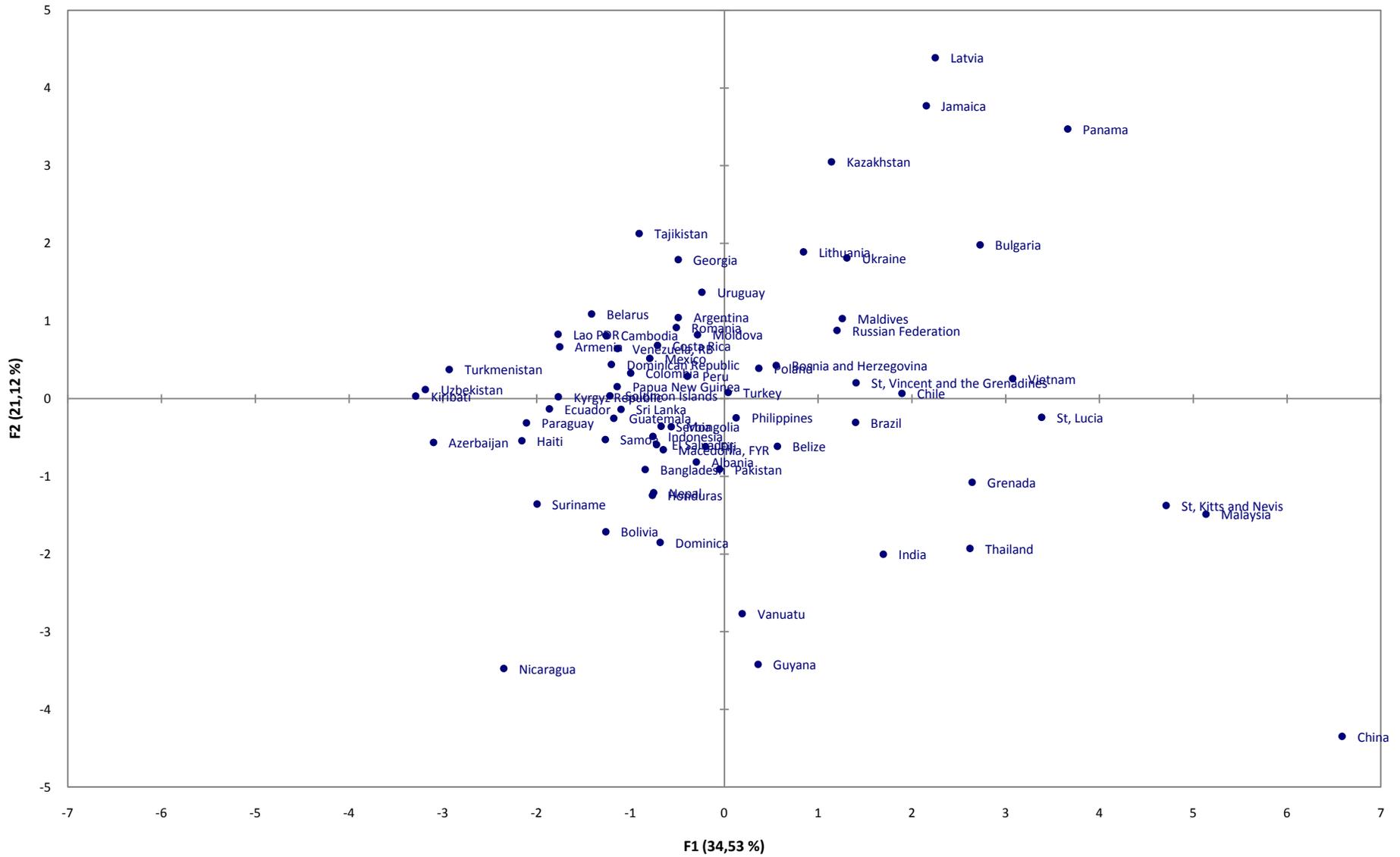
---

<sup>69</sup> Le Tax Justice Network est le Réseau mondial pour la justice fiscale. Il a pour objectif d'expliquer et analyser le rôle de la fiscalité, en particulier les impacts négatifs de l'évasion fiscale, des paradis fiscaux et de la compétition fiscale.

<sup>70</sup> C'est l'association pour la taxation des transactions financières et pour l'action citoyenne. Elle promeut et mène des actions de tous ordres et travaille essentiellement sur l'Organisation mondiale du commerce et les institutions financières internationales, la dette, la taxation des transactions financières et les paradis fiscaux.

<sup>71</sup> La liste grise comprend les états ou territoires qui se sont engagés à respecter les standards internationaux sans les appliquer. <http://www.oecd.org/dataoecd/50/0/43606256.pdf>

**Graphique 4.5: Analyse en composantes principales**



#### ***1.6.4. Les paradis fiscaux***

Quatre facteurs principaux sont sélectionnés pour déterminer si un pays constitue un paradis fiscal<sup>72</sup>. Le premier facteur réside dans la faiblesse ou l'absence des impôts. Les trois autres facteurs sont :

- Absence de transparence qui consiste à l'application des législations fiscales d'une manière ouverte et cohérente entre les contribuables.
- Absence d'échange de renseignements en matière fiscale : l'OCDE invite les pays à adopter un système d'échanges de renseignements "à la demande".
- Absence d'activités substantielles sur place, "dans la mesure où l'absence de ces activités laisse supposer qu'une juridiction pourrait s'efforcer d'attirer des investissements et des transactions qui sont uniquement motivés par des considérations fiscales".

Les firmes multinationales établissent des filiales dans les paradis fiscaux qui investissent dans d'autres pays via d'autres filiales afin de profiter de la faible imposition ou de son absence. Les profits réalisés par les filiales localisées dans les paradis fiscaux, seront par définition peu ou pas taxés. Ces pratiques passent essentiellement par les entités à vocation spécifique (EVS) qui sont des entités légales, immatriculées au registre du commerce, contrôlées par un groupe étranger. La majeure partie de leurs actifs et passifs correspond à des investissements par ou dans des pays étrangers. Ces EVS sont donc souvent constituées pour des motivations fiscales et sont à l'origine de la complexité accrue des relations intra-groupe des firmes multinationales (Terrien, 2009). Dès lors, les fonds passent des pays où ils sont collectés vers les pays où ils sont utilisés, en transitant par les pays de localisation des EVS. Tous ces transferts de fonds sont enregistrés en investissements directs. Les EVS affectent donc les IDE.

Afin de pallier les difficultés d'interprétation des statistiques d'investissements directs liées à la complexité des relations financières intra-groupe, l'OCDE recommande de diffuser des données neutralisant ce type de transactions<sup>73</sup>. A titre d'exemple, suite à l'application de ces

---

<sup>72</sup> Selon l'OCDE :

[http://www.oecd.org/document/63/0,3343,fr\\_2649\\_33745\\_31237439\\_1\\_1\\_1\\_1,00.html](http://www.oecd.org/document/63/0,3343,fr_2649_33745_31237439_1_1_1_1,00.html)

<sup>73</sup> Deux recommandations vont dans ce sens : la première consiste à présenter de façon séparée les opérations d'investissements directs des EVS résidentes ; la seconde qui recommande de généraliser le principe

recommandations pour le cas de la France, les investissements directs sortants passent de 136,8 milliards à 80,1 milliards en 2008, tandis que les investissements directs étrangers entrants en France reculent de 66,3 milliards à 9,7 milliards.

Recalculer les montants des IDE en tenant compte de ces recommandations pour la totalité de notre échantillon et la période concernée ne peut pas convenir au cadre de notre thèse, pour minimiser les effets des flux vers les paradis fiscaux, nous allons effectuer des estimations en excluant ces pays. Les pays à exclure sont les pays figurant dans la liste grise des paradis fiscaux de l'ODCE<sup>74</sup>, à savoir : Belize, Chili, Dominique, Grenade, Guatemala, Panama, Saint-Kitts et Nevis, Sainte-Lucie, Saint Vincent et les Grenadines, Samoa et Vanuatu.

## **II. Résultat et discussion**

La deuxième partie de ce chapitre sera consacrée à la présentation des différents résultats obtenus. Dans un premier lieu, nous présentons les résultats basiques relatifs aux coefficients associés aux différentes variables de contrôle utilisées. Dans un second lieu, nous nous intéressons aux résultats relatifs aux différents flux de capitaux et particulièrement aux résultats les plus significatifs.

### **II.1. Résultat divers (tableau 4.6)**

#### ***II.1.1. Le PIB initial***

Le niveau de PIB initial fait référence à la propriété de convergence. En effet, plus le niveau initial de revenu par tête est bas, plus le taux de croissance attendu est élevé. En d'autres termes, nous nous attendons à ce que le taux de croissance soit inversement lié à son niveau initial de revenu par tête. La notion de convergence est définie comme un rattrapage. Ce dernier désigne un rapprochement de l'indicateur d'une économie moins développée (PIB par tête, productivité...) vers l'indicateur d'une économie plus développée (Allaoui et Chkir, 2006).

---

dit « directionnel » aux prêts entre sociétés sœurs (c'est à dire sans lien direct en capital social entre elles ou avec une participation de l'une au capital de l'autre inférieur à 10%)

<sup>74</sup> La liste grise comprend les états ou territoires qui se sont engagés à respecter les standards internationaux sans les appliquer, <http://www.oecd.org/dataoecd/38/14/42497950.pdf>

D'après nos résultats, il y a convergence pour les pays de l'Europe et Asie Centrale et les pays de l'Asie de l'Est et Pacifique. Pour les autres groupes de pays, le coefficient associé au PIB initial est soit positif, soit non significatif.

Selon Barro (1997), si toutes les économies étaient intrinsèquement les mêmes sauf pour les dotations initiales en capital, la convergence va s'appliquer dans le sens absolu. Les économies 'pauvres' vont croître plus rapidement que les économies riches. En revanche, si les économies diffèrent sur plusieurs aspects (taux d'épargne, taux de fertilité, la volonté de travailler, accès à la technologie, politique publique), la force de convergence va être conditionnelle. Le taux de croissance tend à être plus élevé si le niveau du PIB initial par tête est bas par rapport à son niveau de long terme (d'équilibre). Par exemple, un pays pauvre qui a un niveau de long terme bas, expliqué par des politiques publiques nuisibles ou un taux d'épargne faible, ne va pas croître rapidement. En d'autres termes, un niveau de PIB initial relativement bas n'est pas associé à une croissance plus rapide si l'économie concernée ne satisfait pas certaines conditions relatives au capital humain et à l'environnement macroéconomique.

### ***II.1.2. Capital fixe***

Le coefficient relatif à la formation brute de capital fixe est positif dans toutes nos estimations et fortement significatif pour la majorité. Ce résultat est très attendu et surtout indispensable étant donné que le rôle joué par le niveau d'investissement pour stimuler la croissance est confirmé. L'investissement exerce un double effet : un effet sur l'offre et un effet sur la demande. D'un côté, l'investissement permet un accroissement au niveau de l'offre en augmentant les capacités de production et en améliorant la productivité du capital par l'intégration de nouvelles technologies. D'un autre côté, l'investissement engendre un accroissement au niveau de la demande par le biais du multiplicateur keynésien basé sur un effet revenu. En effet, le gain de productivité engendré par les investissements se répercute sur les salaires à la hausse et sur les prix à la baisse stimulant ainsi la demande.

### ***II.1.3. Le capital humain***

La production nécessite aussi bien des machines que de la main d'œuvre. Tout comme le capital physique, le capital humain conduit à l'accroissement de la production. Le capital humain joue un rôle aussi important dans la production que le capital physique (Mankiw et al.

1992). Cette idée a été défendue préalablement par Becker (1964) selon lequel l'amélioration du niveau éducatif permet aux individus d'être plus productif et donc générer plus de revenus.

Quant à Romer (2000), il met en évidence l'importance des chercheurs et des ingénieurs dans l'innovation et la recherche de nouveaux procédés technologiques. Dans le but de stimuler la croissance, l'auteur propose de rendre les études scientifiques et les études d'ingénierie plus attrayantes et ce essentiellement à travers l'accroissement du nombre de bourses et à travers la modernisation du système d'éducation et des institutions. Avec son approche, Romer rejoint Nelson et Phelps (1966) pour qui le rôle de l'éducation ne consiste pas seulement à améliorer la productivité du travail mais également à concevoir de nouveaux procédés de fabrication et à améliorer la capacité d'adoption des nouvelles technologies.

Dans nos résultats économétriques, le signe du coefficient associé au capital humain est positif et significatif pour le groupe des pays d'Amérique latine et Caraïbes, des pays à revenu moyen supérieur et des pays à revenu moyen inférieur. Cependant, cet effet devient négatif et significatif pour les pays de l'Europe et Asie Centrale ; ce qui nous amène à s'interroger sur la qualité de l'éducation dans les pays constituant ce groupe de pays.

Pritchett (1996) aboutit également à un résultat affirmant la corrélation négative entre l'éducation et la croissance. Cette relation négative peut être expliquée par deux raisons essentiellement. La première raison est que la productivité marginale de l'éducation a tendance à baisser rapidement quand la demande de main d'œuvre instruite est stagnante. L'augmentation de la main d'œuvre instruite face à une demande stagnante de cette main d'œuvre engendre une baisse du taux de rendement de l'éducation et surtout quand la stagnation de la demande est due à une adoption limitée des innovations. La deuxième raison réside dans le fait que l'environnement institutionnel dans certains pays est défaillant, ce qui fait que le capital humain éduqué peut être affecté à des activités qui ont tendance à réduire la croissance (secteur public qui connaît généralement un problème de suremploi) ou à des activités improductives.

Pritchett (2001) affirme que l'éducation peut être d'une qualité tellement faible qu'une année supplémentaire de scolarisation permet d'acquérir des compétences faibles voir nulle dans certains cas. Ainsi, ces pays engagent des dépenses d'éducation qui ont tendance à freiner la croissance sans compensation au niveau de l'amélioration du capital humain.

L'UNICEF rapporte que la qualité de l'enseignement est préoccupante dans un certain nombre de pays d'Europe et Asie Centrale comme Azerbaïdjan, Géorgie, Tadjikistan et l'ex-Yougoslavie<sup>75</sup>. Ces pays ont connu des conflits qui ont nui à l'éducation et qui ont lésé la région avec des problèmes sociaux en général. Les dépenses publiques réelles pour l'éducation ont diminué dans beaucoup de pays de la région.

#### ***II.1.4. Consommation publique***

Le coefficient associé à la consommation publique est négatif et significatif pour la majorité des estimations. Ce résultat est conforme aux différents résultats des études économétriques menées pour déterminer la relation entre la consommation publique et la croissance. Tanzi et Zee (1997) ont trouvé que d'une manière générale, la consommation publique (hors éducation et défense<sup>76</sup>) est négativement corrélée avec la croissance.

Barro (1997) trouve que les dépenses publiques n'améliorent guère la productivité. De ce fait, un plus grand volume de dépenses publiques non productives et de la fiscalité qui leur est associée réduit le taux de croissance pour une valeur de départ donnée du PIB; ce qui signifie qu'une administration importante nuit à la croissance économique. Ce constat est confirmé par Barro et Sala-i-Martin (1995) dans leurs hypothèses relatives aux distorsions introduites dans l'économie à cause de l'intervention du gouvernement.

Cette relation négative entre les dépenses de l'Etat et la croissance économique est expliquée par le fait que les dépenses publiques sont financées, en partie, par les impôts, ceci peut entraver une allocation efficiente des ressources et par conséquent réduire la croissance économique.

#### ***II.1.5. Inflation***

Nos résultats prouvent que l'inflation a un effet négatif et significatif sur la croissance. Nos résultats sont conformes à ceux de Barro. En effet, les résultats de Barro (1997) ont montré l'existence d'une relation inverse entre le taux de croissance du PIB et le taux d'inflation. Afin d'étudier l'impact de l'inflation sur la croissance économique, l'auteur introduit l'inflation comme variable explicative à côté d'autres variables de contrôle. En effet, une

---

<sup>75</sup> <http://www.unicef.org/french/sowc99/r018.htm>

<sup>76</sup> Les dépenses en éducation et en défense sont considérées comme investissements publics plutôt que consommation publique. Ces dépenses sont susceptibles d'affecter la productivité du secteur privé, et donc l'investissement privé (Barro 1991).

inflation élevée peut introduire des distorsions dans les choix d'investissements productifs en défavorisant les investissements à long terme (Berthélemy et Varoudakis 1998) ; ce qui va avoir un effet négatif sur la croissance économique.

Fischer (1993) indique que l'inflation est un indicateur qui reflète la capacité du gouvernement à gérer l'économie. Un taux d'inflation élevé non justifié révèle un gouvernement qui a perdu le contrôle de l'économie. Cette situation va affecter négativement l'investissement et par conséquent la croissance économique.

#### ***II.1.6. Taux de change***

Le niveau du taux de change réel a un impact sur les exportations ainsi que sur les importations. Une baisse du taux de change réel permet d'accroître les exportations grâce à l'amélioration de la compétitivité. Le développement des exportations permet également de relâcher la contrainte extérieure et par conséquent d'importer davantage et essentiellement importer les outils de production non produits localement. Pour être plus précis, une baisse du taux de change réel (dépréciation du taux) va engendrer une augmentation des exportations et par conséquent va jouer favorablement sur la production et donc sur la croissance économique. Une progression des exportations augmente les capacités d'une économie à importer, donc ça va lui permettre d'accéder à la technologie produite à l'étranger et d'améliorer la productivité ; ce qui explique la relation négative entre le taux de change réel et la croissance économique pour une partie de nos estimations.

#### ***II.1.7. L'ouverture commerciale***

L'ouverture commerciale apparaît avec un signe positif pour toutes les régressions. Les différentes études économétriques réalisées pour tester l'impact de l'ouverture commerciale sur la croissance économique ont abouti à des résultats en général positifs. Frankel et Romer (1999) ont trouvé une corrélation positive entre le degré d'ouverture commerciale et la croissance économique. L'ouverture entraîne un transfert de technologie qui entraîne une croissance plus importante que celle générée par simple accumulation du capital (Romer 1993). En plus, l'ouverture commerciale permet l'accès aux biens d'investissement qui ne sont pas disponibles dans l'économie locale.

Baldwin et Seghezza (1996) montrent que la croissance est tirée par l'investissement qui est induit par l'ouverture. Les auteurs procèdent à l'estimation du taux de croissance en

fonction de l'investissement et ensuite ce dernier en fonction de l'ouverture. En d'autres termes, la croissance dépend positivement de l'investissement qui à son tour dépend positivement de l'ouverture commerciale. Par conséquent, la croissance dépend positivement de l'ouverture commerciale.

<b>Tableau 4.6</b>	Asie de l'E. et P.	Asie du Sud	Am.L. et C.	EAC	Faible R.	R. M. Sup	R. M. Inf
Croissance (-1)	0.227** (0.0896)	0.00940 (0.0963)	0.263*** (0.0288)	0.220*** (0.0231)	-0.0425 (0.0756)	0.175 (0.166)	0.400*** (0.0477)
Pib initial (1980)	-0.157** (0.0645)	-0.00335 (0.0187)	0.0312** (0.0129)	-9.99e-05** (5.02e-05)	0.0365 (0.116)	0.271 (0.556)	0.0108 (0.0445)
Capital fixe	0.132 (0.163)	0.309*** (0.0858)	0.0179 (0.0257)	0.235** (0.113)	0.398* (0.209)	0.121 (0.0774)	0.122** (0.0563)
Capital humain	0.115 (0.0822)	-0.00444 (0.0213)	0.0384*** (0.0141)	-0.202*** (0.0714)	-0.160 (0.107)	0.0711* (0.0368)	0.0275** (0.0113)
Conso. Publique	0.195 (0.394)	0.129 (0.192)	-0.0743* (0.0428)	-0.469*** (0.0675)	-1.173 (0.727)	-0.518*** (0.136)	-0.192*** (0.0560)
Inflation	-0.174** (0.0770)	-0.0183 (0.0569)	-0.000308*** (0.000101)	-0.00245 (0.00161)	0.0487 (0.0508)	-0.00129* (0.000677)	-0.000209*** (7.35e-05)
Ouverture Comm	0.111 (0.0859)	0.0911 (0.0574)	0.00938 (0.0111)	0.0905*** (0.0316)	0.238*** (0.0636)	0.0134 (0.0293)	0.0555** (0.0278)
Taux de change	-0.0128 (0.0143)	0.0281 (0.0243)	0.00256 (0.00380)	8.34e-05 (8.02e-05)	0.0167 (0.0130)	0.0378* (0.0195)	-0.00161 (0.00305)
Observations	286	104	676	272	104	494	468
Nb. d'indi.	11	4	26	17	4	19	18
Test de sargan	3.520216 (1.0000)	45.469 (0.5771)	21.34866 (0.9997)	11.58744 (0.9973)	21.34351 (0.9997)	14.48048 (1.0000)	13.34294 (1.0000)
Autocorrélation d'ordre 1	-2.7585 (0.0058)		-3.0101 (0.0026)	1.2364 (0.2163)		-2.3276 (0.0199)	-3.02 (0.0025)
Autocorrélation d'ordre 2	-.65683 (0.5113)		.66009 (0.5092)	-.26981 (0.7873)		.3878 (0.6982)	-1.5551 (0.1199)

Entre parenthèse sont inscrits les écarts types pour les coefficients et la p-value pour les tests statistiques.  
\*\*\*, \*\* et\* Significatif respectivement au seuil de 1%, 5% et 10%

## **II.2. Les flux de capitaux**

### **II.2.1. IDE**

Les résultats relatifs aux IDE sont assez variés. D'un côté, nous retrouvons le résultat attendu, c'est-à-dire la relation positive entre les IDE et la croissance pour le groupe de l'Asie du sud, les pays de l'Europe et Asie Centrale, les pays à faible revenu ainsi que les pays à revenu moyen supérieur. Une augmentation de 1 point des IDE (en % PIB) dans les pays à faible revenu engendre une augmentation de 0,21 point si on considère les flux nets et 0,29 point si on considère les flux bruts. Cette augmentation est plus importante pour les pays de l'Asie du Sud ; elle est de 0,688 point si on considère les flux bruts mais elle baisse à 0,623 point si on considère les flux nets. Pour les pays de l'Europe et Asie Centrale une augmentation de 1 point des IDE engendre une augmentation de la croissance de 0,10 point aussi bien pour les flux nets que les flux bruts. Les pays d'Europe et d'Asie Centrale présentent donc le même coefficient pour les flux nets et les flux bruts. Ce résultat est expliqué par l'absence des sorties d'IDE dans un premier temps et leur faiblesse dans un deuxième temps ce qui fait que les flux nets sont presque égaux aux flux bruts (tableau 4.7 et tableau 4.8).

Les estimations effectuées sans les paradis fiscaux et la Chine ont engendré l'amélioration du coefficient pour les pays à revenu moyen inférieur<sup>77</sup>. Dans les estimations de base, nous avons abouti à un coefficient négatif et significatif aussi bien pour les entrées nettes que les entrées brutes; cependant le nouveau coefficient est positif et significatif et de même pour le coefficient associé à la part des IDE dans l'ensemble des flux. Pour les pays d'Amérique latine et Caraïbes, les coefficients associés à l'IDE étaient négatifs et ils deviennent positifs mais non significatif sauf pour la part des IDE dans l'ensemble des flux. Ce dernier coefficient apparaît avec un signe positif et significatif mais assez faible (0,0003). Quant aux pays à revenu moyen supérieur, le coefficient associé à l'IDE augmente de 0,07 à 0,12 concernant les flux nets et de 0,01 à 0,49 pour les flux bruts. Le coefficient associé au stock d'IDE augmente significativement en passant de 0,0798 à 0,505.

L'effet du stock d'IDE entrants sur la croissance économique est positif pour la totalité des groupes de pays sauf pour les pays d'Amérique latine et Caraïbes (tableau 4.9). Le stock d'IDE représente un stock de capital productif disponible dans l'économie. Le stock de capital

---

<sup>77</sup> Les résultats relatifs aux estimations excluant les paradis fiscaux et la Chine sont présentés dans l'annexe 4.6.

productif devrait avoir un effet positif sur la croissance économique. Les deux pays qui représentent l'effet le plus important sont les pays à faible revenu et les pays d'Asie du Sud. Ces deux groupes de pays présentent un effet positif des IDE sur la croissance économique. Nous allons trouver par la suite que les IDE ont un effet d'entraînement sur l'investissement local dans le cas de ces deux groupes de pays.

Les pays d'Amérique latine et Caraïbes présentent un effet du stock d'IDE sur la croissance économique négatif tout comme l'effet des flux d'IDE. Cet effet demeure négatif même après l'exclusion des paradis fiscaux. Ce résultat pourrait être expliqué par l'effet de substitution que les IDE engendrent sur l'investissement domestique et que nous allons tester ultérieurement.

Les coefficients positifs rejoignent les différentes études économétriques qui ont étudié la relation entre IDE et croissance. En effet, Xiaoying et Xiaming (2004) ont trouvé que les IDE exercent un effet positif sur la croissance. Ils ont effectué une étude sur 63 pays en développement et 21 pays développés durant la période 1970-1999.

Cependant, plusieurs auteurs ont attiré l'attention sur le fait que l'impact de l'IDE sur la croissance ne passe pas par l'investissement en lui-même mais à travers les *spillovers* qui accompagnent cet IDE et qui vont avoir pour effet de stimuler la croissance économique. Borensztein et al. (1998) considèrent les IDE comme un véhicule important de transfert technologique, contribuant ainsi à la croissance dans des proportions plus importantes que les investissements domestiques. Quant à Romer (1993), il a introduit la notion de « *idea gaps* » entre les pays riches et les pays pauvres. Selon l'auteur, l'IDE peut faciliter le transfert technologique et le savoir faire des pays riches vers les pays pauvres.

En plus, les IDE permettent l'instauration d'un climat de compétition qui oblige les firmes locales à améliorer leurs productivités et l'amélioration de la compétence de la main-œuvre locale grâce aux formations que les firmes multinationales peuvent offrir à leurs employés. L'effet positif des IDE sur la croissance peut passer à travers d'autres canaux. Bengoa et Sanchez-Robles (2003) soulignent que l'IDE peut avoir un autre effet bénéfique sur le pays d'accueil. Il peut faciliter l'extraction et la distribution de matières premières dans le pays d'accueil en améliorant le réseau de transport et de communication. A titre d'exemple, on peut citer la construction d'un port par une multinationale. Ces effets positifs qui accompagnent les IDE vont contribuer à stimuler la croissance économique.

Borensztein et al. (1998) considèrent qu'il y a un important effet de complémentarité entre les IDE et le capital humain. La contribution des IDE à la croissance est améliorée par son interaction avec le niveau du capital humain dans le pays. Selon les auteurs, les IDE sont plus productifs que les investissements domestiques seulement dans le cas où le pays d'accueil est doté d'un niveau minimal de stock de capital humain. Les auteurs ont trouvé que dans les pays à bas niveau de capital humain, les effets directs des IDE sur la croissance sont négatifs et quelquefois non significatifs. Mais, dans le cas où le capital humain franchit un certain seuil, ils trouvent que les IDE ont un effet positif sur la croissance. Les auteurs attirent l'attention au fait que les IDE concernent généralement les secteurs technologiquement innovateurs, ce qui rend l'interaction avec le capital humain un facteur important dans l'explication des effets des IDE sur la croissance économique.

En plus, la distribution sectorielle des IDE est déterminante pour préciser l'impact de l'IDE sur l'investissement domestique et donc sur la croissance. En effet, si on a une augmentation de l'investissement étranger mais qui engendre une baisse de l'investissement domestique ; l'effet du premier type d'investissement sera neutre et même négatif. Agosin et Mayer (2000), attirent l'attention sur l'importance de la distribution sectorielle des IDE à déterminer l'impact de l'IDE sur l'investissement local. En effet, si la distribution sectorielle de l'IDE est considérablement différente de la distribution de l'investissement domestique, la contribution de l'IDE à la formation du capital va être plus importante que dans le cas où la distribution de l'IDE est presque identique à la distribution de l'investissement domestique.

En général, et selon Mainguy (2004), l'impact des IDE sur la croissance va dépendre des interactions qui peuvent se développer, ou non, avec les variables suivantes : le développement humain, l'investissement national, la politique commerciale et la réduction de la pauvreté.

Les interactions qui peuvent exister entre les IDE et le niveau de développement du pays hôte seront traitées dans le chapitre qui suit. La possibilité d'existence d'effet d'interaction peut expliquer certaines relations négatives retrouvées<sup>78</sup> entre les IDE et la croissance économique. Cette relation négative peut revenir à l'effet d'éviction exercé par les firmes étrangères sur l'investissement domestique. Dans ce qui suit, nous allons aborder la relation entre les IDE et l'investissement domestique.

---

<sup>78</sup> Les pays d'Amérique latine et Caraïbes, les pays de l'Asie de l'Est et Pacifique et les pays à revenu moyen inférieur

<b>Tableau 4.7</b>	Asie de l'E. et P.	Asie du Sud	Am.L. et C.	EAC	Faible R.	R. M. Inf	R. M. Sup
Croissance (-1)	0.266** (0.117)	0.0196 (0.0981)	0.270*** (0.0318)	0.248*** (0.0286)	-0.0432 (0.0760)	0.250*** (0.0824)	0.424*** (0.159)
Pib initial (1980)	-0.228 (0.152)	-0.00766 (0.0192)	0.0292 (0.0206)	-0.000120** (5.20e-05)	0.0346 (0.117)	0.0551 (0.0441)	0.264 (1.109)
Capital fixe	0.132 (0.171)	0.309*** (0.0872)	0.0490 (0.0363)	0.247** (0.118)	0.398* (0.210)	0.0871 (0.0807)	0.0329 (0.0643)
Capital humain	0.123 (0.0770)	-0.000746 (0.0219)	0.0416*** (0.0142)	-0.0907 (0.104)	-0.161 (0.107)	0.0115 (0.0173)	0.118*** (0.0372)
Conso. Publique	1.043 (1.777)	0.104 (0.195)	-0.0812 (0.0497)	-2.441** (1.189)	-1.156 (0.733)	-0.0963* (0.0574)	-0.419*** (0.0957)
Inflation	-0.160* (0.0911)	-0.0196 (0.0578)	-0.000345*** (7.34e-05)	-0.00167 (0.00167)	0.0473 (0.0509)	-0.000197*** (6.97e-05)	-0.00115** (0.000545)
Ouverture Comm	0.111 (0.0859)	0.0694 (0.0599)	0.00602 (0.0123)	0.175*** (0.0598)	0.237*** (0.0640)	0.0293 (0.0364)	-0.00223 (0.0309)
Taux de change	-0.0141 (0.0143)	0.0227 (0.0250)	0.00268 (0.00394)	9.94e-05 (7.92e-05)	0.0168 (0.0131)	0.00257 (0.00361)	0.0420** (0.0208)
<b>IDE (net)</b>	<b>-0.244</b> (0.278)	<b>0.623*</b> (0.368)	<b>-0.0645</b> (0.0523)	<b>0.101**</b> (0.0493)	<b>0.211</b> (0.428)	<b>-0.150*</b> (0.0910)	<b>0.0728</b> (0.102)
Observations	286	104	676	272	104	468	494
Nb. d'indi.	11	4	26	17	4	18	19
Test de sargan	3.048882 (1.0000)	44.6242 (0.6120)	20.2394 (0.9999)	9.125512 (0.9997)	20.84786 (0.9998)	5.60712 (1.0000)	12.86981 (1.0000)
Autocorrélation d'ordre 1	-2.7429 (0.0061)		-2.9476 (0.0032)	1.4187 (0.1560)		-2.582 (0.0098)	-3.2377 (0.0012)
Autocorrélation d'ordre 2			.57779 (0.5634)	-5.9709 (0.5505)		-1.9316 (0.053')	1.2808 (0.2003)

Entre parenthèse sont inscrits les écarts types pour les coefficients et la p-valeur pour les tests statistiques.

\*\*\*, \*\* et\* Significatif respectivement au seuil de 1%, 5% et 10%

<b>Tableau 4.8</b>	Asie de l'E. et P.	Asie du Sud	Am.L. et C.	EAC	Faible R.	R. M. Inf	R. M. Sup
Croissance (-1)	0.266** (0.116)	-0.0146 (0.0969)	0.290*** (0.0262)	0.2477155*** (0.0286)	-0.0593 (0.0788)	0.250*** (0.0823)	0.409*** (0.127)
Pib initial (1980)	-0.229 (0.152)	-0.00481 (0.0190)	0.0283 (0.0198)	-0.0001201** (5.20e-05)	-0.00663 (0.130)	0.0549 (0.0443)	-0.00504 (0.00528)
Capital fixe	0.133 (0.171)	0.312*** (0.0862)	0.0776** (0.0359)	.2469363** (0.118)	0.403* (0.208)	0.0867 (0.0804)	-0.00998 (0.0649)
Capital humain	0.124 (0.0770)	0.00299 (0.0216)	0.0425*** (0.0136)	-0.0907126 (0.104)	-0.153 (0.107)	0.0119 (0.0172)	0.0850*** (0.0304)
Conso. Publique	1.072 (1.766)	0.0555 (0.194)	-0.0739 (0.0451)	-0.440543** (1.189)	-0.965 (0.779)	-0.0971* (0.0580)	-0.408*** (0.0958)
Inflation	-0.159* (0.0908)	-0.0119 (0.0558)	-0.000306*** (7.14e-05)	-0.0016724 (0.00167)	0.0396 (0.0518)	-0.000196*** (6.99e-05)	-0.000746 (0.000533)
Ouverture Comm	0.111 (0.0859)	0.0830 (0.0600)	-0.000290 (0.0136)	0.1754242*** (0.0598)	0.233*** (0.0638)	0.0293 (0.0364)	0.0146 (0.0285)
Taux de change	-0.0141 (0.0143)	0.0120* (0.00703)	0.00345 (0.00414)	9.94e-05 (7.92e-05)	0.0181 (0.0131)	0.00259 (0.00359)	0.0400** (0.0195)
<b>IDE (brut)</b>	<b>-0.272</b> (0.275)	<b>0.688**</b> (0.330)	<b>-0.103*</b> (0.0573)	<b>0.10082**</b> (0.0492)	<b>0.297</b> (0.406)	<b>-0.147*</b> (0.0914)	<b>0.0181</b> (0.0788)
Observations	286	104	676	272	104	468	494
Nb. d'indi.	11	4	26	17	4	18	19
Test de sargan	3.037601 (1.0000)	42.53765 (0.6955)	18.82973 (1.0000)	9.125616 (0.9997)	20.91499 (0.9998)	5.607252 (1.0000)	163.8605 (0.0000)
Autocorrélation d'ordre 1	-2.7413 (0.0061)		-2.975 (0.0029)	-1.4187 (0.1560)		-2.584 (0.0098)	-3.6187 (0.0003)
Autocorrélation d'ordre 2	-.28058 (0.7790)		.58222 (0.5604)	-.59706 (0.5505)		-1.9323 (0.0533)	.71744 (0.4731)

Entre parenthèse sont inscrits les écarts types pour les coefficients et la p-value pour les tests statistiques.

\*\*\*, \*\* et \* Significatif respectivement au seuil de 1%, 5% et 10%

<b>Tableau 4.9</b>	Asie de l'E. et P.	Asie du Sud	Am.L. et C.	EAC	Faible R.	R. M. Inf	R. M. Sup
Croissance (-1)	0.0466 (0.0830)	-0.0134 (0.0981)	0.311*** (0.0479)	0.277*** (0.0668)	-0.0656 (0.0750)	0.346*** (0.0398)	0.0730 (0.223)
Pib initial (1980)	-0.0505 (0.0471)	-0.0151 (0.0245)	0.0390*** (0.0124)	-8.60e-05 (5.67e-05)	-0.167 (0.153)	0.0325 (0.0429)	0.0458 (0.0601)
Capital fixe	0.237 (0.182)	0.289*** (0.0982)	0.0378 (0.0420)	0.191 (0.128)	0.339 (0.210)	0.142* (0.0795)	0.0457 (0.0695)
Capital humain	0.122 (0.0802)	0.00249 (0.0218)	0.0495*** (0.0141)	-0.227*** (0.0720)	-0.208* (0.107)	0.0339** (0.0139)	0.0826*** (0.0224)
Conso. Publique	-0.164 (0.404)	0.111 (0.197)	-0.0679 (0.0519)	-0.494*** (0.0652)	-0.394 (0.847)	-0.0876 (0.0540)	-0.670*** (0.170)
Inflation	-0.0882 (0.101)	0.00681 (0.0574)	-0.000198 (0.000131)	-0.00212 (0.00140)	0.0170 (0.0529)	-0.000175* (9.57e-05)	-0.00116** (0.000457)
Ouverture Comm	0.148 (0.0911)	0.117* (0.0609)	0.00196 (0.0120)	0.0700** (0.0330)	0.230*** (0.0629)	0.0125 (0.0290)	0.0313 (0.0361)
Taux de change	0.00617 (0.0138)	0.0156* (0.00811)	-0.00128 (0.00566)	9.10e-05 (6.47e-05)	0.0226* (0.0128)	-0.00209 (0.00414)	0.0466** (0.0190)
<b>IDE (Stock)</b>	<b>0.0689**</b> (0.0341)	<b>0.116</b> (0.125)	<b>-0.0473***</b> (0.0143)	<b>0.117**</b> (0.0457)	<b>0.182**</b> (0.0924)	<b>0.0547</b> (0.0458)	<b>0.0798**</b> (0.0364)
Observations	286	104	676	272	104	468	494
Nb. d'indi.	11	4	26	17	4	18	19
Test de sargan	1.229373 (1.0000)	45.36956 (0.5813)	15.09932 (1.0000)	10.50519 (0.9989)	32.60464 (0.9564)	11.16865 (1.0000)	8.763523 (1.0000)
Autocorrélation d'ordre 1	-2.1477 (0.0317)		-3.3852 (0.0007)	-1.3267 (0.1846)		-2.9373 (0.0033)	-1.9203 (0.0548)
Autocorrélation d'ordre 2	-.99014 (0.3221)		.86825 (0.3853)	-.26165 (0.7936)		-1.7494 (0.0802)	.01946 (0.9845)

Entre parenthèse sont inscrits les écarts types pour les coefficients et la p-value pour les tests statistiques.

\*\*\*, \*\* et\* Significatif respectivement au seuil de 1%, 5% et 10%

### *II.2.2. IDE et investissements domestiques*

Nous proposons un autre modèle permettant de tester l'impact de l'IDE sur l'investissement domestique. Nous voulons tester si les IDE évincent l'investissement domestique, ce qui peut expliquer la relation négative entre l'IDE et la croissance; ou bien au contraire les IDE ont tendance à stimuler l'investissement domestique et donc la croissance. Pour ce faire, nous allons adopter le modèle théorique développé par Agosin et Mayer (2000).

L'investissement total d'une économie est la somme de l'investissement domestique et l'investissement entrepris par les firmes multinationales :

$$I_t = I_{d,t} + I_{f,t} \quad (4.10)$$

Avec :

$I_{d,t}$  : représentant l'investissement domestique

$I_{f,t}$  : représentant l'investissement étranger réel

Il y a une différence entre l'IDE et l'investissement étranger réel. Les ressources qui entrent au pays sous forme d'IDE ne sont pas totalement transformées en investissement réel. L'investissement étranger réel va dépendre des IDE courants et des composantes retardées de l'IDE<sup>79</sup>:

$$I_{f,t} = \varphi_0 IDE_t + \varphi_1 IDE_{t-1} + \varphi_2 IDE_{t-2} \quad (4.11)$$

Quant à l'investissement domestique, il répond à la différence entre le stock de capital désiré et actuel. Le modèle de base est comme suit :

$$I_{d,t} = \lambda(K_{d,t}^* - K_{d,t}) \quad (4.12)$$

---

<sup>79</sup> Il peut y avoir un décalage entre l'entrée du flux financier relatif à l'IDE et la réalisation de l'investissement réel.

Avec  $K_{d,t}^*$  représentant le stock de capital désiré et qui est positivement lié à la croissance espérée  $G_t^e$  et à la différence (y) entre l'output actuel (Y) et celui du plein emploi ( $Y_n$ ). Cette version du modèle d'investissement néoclassique est utilisée par Hall et Jorgensen (1967) :

$$K_{d,t}^* = \phi_0 + \phi_1 G_t^e + \phi_2 y_t \quad (4.13)$$

et  $K_{d,t}$  qui représente le stock actuel de capital et qui s'écrit comme :

$$K_{d,t} = (1 - d)K_{d,t-1} + I_{d,t-1} \quad (4.14)$$

Avec d : taux de dépréciation annuel

Si les estimations sont rationnelles, le taux de croissance espéré  $G_t^e$  ne devrait pas dévier du taux présent :

$$G_t^e = G_t = \eta_1 G_{t-1} + \eta_2 G_{t-2} \quad (4.15)$$

A partir de ces définitions, les auteurs aboutissent au modèle suivant :

$$I_{i,t} = \alpha_i + \beta_1 IDE_{i,t} + \beta_2 IDE_{i,t-1} + \beta_3 IDE_{i,t-2} + \beta_4 I_{i,t-1} + \beta_5 I_{i,t-2} + \beta_6 G_{i,t-1} + \beta_7 G_{i,t-2} + \varepsilon_{i,t} \quad (4.16)$$

A partir de ce modèle, ils calculent un coefficient qui permet de renseigner sur la relation de long terme entre l'IDE et l'investissement domestique:

$$\hat{B}_{LT} = \sum_{j=1}^3 \hat{B}_j / (1 - \sum_{j=4}^5 \hat{B}_j) \quad (4.17)$$

$$\hat{B}_{LT} = \frac{\beta_1 + \beta_2 + \beta_3}{1 - (\beta_4 + \beta_5)} \quad (4.18)$$

Si  $\hat{B}_{LT} = 1$  : une augmentation d'un dollar de l'IDE engendre une augmentation d'un dollar de l'investissement total.

Si  $\hat{B}_{LT} < 1$  : une augmentation d'un dollar de l'IDE engendre une augmentation de moins qu'un dollar de l'investissement total, il y a donc un effet de substitution, l'augmentation des IDE engendre baisse de l'investissement domestique.

Si  $\hat{B}_{LT} > 1$  : une augmentation d'un dollar de l'IDE engendre une augmentation de plus qu'un dollar de l'investissement total, il y a donc un effet d'entraînement, l'augmentation des IDE engendre une augmentation de l'investissement domestique.

Investissement	Pays h.		Am.L.	Asie de	Asie	Faible	R. M.		
	EAC	EAC	et C.	l'E. et P.	du Sud	R.	Sup	R. M.	Inf
$\beta_4$	$I_{i,t-1}$	0,619	0,798	0,487	0,611	0,471	0,727	0,409	0,625
$\beta_5$	$I_{i,t-2}$	-0,0889	-0,126	-0,121	-0,281	-0,0534	0,0927	0,107	-0,192
$\beta_1$	$IDE_{i,t}$	0,14	0,274	0,167	0,739	0,171	0,262	0,0242	0,0606
$\beta_2$	$IDE_{i,t-1}$	0,0717	0,0983	0,109	-0,575	1,024	0,0791	-0,168	0,165
$\beta_3$	$IDE_{i,t-2}$	-0,0528	-0,137	0,0203	-0,226	0,0202	-0,0567	-0,174	-0,067
$\beta_6$	$G_{i,t-1}$	0,0707	0,0774	0,119	-0,0201	0,167	0,0269	0,164	0,0662
$\beta_7$	$G_{i,t-2}$	0,0147	-0,113	0,00789	-0,0217	0,00839	-0,0209	0,0295	0,0902
$\hat{B}_{LT}$		0,33815	0,71737	0,46735	-0,09253	2,08653	1,57737	-0,656611	0,2797178

Nous retrouvons un effet d'entraînement pour les pays de l'Asie du sud et les pays à faible revenu. Le coefficient  $\hat{B}_{LT}$  des deux groupes de pays est supérieur à 1. On peut dire que l'IDE a un impact positif sur l'investissement domestique de long terme et donc sur la croissance. L'effet positif des IDE sur la croissance a été confirmé pour ces pays précédemment. Cependant, nous retrouvons un effet de substitution pour les autres groupes de pays. Parmi ces pays, nous trouvons les pays pour lesquels la relation entre les IDE et la croissance économique est négative. Les pays d'Amérique latine et Caraïbes, les pays à revenu moyen inférieur et les pays de l'Asie de l'Est et Pacifique se caractérisent par une relation négative entre les IDE et l'investissement domestique. La relation négative entre l'IDE et la croissance peut donc être expliquée par l'effet d'éviction qu'exerce l'IDE sur l'investissement domestique.

### **II.2.3. Prêts bancaires**

Les flux de prêts bancaires internationaux à destination des pays en développement ont augmenté depuis le début de ce siècle. Cette augmentation nous a amené à s'interroger sur l'impact de ces flux, négligés par les différents travaux empiriques sur la croissance.

L'effet des prêts bancaires étrangers sur la croissance économique est positif et significatif pour les pays à revenu moyen supérieur aussi bien pour les flux nets que les flux bruts. Le coefficient associé aux crédits nets est légèrement inférieur à celui associé aux crédits bruts. Les pays à revenu moyen inférieur présentent un effet négatif et significatif si on considère les flux bruts. Mais en passant aux flux nets, l'effet devient non significatif mais il demeure négatif. L'effet des autres groupes de pays n'est pas significatif (tableau 4.10 et tableau 4.11).

D'après ces résultats, les pays à revenu moyen supérieur ont su tirer profit de ces flux de capitaux, contrairement aux pays à revenu moyen inférieur. En effet, dans les pays à revenu moyen supérieur, les flux de prêts bancaires étrangers ont contribué à stimuler la croissance économique en augmentant les moyens de financement disponibles. En d'autres termes, les crédits bancaires ne sont plus fournis par le secteur bancaire domestique seulement mais également par le secteur bancaire étranger soit directement soit à travers les filiales des banques étrangères. Selon les coefficients trouvés, une augmentation de 1 point du crédit étranger engendre une augmentation d'environ 0,04 point de la croissance économique. Cet effet positif peut être expliqué par le niveau de développement des pays à revenu moyen supérieur qui leur permet d'absorber ces flux. Cette explication est appuyée par l'effet négatif que nous avons trouvé pour les pays à revenu moyen inférieur.

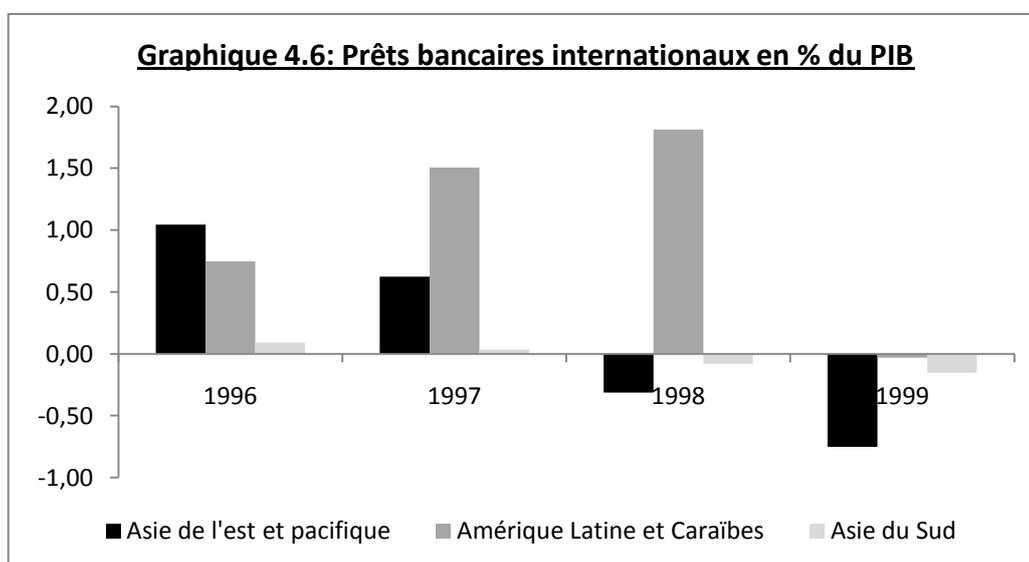
Les estimations excluant les paradis fiscaux et la Chine améliorent le coefficient associé aux prêts bancaires. En effet, le coefficient associé aux crédits nets augmente de 0,044 à 0,086 dans le cas des pays à revenu moyen supérieur. L'effet négatif des flux nets de crédits passe de -0,037 à -0,024 si on considère les pays à revenu moyen inférieur. Ce résultat confirme le rôle joué par les paradis fiscaux dans le transit des capitaux.

La croissance est supérieure durant la période post-libéralisation par rapport à la période de pré-libéralisation pour les pays de l'Europe et Asie Centrale, les pays de l'Asie de l'Est et Pacifique et les pays à revenu moyen inférieur.<sup>80</sup> La différence entre ces deux périodes est extrêmement faible dans le cas des pays à revenu moyen inférieur. Elle est de 1,5% pour les pays de l'Asie de l'Est et Pacifique et de 3,3% pour les pays de l'Europe et Asie Centrale. Pour les autres groupes de pays la relation entre la variable dummy et croissance est négative et non significative. Le coefficient associé à la part des prêts bancaires dans l'ensemble des flux est positif et significatif seulement pour les pays de l'Europe et Asie Centrale.

---

<sup>80</sup> Les résultats relatifs à la variable dummy sont rapportés dans l'annexe 4.7.

L'effet des pays asiatiques est assez ambigu. En effet, les prêts bancaires dans cette région ont connu deux phases délimitées par la crise de 1997. Avant cette crise certain pays asiatique comme la Thaïlande et la Corée ont eu recours aux banques étrangères pour obtenir des prêts étant donné que les taux d'intérêt étrangers étaient plus faibles que ceux proposés par les banques asiatiques (Figuet et Lahet, 2007). Ce cas de figure concerne seulement la période avant la crise de 1997. Les prêts bancaires étrangers ont permis à un certain nombre d'agents économique de se financer à un moindre coût, ce qui a tendance à stimuler le volume des investissements et par conséquent la croissance. Cependant, il y eu un rationnement du crédit<sup>81</sup> par les banques étrangères qui fût à l'origine du déclenchement de la crise asiatique de 1997 (graphique 4.6) et spécialement le rationnement des banques japonaises (King, 2001). En effet, ces dernières ont procédé à un rationnement de crédit suite à l'émergence de troubles en Thaïlande et en Corée du Sud. En effet, les banques japonaises ont déclenché la crise quand elles ont commencé à retirer leurs capitaux investis dans la région au début de l'année 1997 suite à la détérioration des conditions sur le marché local. Cette détérioration se caractérisait par la faible rentabilité, l'accroissement des problèmes de crédit, la baisse des taux d'intérêt, etc.



Source: Banque Mondiale, *World Development Indicators & Global Development Finance*

<sup>81</sup> Une situation de rationnement de crédit correspond à une situation où les banques réduisent leurs offres de crédits. Dans une telle situation, des projets rentables ne trouvent pas de financement. Les problèmes d'asymétrie d'information et de sélection adverse peuvent mener à un rationnement de crédit mais également les situations de crises financière et économique.

<b>Tableau 4.10</b>	Asie de l'E. et P.	Asie du Sud	Am.L. et C.	EAC	Faible R.	R. M. Inf	R. M. Sup
Croissance (-1)	0.248** (0.109)	0.0140 (0.0973)	0.349*** (0.0606)	0.229*** (0.0233)	-0.0503 (0.0763)	0.357*** (0.0294)	0.380** (0.149)
Pib initial (1980)	-0.209 (0.148)	-0.00877 (0.0204)	0.0139 (0.0220)	-0.000105** (5.00e-05)	0.0412 (0.118)	0.0111 (0.0495)	0.0393 (0.116)
Capital fixe	0.111 (0.185)	0.284*** (0.0937)	0.00651 (0.0428)	0.229** (0.112)	0.424** (0.207)	0.149** (0.0672)	-0.00432 (0.0621)
Capital humain	0.119 (0.0804)	4.12e-05 (0.0225)	0.0610*** (0.0136)	-0.185*** (0.0700)	-0.155 (0.109)	0.0220 (0.0141)	0.0877*** (0.0160)
Conso. Publique	0.807 (1.784)	0.130 (0.193)	-0.0735 (0.0530)	-0.457*** (0.0679)	-1.244* (0.740)	-0.177*** (0.0546)	-0.309** (0.133)
Inflation	-0.173** (0.0882)	-0.0150 (0.0570)	-0.000146 (0.000131)	-0.00219 (0.00149)	0.0469 (0.0512)	-0.000213*** (7.86e-05)	-0.000808* (0.000445)
Ouverture Comm	0.107 (0.0860)	0.0992* (0.0589)	-0.00179 (0.0130)	0.0933*** (0.0313)	0.238*** (0.0639)	0.0382 (0.0363)	0.0151 (0.0305)
Taux de change	-0.0132 (0.0143)	0.0267 (0.0246)	-0.00494 (0.00550)	7.56e-05 (8.01e-05)	0.0171 (0.0130)	-0.00128 (0.00386)	0.0471** (0.0237)
<b>B (Brut)</b>	<b>0.0731</b> (0.159)	<b>-0.0444</b> (0.0643)	<b>0.0313</b> (0.0192)	<b>0.0610</b> (0.179)	<b>0.107</b> (0.342)	<b>-0.0377***</b> <b>(0.00846)</b>	<b>0.0440***</b> (0.0100)
Observations	286	104	676	272	104	468	494
Nb. d'indi.	11	4	26	17	4	18	19
Test de sargan	3.358232 (1.0000)	44.29448 (0.6255)	20.00389 (0.9999)	10.36011 (0.9990)	21.87998 (0.9996)	8.92683 (1.0000)	9.81593 (1.0000)
Autocorrélation d'ordre 1	-2.7722 (0.0056)		-3.3884 (0.0007)	-1.2627 (0.2067)		-2.9219 (0.0035)	-3.0523 (0.0023)
Autocorrélation d'ordre 2	-.53088 (0.5955)		.99656 (0.3190)	-.2679 (0.7888)		-1.4322 (0.1521)	1.2891 (0.1974)

Entre parenthèse sont inscrits les écarts types pour les coefficients et la p-value pour les tests statistiques.

\*\*\*, \*\* et\* Significatif respectivement au seuil de 1%, 5% et 10%

<b>Tableau 4.11</b>	Asie de l'E. et P.	Asie du Sud	Am.L. et C.	EAC	Faible R.	R. M. Inf	R. M. Sup
Croissance (-1)	-0.365 (0.275)	0.00195 (0.0968)	0.284*** (0.0405)	0.224*** (0.0271)	-0.0355 (0.0763)	0.400*** (0.0723)	0.155 (0.171)
Pib initial (1980)	0.118 (0.134)	0.00340 (0.0210)	0.0285** (0.0120)	-2.82e-05 (9.11e-05)	-0.00220 (0.123)	0.0102 (0.0301)	0.475 (0.668)
Capital fixe	0.463*** (0.167)	0.305*** (0.0854)	0.0208 (0.0319)	0.314** (0.130)	0.409* (0.210)	0.0323 (0.0620)	0.126* (0.0744)
Capital humain	0.116* (0.0682)	-0.00737 (0.0217)	0.0436*** (0.0158)	-0.175** (0.0785)	-0.191* (0.113)	0.0283** (0.0114)	0.0557 (0.0431)
Conso. Publique	2.323* (1.239)	0.115 (0.192)	-0.0405 (0.0436)	-0.492*** (0.0816)	-0.833 (0.802)	-0.144** (0.0587)	-0.485*** (0.139)
Inflation	-0.0367 (0.0985)	-0.0254 (0.0577)	-0.000299*** (9.03e-05)	-0.00161 (0.00141)	0.0405 (0.0513)	-0.000196*** (7.12e-05)	-0.00133** (0.000678)
Ouverture Comm	0.0734 (0.0975)	0.0894 (0.0574)	-0.00115 (0.0131)	0.0836*** (0.0283)	0.230*** (0.0644)	0.0501* (0.0284)	0.00379 (0.0312)
Taux de change	0.0288 (0.0217)	0.0351 (0.0262)	0.00160 (0.00407)	6.51e-05 (8.03e-05)	0.0162 (0.0131)	-0.000144 (0.00329)	0.0417* (0.0216)
<b>B (net)</b>	<b>-0.151</b> (0.127)	<b>0.00354</b> (0.00500)	<b>0.00616</b> (0.0149)	<b>0.0459</b> (0.150)	<b>-0.353</b> (0.365)	<b>-0.00744</b> (0.00919)	<b>0.0404*</b> (0.0235)
Observations	286	104	676	272	104	468	494
Nb. d'indi.	11	4	26	17	4	18	19
Test de sargan	.0344767 (1.0000)	44.97618 (0.5975)	19.46102 (0.9999)	10.697 (0.9987)	20.45476 (0.9998)	8.92683 (1.0000)	14.22451 (1.0000)
Autocorrélation d'ordre 1	-0.97237 (0.3309)		-2.851 (0.0044)	-1.2723 (0.2033)		-2.9219 (0.0035)	-2.2493 (0.0245)
Autocorrélation d'ordre 2	-1.4019 (0.1610)		.73883 (0.4600)	-1.19766 (0.8433)		-1.4322 (0.1521)	.481 (0.6305)

Entre parenthèse sont inscrits les écarts types pour les coefficients et la p-value pour les tests statistiques.

\*\*\*, \*\* et\* Significatif respectivement au seuil de 1%, 5% et 10%

#### ***II.2.4. Investissement de portefeuille***

Le coefficient associé aux flux bruts d'investissement de portefeuille apparaît avec un signe positif mais non significatif dans la plupart des régressions sauf pour les pays de l'Europe et Asie Centrale et les pays à revenu faible qui présentent un signe négatif mais qui demeure non significatif. Cependant quand nous utilisons les flux nets d'investissements étrangers, nous retrouvons un coefficient positif et significatif pour les pays d'Asie du sud, un coefficient négatif et significatif pour les pays d'Amérique latine et Caraïbes ainsi que pour les pays à revenu moyen supérieur. Un coefficient positif et significatif apparaît en excluant les paradis fiscaux et la Chine du groupe des pays à revenu moyen supérieur. C'est également le cas des pays à revenu moyen inférieur (tableau 4.12 e tableau 4.13).

L'impact positif des flux de portefeuille sur la croissance économique des pays d'Asie du Sud peut être expliqué par le fait que la plupart de ces pays ont entrepris une libéralisation financière progressive dont la dernière étape fût la libéralisation des marchés boursiers<sup>82</sup>. Considérons le cas de l'Inde. Ce pays a entamé une libéralisation graduelle de l'investissement étranger, direct et de portefeuille, à partir de 1992. Jusqu'en 2010, l'Inde a gardé des contrôles des investissements étrangers de portefeuille considérés comme les plus stricts de la région. Selon NATIXIS (2010), seuls les investisseurs institutionnels<sup>83</sup> étrangers sont autorisés à investir sur le marché indien et l'investissement total de ces investisseurs ne peut pas dépasser 10 milliards de dollars américains en titres obligataires publics et 20 milliards de dollars américains en obligations *corporate*<sup>84</sup>.

Le cas du Sri Lanka mérite d'être évoqué dans ce cadre. En effet, ce pays impose, tout comme l'Inde, des restrictions sur l'investissement étranger de portefeuille. De 1993 à 1996, les investisseurs étrangers étaient des acheteurs nets d'actions alors que les investisseurs locaux étaient des vendeurs nets. Les portefeuilles des investisseurs étrangers étaient plus stables que ceux des investisseurs locaux durant une période qui a connu une baisse du niveau général des transactions (CNUCED, 1997).

---

<sup>82</sup> C'est également le cas des pays à revenu moyen inférieur après l'exclusion des paradis fiscaux et de la Chine.

<sup>83</sup> Les investisseurs institutionnels sont des organismes financiers qui placent une grande partie de ressources qu'ils collectent, en instruments financiers. Ils regroupent généralement les organismes de placement collectif, les compagnies d'assurances et les fonds de pension.

<sup>84</sup> Une obligation émise par une entreprise privée

L'effet négatif de la libéralisation des marchés boursiers sur la croissance économique dans les pays d'Amérique latine peut être expliqué par le fait que la majorité de ces pays ont procédé à une libéralisation financière rapide et surtout totale et notamment pour la libéralisation externe. Ces pays ont levé toutes les barrières face à l'entrée des différents flux de capitaux. De même, une grande part des pays à revenu moyen supérieur ont entrepris une libéralisation rapide et totale. Ce genre de libéralisation peut engendrer une volatilité plus importante des flux de capitaux et essentiellement pour les flux d'investissement de portefeuille. Cette idée est affirmée par l'effet positif retrouvé après l'exclusion des paradis fiscaux de ce groupe.

La variable dummy est dotée d'un signe positif et significatif si on considère les pays de l'Europe et Asie Centrale, les pays de l'Asie de l'Est et Pacifique et les pays d'Amérique latine et Caraïbes. Cependant, elle présente un coefficient négatif et non significatif si on considère les pays d'Asie du Sud. Les estimations sans les paradis fiscaux et la Chine améliorent le coefficient pour les pays d'Amérique latine et Caraïbes qui est passé de 0,011 à 0,04. De même, le coefficient pour les pays de l'Asie de l'Est et Pacifique est passé de 0,026 à 0,039. Enfin, le coefficient initial associé aux pays à revenu moyen inférieur était positif et non significatif et il devient significatif (tableau 4.14).

Pour la moitié de nos estimations, notre résultat est conforme à celui de Bekaert et al. (2005) en ce qui concerne le signe de l'indicateur de la libéralisation. En effet, nos estimations ont abouti à un coefficient qui varie entre de 1% et 5%. Le coefficient trouvé par Bekaert et al. (2005) est de l'ordre de 1 %. Selon les résultats de ces auteurs, la libéralisation du marché boursier engendre une croissance annuelle d'environ 1 % du produit intérieur brut par tête et ceci même après l'introduction des variables de contrôle (le PIB initial, consommation publique, taux d'inscription dans l'enseignement secondaire, la croissance de la population et l'espérance de vie).

L'échantillon comportant les pays de l'Europe et Asie Centrale présente les coefficients de libéralisation les plus importants (5%). Cependant le problème avec la variable dummy demeure dans le fait que cette variable peut ne pas capter que l'événement de la libéralisation du marché boursier. En effet, elle peut capter l'ensemble des changements et des réformes qui ont précédé ou accompagné cette libéralisation. Ces changements et ces réformes peuvent avoir un effet positif sur la croissance économique plus que la libéralisation en elle-même. Les résultats relatifs à la variable dummy des crédits bancaires ne sont pas significatifs même

pour les pays à revenu moyen supérieur<sup>85</sup>. Ce qui remet en cause la pertinence de ce genre de variable.

Les résultats relatifs à l'impact de l'investissement de portefeuille diffèrent d'un groupe de pays à un autre. Cette différence au niveau des résultats peut être expliquée par la différence qui existe entre les processus de libéralisation respectifs. Venet (1994) trouve que les politiques mises en place en Amérique latine et en Asie diffèrent assez fortement. Elles ont, donc, généré des résultats eux aussi très différents. Certes, d'un point de vue théorique, la libéralisation est un concept plutôt simple et universel et doit par conséquent produire les mêmes effets. Mais en réalité, la mise en place de la libéralisation avec des "intensités" différentes selon les pays est à l'origine de la différence de son impact sur la croissance.

Le coefficient positif est conforme à la théorie adoptée par les défenseurs de la libéralisation financière. Ils considèrent que la libéralisation contribue positivement au processus de développement économique. Selon eux, la libéralisation des marchés boursiers engendre une amélioration du partage du risque qui réduit le coût du capital et augmente l'investissement. Cependant, le résultat négatif est totalement attendu étant donnée le caractère spéculatif de ce type de flux. La spéculation est un important aspect des transactions sur les marchés boursiers et elle représente surtout une source d'instabilité macroéconomique de ces marchés (Arestis et Sawyer, 2005). D'où l'effet négatif des flux boursiers sur la croissance économique.

---

<sup>85</sup>Pour ces pays, les crédits bancaires ont un effet positif sur la croissance économique.

<b>Tableau 4.12</b>	Asie de l'E. et P.	Asie du Sud	Am.L. et C.	EAC	Faible R.	R. M. Inf	R. M. Sup
Croissance (-1)	0.164* (0.0979)	0.0106 (0.0969)	0.285*** (0.0310)	0.250*** (0.0380)	-0.0429 (0.0760)	0.365*** (0.0692)	0.264* (0.152)
Pib initial (1980)	-0.150** (0.0648)	-0.00341 (0.0188)	0.0291** (0.0114)	-6.77e-05 (5.93e-05)	0.0369 (0.117)	0.0163 (0.0465)	-0.00172 (0.0720)
Capital fixe	0.288 (0.191)	0.305*** (0.0869)	0.0193 (0.0325)	0.210* (0.119)	0.402* (0.213)	0.125* (0.0677)	0.0590 (0.0830)
Capital humain	0.115 (0.0837)	-0.00419 (0.0214)	0.0334*** (0.0127)	-0.234*** (0.0816)	-0.159 (0.107)	0.0333*** (0.0124)	0.0823** (0.0370)
Conso. Publique	0.175 (0.415)	0.129 (0.193)	-0.0702 (0.0429)	-0.532*** (0.0907)	-1.185 (0.733)	-0.214*** (0.0617)	-0.473*** (0.121)
Inflation	-0.0591 (0.103)	-0.0190 (0.0576)	-0.000360*** (0.000107)	-0.00251 (0.00162)	0.0489 (0.0510)	-0.000212*** (7.37e-05)	-0.00111* (0.000569)
Ouverture Comm	0.133 (0.0872)	0.0929 (0.0576)	-0.00605 (0.0160)	0.0987*** (0.0326)	0.238*** (0.0639)	0.0681** (0.0336)	0.0123 (0.0231)
Taux de change	-0.00697 (0.0145)	0.0284 (0.0246)	0.00240 (0.00364)	9.37e-05 (8.30e-05)	0.0167 (0.0131)	-0.00186 (0.00346)	0.0495** (0.0227)
<b>PF (Brut)</b>	<b>0.161</b> (0.320)	<b>0.0401</b> (0.239)	<b>0.0205</b> (0.0389)	<b>-1.876</b> (2.048)	<b>-0.195</b> (1.474)	<b>0.0801</b> (0.113)	<b>0.0668</b> (0.0511)
Observations	286	104	676	272	104	468	494
Nb. d'indi.	11	4	26	17	4	18	19
Test de sargan	.6765982 (1.0000)	44.9885 (0.5970)	18.87309 (0.9999)	10.42404 (0.9990)	21.19225 (0.9997)	13.03846 (1.0000)	12.19539 (1.0000)
Autocorrélation d'ordre 1	-2.4818 (0.0131)		-2.9782 (0.0029)	-1.387 (0.1654)		-3.0364 (0.0024)	-3.0577 (0.0022)
Autocorrélation d'ordre 2	-0.7919 (0.4284)		.73436 (0.4627)	-0.30631 (0.7594)		-1.4714 (0.1412)	.9507 (0.3418)

Entre parenthèse sont inscrits les écarts types pour les coefficients et la p-value pour les tests statistiques.

\*\*\*, \*\* et \* Significatif respectivement au seuil de 1%, 5% et 10%

<b>Tableau 4.13</b>	Asie de l'E. et P.	Asie du Sud	Am.L. et C.	EAC	Faible R.	R. M. Inf	R. M. Sup
Croissance (-1)	0.161* (0.0965)	-0.00205 (0.0949)	0.342*** (0.0472)	0.243*** (0.0310)	-0.0430 (0.0760)	0.362*** (0.0395)	0.484*** (0.158)
Pib initial (1980)	-0.150** (0.0656)	0.00954 (0.0191)	0.0106 (0.0208)	-7.13e-05 (5.68e-05)	0.0372 (0.117)	0.00335 (0.0244)	0.0328 (0.123)
Capital fixe	0.302 (0.186)	0.298*** (0.0847)	0.0402 (0.0339)	0.232** (0.114)	0.406* (0.214)	0.0477 (0.0638)	-0.0214 (0.0818)
Capital humain	0.121 (0.0850)	-0.0118 (0.0212)	0.0572*** (0.0120)	-0.204*** (0.0721)	-0.158 (0.107)	0.0315** (0.0124)	0.0748*** (0.0233)
Conso. Publique	0.187 (0.434)	0.168 (0.190)	-0.126*** (0.0478)	-0.512*** (0.0776)	-1.189 (0.732)	-0.122** (0.0605)	-0.328*** (0.122)
Inflation	-0.0575 (0.103)	0.00400 (0.0569)	-0.000325*** (0.000126)	-0.00242 (0.00161)	0.0487 (0.0510)	-0.000192** (7.79e-05)	-0.000259 (0.000584)
Ouverture Comm	0.133 (0.0872)	0.0780 (0.0568)	0.0130 (0.0137)	0.0988*** (0.0325)	0.238*** (0.0639)	0.0426 (0.0301)	0.0236 (0.0326)
Taux de change	-0.00723 (0.0144)	0.0213 (0.0241)	0.00102 (0.00574)	8.34e-05 (8.13e-05)	0.0167 (0.0131)	-0.000358 (0.00360)	0.0309 (0.0197)
<b>PF (net)</b>	<b>0.305</b> (0.310)	<b>0.0193**</b> (0.00777)	<b>-0.0512***</b> (0.0141)	<b>-1.523</b> (1.482)	<b>-0.284</b> (1.164)	<b>0.0100</b> (0.00908)	<b>-0.0491*</b> (0.0277)
Observations	286	104	676	272	104	468	494
Nb. d'indi.	11	4	26	17	4	18	19
Test de sargan	.742118 (1.0000)	42.42538 (0.6998)	19.70989 (0.9999)	10.38704 (0.9990)	21.2738 (0.9997)	9.049153 (1.0000)	10.17191 (1.0000)
Autocorrélation d'ordre 1	-2.4473 (0.0144)		-3.0473 (0.0023)	-1.3572 (0.1747)		-3.0417 (0.0024)	-3.6263 (0.0003)
Autocorrélation d'ordre 2	-.81856 (0.4130)		.76722 (0.4430)	-.25849 (0.7960)		-1.5857 (0.1128)	1.631 (0.1029)

Entre parenthèse sont inscrits les écarts types pour les coefficients et la p-value pour les tests statistiques.

\*\*\*, \*\* et \* Significatif respectivement au seuil de 1%, 5% et 10%

<b>Tableau 4.14</b>	Asie de l'E. et P.	Asie du Sud	Am.L. et C.	EAC	Faible R.	R. M. Inf	R. M. Sup
Croissance (-1)	-0.0106 (0.122)	0.0146 (0.0964)	0.289*** (0.0239)	0.214*** (0.0251)	-0.0421 (0.0761)	0.622*** (0.191)	0.236 (0.193)
Pib initial (1980)	-0.224** (0.102)	0.00596 (0.0208)	0.0336*** (0.0104)	-0.000119* (6.20e-05)	0.0380 (0.124)	0.0125 (0.0407)	0.304 (0.554)
Capital fixe	0.367** (0.186)	0.300*** (0.0865)	0.0515 (0.0344)	0.258** (0.117)	0.392* (0.216)	0.0843 (0.0805)	0.108 (0.0804)
Capital humain	0.0962 (0.0775)	-0.00544 (0.0214)	0.0431*** (0.0143)	-0.167* (0.0858)	-0.160 (0.119)	0.00166 (0.0148)	0.0744* (0.0382)
Conso. Publique	0.399 (0.298)	0.124 (0.192)	-0.110** (0.0497)	-0.441*** (0.0689)	-1.172 (0.736)	-0.164*** (0.0568)	-0.480*** (0.147)
Inflation	-0.0579 (0.104)	-0.0243 (0.0574)	-0.000382*** (0.000107)	-0.00185 (0.00140)	0.0488 (0.0519)	-0.000280*** (7.95e-05)	-0.00124* (0.000696)
Ouverture Comm	0.127 (0.0806)	0.0951* (0.0577)	0.00794 (0.0134)	0.0944*** (0.0318)	0.238*** (0.0643)	0.0509 (0.0386)	0.00999 (0.0311)
Taux de change	0.00588 (0.0179)	0.0359 (0.0255)	0.00361 (0.00315)	6.98e-05 (9.80e-05)	0.0166 (0.0131)	-0.00162 (0.00268)	0.0437** (0.0208)
<b>Dummy libéralisation</b>	<b>0.0267***</b> (0.00743)	<b>-0.00635</b> (0.00606)	<b>0.0119**</b> (0.00588)	<b>0.0501**</b> (0.0228)	<b>0.000685</b> (0.0407)	<b>0.00862</b> (0.00532)	<b>0.0123</b> (0.00797)
Observations	286	104	676	272	104	468	494
Nb. d'indi.	11	4	26	17	4	18	19
Test de sargan	.4340482 (1.0000)	44.21318 (0.6288)	20.42636 (0.9998)	10.90646 (0.9984)	21.26123 (0.9997)	11.25681 (1.0000)	14.35222 (1.0000)
Autocorrélation d'ordre 1	-2.1169 (0.0343)		-2.9668 (0.0030)	-1.2572 (0.2087)		-3.2003 (0.0014)	-2.4794 (0.0132)
Autocorrélation d'ordre 2	-1.1727 (0.2409)		.66285 (0.5074)	-.28274 (0.7774)		-1.2287 (0.2192)	.65681 (0.5113)

Entre parenthèse sont inscrits les écarts types pour les coefficients et la p-value pour les tests statistiques.

\*\*\*, \*\* et \* Significatif respectivement au seuil de 1%, 5% et 10%

## Conclusion

**L**a littérature empirique a traité l'impact des flux de capitaux étrangers privés sur la croissance économique. Les effets identifiés diffèrent d'une étude à une autre selon les flux traités. Cependant, la majorité des travaux s'est limitée aux investissements directs étrangers.

Dans notre présent chapitre, nous avons mené notre propre étude économétrique afin de déterminer l'impact des flux de capitaux sur la croissance économique. Pour cette cause, trois types de flux étaient distingués, plusieurs indicateurs étaient utilisés et plusieurs groupes étaient différenciés.

Les différents flux étudiés présentent un effet positif ou négatif sur la croissance et cela selon les groupes de pays considérés. Pour les investissements directs étrangers, le résultat le plus important est associé à l'indicateur de stock dont l'effet est positif sur la croissance pour la quasi-totalité des groupes de pays. Les stocks sont de meilleures mesures de la présence réelle de l'investissement direct étranger dans une économie. Avec les flux, les effets ne sont pas uniformes; nous avons abouti aussi bien à des effets positifs que négatifs. Les effets positifs sont associés à des pays où les IDE engendrent une augmentation de l'investissement domestique. Quant aux effets négatifs, ils sont constatés pour les pays où les IDE engendrent l'éviction de l'investissement domestique.

L'effet des investissements de portefeuille sur la croissance économique est positif dans le cas des pays d'Asie du Sud ainsi que des pays à revenu moyen supérieur et des pays à revenu moyen inférieur après l'exclusion de la Chine et des paradis fiscaux. Ces groupes de pays renferment des pays dont une grande partie a entrepris un processus de libéralisation financière progressif et a gardé des restrictions sur les investissements de portefeuille. En revanche, nous retrouvons un effet négatif pour les pays d'Amérique latine et Caraïbes. La libéralisation financière de certains pays constituant ce groupe était rapide et totale, ce qui a fragilisé leurs systèmes financiers.

Cependant, les résultats relatifs aux crédits bancaires sont moins importants. Les estimations relatives à ces flux ne présentent de coefficients significatifs que pour deux groupes de pays. Les pays à revenu moyen inférieur présentent un coefficient négatif alors que les pays à revenu moyen supérieur présentent un coefficient positif. Ces deux groupes de

pays présentent le même effet aussi bien pour les prêts bancaires que les IDE. La différence de résultats entre ces deux groupes de pays peut refléter le fait que le niveau de développement peut affecter l'impact des flux sur la croissance économique.

Dire que les flux de capitaux ont un impact positif ou que ces flux ont un impact négatif sur la croissance économique nous paraît assez limité. La problématique de l'impact des flux de capitaux sur la croissance économique doit être traitée en interaction avec l'environnement économique des pays et aussi au cas par cas ; les expériences des pays sont différentes et les objectifs aussi. Cette idée est largement perceptible à travers la diversité des résultats des différentes études économiques menées dans ce cadre.

Kose et al. (2006) défendent l'idée selon laquelle la globalisation financière a des meilleurs effets macroéconomiques quand certains seuils relatifs à l'environnement macroéconomique sont assurés. En effet, l'interaction entre la globalisation financière et les conditions initiales sous lesquelles elle est conduite s'avère assez déterminante pour la nature de la relation entre les flux de capitaux et la croissance économique. Cet argument peut donc expliquer une partie des effets négatifs retrouvés à l'issue de notre étude. Notre objectif désormais consiste à déterminer l'existence d'effet d'interaction entre les flux de capitaux et le niveau de développement de l'économie locale.

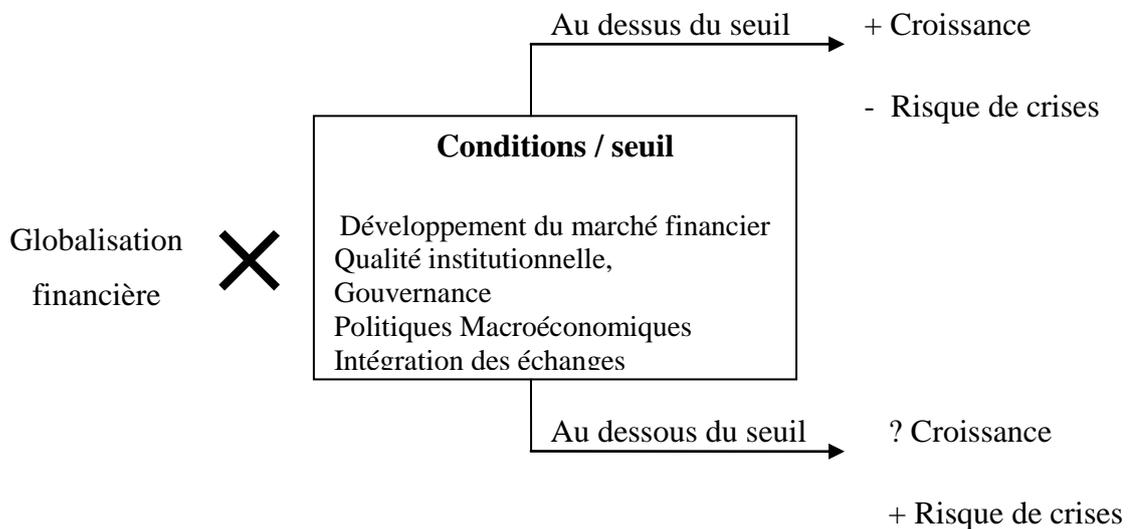
## **Chapitre 5 :**

# **Les effets d'interaction des flux de capitaux et du développement domestique**

## Introduction

L'impact des flux de capitaux sur la croissance se caractérise par l'absence d'un consensus. Dans l'étude de l'impact de la libéralisation des flux de capitaux sur la croissance économique, certains travaux aboutissent à un impact positif, d'autres à un impact négatif, voir nul. Des divergences ont aussi été retrouvées dans l'étude économétrique réalisée au niveau du quatrième chapitre.

Cependant, des travaux comme celui de Kose et al. (2006) défendent l'idée selon laquelle la globalisation financière a de meilleurs effets sur la croissance économique quand certains seuils relatifs à l'environnement macroéconomique sont atteints. En effet, les conditions sous lesquelles la globalisation financière a été conduite s'avèrent déterminantes pour la nature de la relation entre les flux de capitaux et la croissance économique. Pour les auteurs, ces conditions concernent le développement du marché financier, la qualité institutionnelle, la gouvernance, les politiques macroéconomiques et l'intégration des échanges.



Selon cette perspective, l'effet négatif des flux de capitaux sur la croissance provient du fait que l'économie locale n'est pas assez développée et ne satisfait pas les seuils à partir desquels on peut s'attendre à des effets positifs des capitaux étrangers sur la croissance. Autrement dit, les pays d'accueil ne sont pas, dans ce cas, assez développés pour absorber les capitaux étrangers et en tirer profit. Ce qui nous amène à dire que pour traiter l'impact des

capitaux étrangers sur la croissance économique, il serait plus intéressant de tenir compte de l'interaction des flux de capitaux avec le niveau de développement des pays.

Les effets de la libéralisation sur la croissance sont donc conditionnés par la présence ou non d'autres variables ou "pré-requis". En effet, pour Kraay (1998)<sup>86</sup>, les effets de la libéralisation dépendent de certaines pré-conditions concernant les politiques économiques et l'environnement institutionnel. Pour Klein et Olivei (2008), si la relation entre l'ouverture du compte de capital et la croissance économique est positive, elle reste largement influencée par les pays développés inclus dans l'échantillon étudié. L'échec constaté de la libéralisation du compte de capital à promouvoir la croissance économique dans un certain nombre de pays en développement permet de conclure que ces pays manquent d'institutions politiques et économiques indispensables pour tirer profit de la libéralisation. Edwards (2001) aboutit au même résultat. Il démontre que la libéralisation affecte positivement la croissance des pays à revenu élevé. Chanda (2005) ainsi que Satyanath et Berger (2007) ont montré que les sociétés ayant un degré d'homogénéité important devraient connaître des effets néfastes de la libéralisation sur la croissance économique. En revanche, les sociétés avec un niveau d'hétérogénéité ethnique élevé profitent des effets positifs de la libéralisation sur la croissance économique. L'augmentation du nombre de groupes ethniques engendre une compétition accrue au niveau de la recherche de rente. Les dépenses relatives à la recherche de rente vont détourner les ressources des investissements productifs; de cette façon, la fragmentation ethnique va être à l'origine de l'effet négatif des contrôles des mouvements de capitaux sur la croissance économique.

Pour Borensztein et al. (1998), la contribution des IDE à la croissance dépend du capital humain dans le pays qui devra maîtriser et utiliser la technologie assez avancée qui accompagne ces flux de capitaux.

Les travaux de Klein (2005) démontrent que la libéralisation a un impact positif sur la croissance pour les pays à revenu moyen supérieur. Les pays à faible revenu ne sont pas concernés par cet effet positif. Ce résultat peut donc être expliqué par la différence au niveau du développement entre les deux groupes de pays. Il montre que les effets de la libéralisation du compte de capital sur la croissance dépendent de l'environnement dans lequel a lieu cette libéralisation et plus précisément de la qualité institutionnelle.

---

<sup>86</sup> L'auteur a travaillé sur un échantillon de 117 pays durant la période 1985-1997

L'impact de la libéralisation des flux de capitaux sur la croissance économique dans un pays dépend du développement financier, du développement humain et du développement institutionnel de ce pays. L'objectif de ce chapitre est de voir comment le niveau de développement d'un pays affecte l'impact de la libéralisation des flux de capitaux sur la croissance économique.

Notre chapitre comprend deux parties. Nous commençons la première partie par définir l'effet d'absorption. Nous traitons par la suite l'effet d'interaction entre le niveau de développement et les flux de capitaux. La deuxième partie sera consacrée à tester cette interaction à travers une étude économétrique dans laquelle on reprend l'échantillon utilisé dans le chapitre précédent.

## **I. Flux de capitaux, effet d'interaction et croissance économique**

L'interaction entre le niveau de développement et les flux de capitaux nécessite d'évoquer la notion de capacité d'absorption. Nous allons commencer par définir cette notion. Nous traitons par la suite les différentes dimensions du développement et leurs rôles dans la détermination de la nature de la relation entre les flux de capitaux et la croissance économique.

### **I.1. La capacité d'absorption**

Selon Guillaumont (1985), le concept de capacité d'absorption "s'applique au capital de toute origine, interne aussi bien qu'externe : elle exprime un ensemble de limites à la transformation de capitaux disponibles ou mobilisables en capital réel utile au développement". Selon l'auteur, une capacité d'absorption limitée se manifeste : premièrement par des "limites techniques" comme le manque d'infrastructure et le manque de main d'œuvre qualifiée et deuxièmement par des "limites politiques" concernant la dépendance extérieure, la politique d'investissement, etc.

Selon Kose et al. (2003), la capacité d'absorption d'un pays est déterminée par ses ressources humaines, l'étendue de son marché financier local, la qualité de sa gouvernance et ses politiques macroéconomiques. Les pays receveurs de flux de capitaux étrangers doivent améliorer leurs capacités d'absorption pour tirer profit de ces capitaux. Pour Bolbol et Omran (2003), la capacité d'absorption réside dans la stabilité macroéconomique, l'infrastructure, le niveau du capital humain et le développement financier.

Cohen et Levinthal (1989, 1990) traitent la capacité d'absorption à un niveau microéconomique à partir de la compétitivité des firmes. Pour ces auteurs, le rôle des dépenses de recherche et développement est important. En effet, ces dépenses engendrent des innovations et améliorent la capacité des firmes à identifier, à assimiler et à exploiter la connaissance provenant de l'environnement. C'est ce que les auteurs qualifient de capacité d'absorption. Si on fait le rapprochement avec les IDE, on peut dire que ces derniers contribuent à l'amélioration de la capacité d'absorption. En effet le transfert technologique qui accompagne les IDE a tendance à augmenter la capacité d'absorption. Mais en même temps, les investisseurs sont attirés par les pays qui disposent déjà d'un environnement d'investissement assez développé pour y investir dans les meilleures conditions. Il est donc important qu'un pays dispose d'un marché financier développé, d'un capital humain suffisant et d'un cadre institutionnel adapté.

## **I.2. Le capital humain**

Le capital humain est considéré comme une condition nécessaire à la réussite de la libéralisation de l'entrée des capitaux. Pour Borensztein et al. (1998), la contribution des IDE à la croissance dépend de leur interaction avec le niveau du capital humain dans le pays. Selon les auteurs, les IDE ne sont plus productifs que les investissements domestiques que dans le cas où le pays d'accueil est doté d'un niveau minimal de stock de capital humain. Ceci est expliqué par le fait que les IDE sont généralement accompagnés par une technologie avancée qui nécessite la présence d'un capital humain avec un niveau suffisant pour faire fonctionner cette technologie. Les auteurs partent de la fonction de production suivante :

$$Y_t = A H_t^\alpha K_t^{1-\alpha} \quad (5.1)$$

Avec :

A : L'indicateur de productivité

H : Le capital humain

K : Le capital physique

On considère qu'il y a  $N$  types de biens de capital et  $N = n^* + n$  avec  $n^*$  qui sont produits par les firmes étrangères et  $n$  qui sont produits par les firmes domestiques. Les firmes qui produisent les biens de capital le louent à un taux  $m(j)$ .

La demande de chaque type de bien de capital  $x(j)$  dépend de la condition d'égalité entre le taux de location et la productivité marginale du capital. Cette condition est donnée par :

$$m(j) = A(1 - \alpha)H^\alpha x(j)^{-\alpha} \quad (5.2)$$

L'introduction de nouveaux biens de capital, qui signifie l'adoption de la technologie disponible dans les pays les plus avancés, est coûteuse. Elle demande un coût fixe de  $F$  qui dépend négativement du ratio de nombre de firmes étrangères opérant sur le marché local par rapport à l'ensemble des firmes ( $n^*/N$ )<sup>87</sup>.

Le coût  $F$  dépend positivement du nombre de type de biens de capital produit au niveau domestique comparé à celui produit dans les pays avancés qu'on note  $N^*$ . En effet, avec un faible ratio  $\frac{N}{N^*}$ , les possibilités d'imitation sont plus importantes et le coût de la technologie est donc moins important.

$$F = F\left(\frac{n^*}{N}, \frac{N}{N^*}\right) \quad (5.3)$$

Avec

$$\frac{\partial F}{\partial(n^*/N)} < 0 \text{ et } \frac{\partial F}{\partial(N/N^*)} > 0$$

La croissance du revenu est donnée par :

$$g = \frac{1}{\sigma} (A^{1/\alpha} \phi F(n^*/N, N/N^*)^{-1} H - \rho) \quad (5.4)$$

---

<sup>87</sup> Ceci est expliqué par le fait que les firmes étrangères apportent aux pays en développement des connaissances permettant de produire des nouveaux biens de capital qui peuvent exister dans d'autres pays. Plus il y a des firmes étrangères, plus le coût d'introduction d'un nouveau produit baisse.

Dans ce taux de croissance, l'importance des IDE est désignée par le ratio des produits des firmes étrangères par rapport au nombre total de produit soit par  $\frac{n^*}{N}$ . Si les IDE augmentent, ce qui se traduit par une augmentation du ratio  $\frac{n^*}{N}$ , le coût de l'introduction de nouveaux biens de capital F baisse ce qui signifie une augmentation de  $F(n^*/N, N/N^*)^{-1}$ , et l'impact de cette augmentation sur la croissance économique va dépendre de H qui représente le capital humain. Ainsi, si les IDE augmentent, l'impact de cette progression sur la croissance économique va dépendre du capital humain.

Pour résumer l'idée des auteurs, on peut dire que l'impact des IDE sur la croissance économique passe par la technologie et son étendue dépend de l'interaction qui existe entre les IDE et le capital humain.

Les auteurs estiment le modèle suivant:

$$g = \beta_1 + \beta_2 IDE + \beta_3 IDE * H + \beta_4 H + \beta_5 Y_0 + \beta_6 A \quad (5.5)$$

Avec  $Y_0$  qui représente le PIB initial et A un ensemble de variables qui affectent la croissance économique, à savoir la consommation publique, la prime de change sur le marché noir, l'instabilité politique, un indicateur de droits politiques, le développement financier, le taux d'inflation et la qualité institutionnelle.

L'indicateur de capital humain retenu par les auteurs est le nombre d'années d'études secondaires de la population masculine de plus de 25 ans. Cet indicateur était construit par Barro et Lee (1993). Cette mesure est considérée comme la plus significativement corrélée à la croissance (Barro et Lee, 1994). Le terme d'interaction entre l'IDE et le capital humain est positif. Les résultats des différents coefficients de cette régression indiquent que les pays avec un niveau d'éducation supérieur à 0,52 année d'études secondaires enregistrent un effet positif des IDE sur la croissance économique. Les auteurs donnent l'exemple d'une économie avec un niveau d'éducation secondaire de 0,52 : seulement 10% de la population masculine de plus de 25 ans ont fait des études secondaires ; 75% de ce groupe ont fini leur étude secondaire (6ans) et 25% ont accompli le 1<sup>er</sup> cycle des études secondaires (3 ans), le nombre d'années d'études secondaires de la population masculine de plus de 25 ans est donc :  $10\% \times$

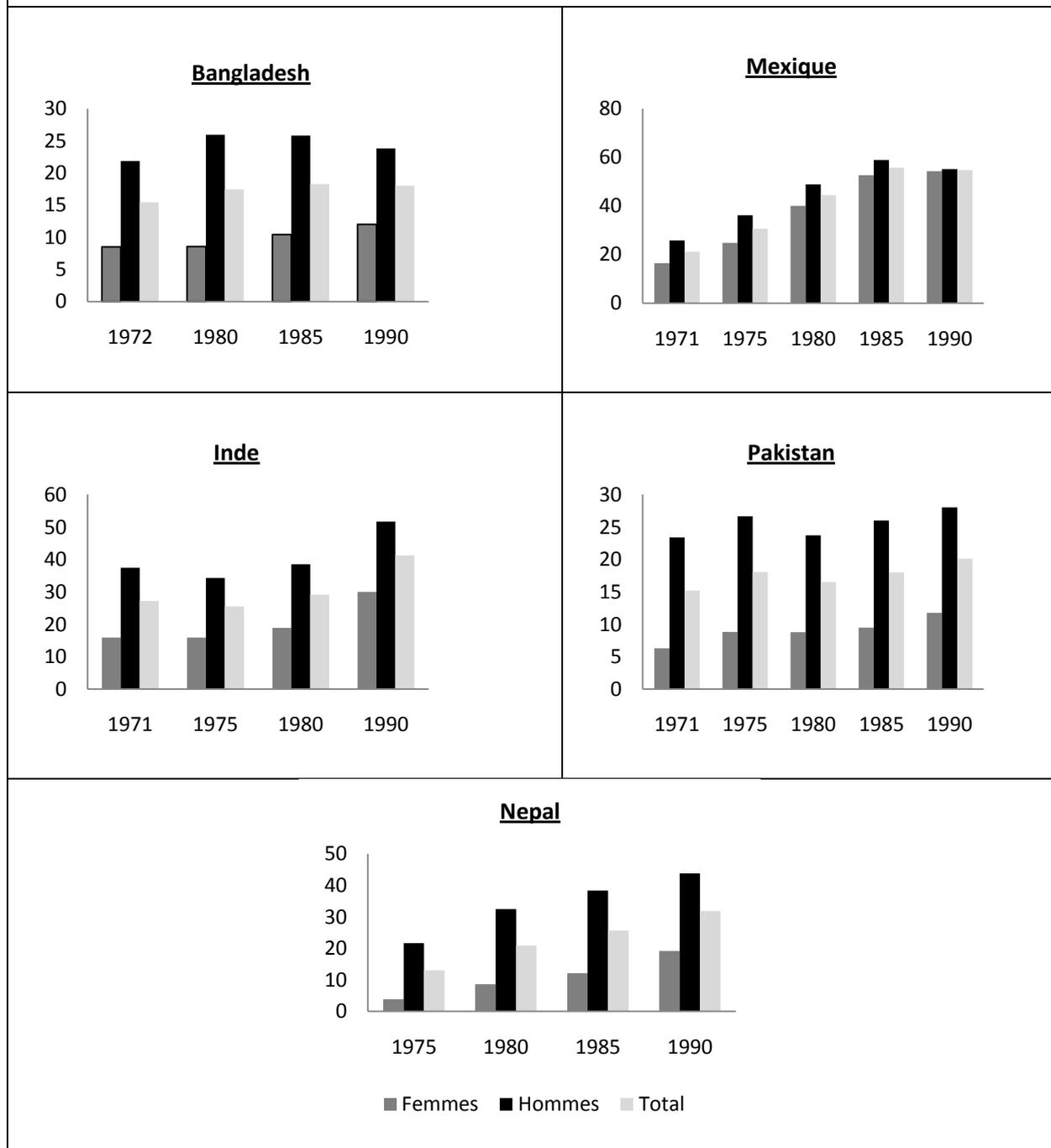
$(75\% \times 6 + 25\% \times 3) + 90\% \times 0 = 0,52$ . Par exemple, si un pays dispose d'un stock de capital de 0,91 année, une augmentation des IDE de 0,5 point engendre une augmentation du taux de croissance de 0,3 point de base par année.

Pour l'échantillon des pays en développement, Xu (2000) trouve que les filiales américaines ont un effet positif sur la croissance de la productivité du pays d'accueil, mais il ne trouve pas de preuve que cet effet positif provient du transfert technologique. La raison de ce dernier résultat est que ces pays n'ont pas le capital humain nécessaire pour attirer des activités intensives en technologie et pour absorber la technologie diffusée par les filiales des firmes multinationales. L'étude de l'auteur montre que le transfert technologique des filiales américaines n'améliore la croissance de la productivité du pays hôte que lorsque le capital humain disponible dans le pays atteint un certain niveau. Le nombre d'années de scolarisation secondaire accomplies par les hommes, doit satisfaire un seuil de 1,9. Cette valeur est de 0,52 année pour Borensztein et al. (1998) et de 0,76 pour Blonigen et Wang (2005).

Les résultats de Borensztein et al. (1998) et de Blonigen et Wang (2005) sont assez proches étant donné que les deux études portent sur la même période 1970-1989 et sur un échantillon de pays en développement pour la détermination des seuils. Ceci n'est pas le cas pour l'étude de Xu (2000) qui porte sur une période plus longue soit 1966-1994 et sur un échantillon comportant aussi bien des pays développés que des pays en développement.

Cependant, ces trois études ont utilisé des indicateurs de scolarisation concernant la population masculine seulement, ce qui nous paraît assez restrictif. Ces indicateurs ne reflètent pas le niveau d'éducation total mais seulement celui d'une partie de la population. Pour les pays en développement, les taux de scolarisation de la population masculine sont généralement supérieurs à ceux de la population féminine et à ceux de la population totale (graphique 5.1). Se limiter aux indicateurs d'éducation de la population masculine peut donc biaiser les résultats.

**Graphique 5.1 : Le taux brut d'inscription à l'enseignement secondaire**



Source: Banque Mondiale, World Development Indicators

### I.3. Développement du marché financier

Selon Hermes et Lensink (2003), le développement du système financier est une importante pré-condition pour assurer un impact positif des IDE sur la croissance. Un système financier plus développé contribue au processus de diffusion de la technologie associé à

l'IDE. Le système financier améliore l'allocation des ressources et par la même la capacité d'absorption d'un pays des flux entrants d'IDE. L'hypothèse principale du modèle proposé par les auteurs est que le système financier domestique agit sur la croissance à travers la technologie. Les auteurs partent des deux fonctions du système financier. La première fonction concerne la mobilisation de l'épargne qui engendre une augmentation du volume des ressources disponibles pour financer les investissements. La deuxième fonction concerne le contrôle et la surveillance des projets d'investissement qui contribuent à l'efficacité des projets entrepris (Greenwood et Jovanovic (1990), Levine (1991) et Saint-Paul (1992)). Plus le système financier est développé plus il est capable de mobiliser l'épargne aussi bien domestique qu'étrangère, de surveiller et de contrôler les projets d'investissement entrepris par des investisseurs étrangers ou locaux ; ce qui va engendrer une croissance économique plus élevée.

Pour Huang et Xu (1999), l'investissement nécessitant l'amélioration et la modernisation de la technologie ou l'adoption d'une nouvelle technologie est plus risqué que les autres projets d'investissement. Le système financier en général et les institutions financières en particulier peuvent aider à réduire ces risques, encourageant ainsi les entrepreneurs domestiques à moderniser la technologie existante et à adopter les nouvelles technologies introduites par les firmes étrangères. Les institutions financières affectent donc positivement la vitesse de l'innovation technologique et contribuent ainsi à promouvoir la croissance économique.

Pour montrer que l'impact des IDE sur la croissance économique dépend du développement financier, Hermes et Lensink (2003) construisent un modèle qui se base sur un résultat de Barro et Sala-i-Martin (1995). Ces deux derniers montrent qu'à l'équilibre avec des coûts de recherche et développement positifs, le taux d'intérêt  $r$  est donné par :

$$r = \frac{1}{\eta} A^{1/(1-\alpha)} L \left(\frac{1-\alpha}{\alpha}\right) \alpha^{2/(1-\alpha)} \quad (5.6)$$

Avec :

$\eta$  : Les coûts relatifs à l'activité de recherche et de développement ou coût de l'innovation qui dépend des IDE. En effet, l'augmentation des IDE engendre une baisse du coût de l'innovation, d'où  $\eta = f(IDE)$  avec  $\frac{\partial \eta}{\partial IDE} < 0$

$A$  : Le niveau de la technologie qui dépend du degré de développement du secteur financier  $H$ , d'où  $A = h(H)$  avec  $\frac{\partial A}{\partial H} > 0$

$\alpha$  : Constante de valeur comprise entre 0 et 1 et qui détermine les parts relatives du capital et du travail dans le revenu. Elle représente le coefficient de la fonction de production Cobb Douglas.

Ce qui nous donne :

$$r = \frac{1}{f(IDE)} h(H)^{1/(1-\alpha)} L \left(\frac{1-\alpha}{\alpha}\right) \alpha^{2/(1-\alpha)} \quad (5.7)$$

L'objectif des ménages est de maximiser la fonction d'utilité inter-temporelle sous une contrainte budgétaire, ce qui nous amène à la fonction de taux de croissance de la consommation  $g_c$  donnée par Keynes-Ramsey :

$$g_c = \frac{1}{\theta} (r - \rho) \quad (5.8)$$

Avec

$\theta$  : Elasticité de l'utilité marginale par rapport à la consommation et  $1/\theta$  représente l'élasticité de substitution inter-temporelle

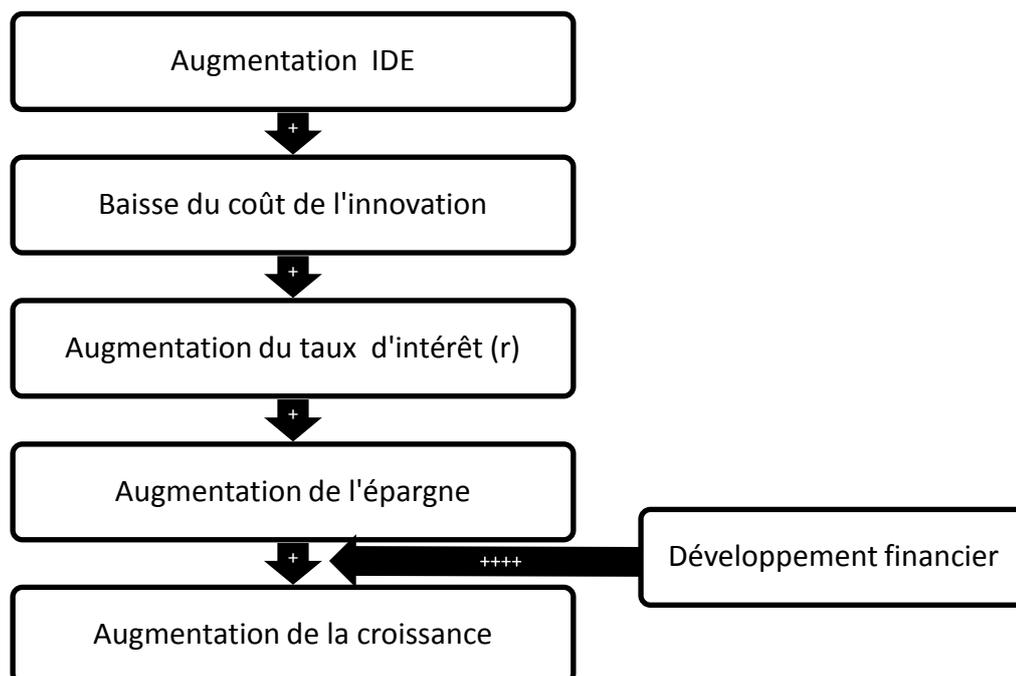
$\rho$  : C'est le taux d'escompte psychologique et il représente la préférence pour le présent

A l'équilibre, le taux de croissance de la consommation  $g_c$  égalise le taux de croissance de l'économie  $g$  :

$$g = \frac{1}{\theta} \left[ \frac{L}{f(IDE)} h(H)^{1/(1-\alpha)} \left(\frac{1-\alpha}{\alpha}\right) \alpha^{2/(1-\alpha)} - \rho \right] \quad (5.9)$$

On voit bien que si les IDE augmentent, la croissance suit et que l'ampleur de l'effet des IDE sur la croissance dépend du développement du secteur financier  $h(H)$ . Donc plus le secteur financier est développé, plus l'impact d'une augmentation des IDE sur la croissance est important.

Pour résumer le raisonnement de Hermes et Lensink (2003), on peut proposer l'enchaînement suivant :



L'étude de Hermes et Lensink (2003) concerne la période 1970-1995 et 67 pays en développement, la variable dépendante est la croissance du PIB et la variable explicative centrale est le flux brut d'IDE en pourcentage du PIB. Ils prennent les prêts bancaires au secteur privé comme indicateur du développement financier.

L'IDE n'a pas un signe significativement positif comme attendu; ce qui peut être interprété comme une confirmation de l'idée suivante : sans des conditions additionnelles, les IDE ne stimulent pas la croissance économique. Ils rajoutent, donc, un terme d'interaction IDE\*Crédit domestique. Ce terme est positif et significatif. Ceci supporte l'idée que l'IDE n'a un effet positif sur la croissance économique que si le développement du système financier domestique a atteint un certain niveau.

Durham (2004) a mené une étude qui porte sur les effets de l'IDE et de l'investissement de portefeuille (PF) sur la croissance économique en utilisant un échantillon de 80 pays sur la période 1979-1998. Les effets des IDE et des IPF dépendent de la capacité d'absorption du pays hôte et plus particulièrement du développement financier et institutionnel. Les auteurs introduisent dans leur étude : le niveau initial du développement financier et des termes d'interaction comme flux\*développement financier. La variable relative au développement financier retenue par l'auteur est la capitalisation boursière rapportée au PIB.

Pour tirer profit de la libéralisation financière et donc de la libéralisation des flux de capitaux, Mishkin (2006, page 138) insiste sur la nécessité d'encourager l'optique de marché, d'améliorer la gestion du risque, de s'assurer de la capitalisation des banques et de limiter les risques de change. En d'autres termes, il faut créer un support pour la libéralisation financière pour éviter les crises financières et tout effet dévastateur sur l'économie.

L'étude de Bailliu (2000) porte sur 40 pays en développement et s'étend sur la période 1975-1995. L'étude aboutit au résultat que les entrées de capitaux engendrent une augmentation de la croissance économique mais seulement pour les économies où le secteur bancaire a atteint un certain niveau de développement. Ce résultat suggère que le secteur financier domestique joue un rôle prépondérant dans la nature des effets des flux de capitaux internationaux sur la croissance économique dans les pays en développement. Il est important de noter que le degré de développement d'un marché financier reflète la capacité de ce dernier à exercer ses fonctions, d'où l'importance du degré de développement financier dans la détermination de l'ampleur de l'impact des flux de capitaux sur la croissance économique. En se basant sur les coefficients estimés relatifs aux flux de capitaux et au terme d'interaction, l'auteur trouve que l'impact des flux de capitaux sur la croissance va être positif si la variable relative au secteur bancaire dépasse 0,58 ; c'est-à-dire que si les actifs des banques commerciales domestiques représentent plus de 58% de l'ensemble des actifs des banques et de la banque centrale, l'effet des flux de capitaux sur la croissance va être positif.

Ceci peut être expliqué par le fait que les pays avec un faible niveau de développement financier se caractérisent également par des distorsions/frictions du secteur financier. Le secteur bancaire peut être non développé parce que les politiques gouvernementales adoptent la répression du développement financier et atténuent la motivation des investisseurs étrangers.

Bailliu (2000) prend l'exemple d'une entrée de capitaux qui a eu lieu lorsqu'une banque domestique emprunte auprès d'une banque étrangère pour financer un projet qui sera entrepris par une firme locale. L'efficacité avec laquelle la banque domestique transforme les fonds empruntés en un projet d'investissement productif, en plus de sa capacité à évaluer convenablement les projets, va certainement influencer l'étendue avec laquelle l'entrée de capital contribue à améliorer la croissance économique. L'auteur adopte le modèle de Pagano (1993).

Il part de la fonction de production suivante :

$$Y_t = AK_t \quad (5.10)$$

Avec:

A : La productivité de la technologie disponible

K : Le stock de capital physique et humain

L'investissement brut est égal :

$$I_t = K_{t+1} - (1 - \delta)K_t \quad (5.11)$$

Avec  $\delta$  : le taux d'amortissement du stock de capital

Un dollar d'épargne engendre un investissement de moins qu'un dollar. Disons que pour un dollar d'épargne, on a une part  $\phi$  qui est transformée en investissement, d'où :

$$\phi S_t = I_t \quad (5.12)$$

Le taux de croissance  $g$  est donné par :

$$g = \frac{Y_{t+1} - Y_t}{Y_t} = A \left( \frac{I}{Y} \right) - \delta = A\phi s - \delta \quad (5.13)$$

Avec  $s$  qui représente le taux d'épargne

En présence de flux étrangers, on aura  $I_t^* = \phi^*(S_t + F_t)$  avec  $F$  qui représente les flux de capitaux.

$$g^* = A^* \left( \frac{I^*}{Y} \right) - \delta = A^* \phi^* \frac{(S+F)}{Y} - \delta = A^* \phi^* s^* - \delta \quad (5.14)$$

Bailliu (2000) considère 2 pays avec des niveaux de développement financier différents. Il suppose que le pays avec le système financier le plus développé est le pays 1 et l'autre est le pays 2. Toute chose étant égale par ailleurs, on s'attend à ce que  $A^1 > A^2$  et  $\phi^1 > \phi^2$ . Si les deux pays reçoivent un même montant de flux de capitaux, le pays 1 va connaître une croissance plus importante que le pays 2.

Pour Bussiere et Fratzscher (2004), les pays tendent à enregistrer une amélioration de la croissance sur le court terme c'est-à-dire durant les cinq ans qui suivent la libéralisation du compte de capital mais on n'enregistre pas d'augmentation sur le moyen et le long terme. L'accélération de la croissance immédiatement après la libéralisation est conduite par le boom d'investissement qui suit cette libéralisation. La qualité des institutions domestiques, le volume des entrées d'IDE, l'enchaînement du processus de libéralisation s'avèrent être importants dans la continuité de l'impact positif de court terme aussi bien dans le moyen que le long terme.

Cependant, les résultats d'Edison et al. (2002) indiquent que l'intégration financière stimule la croissance dans les pays les plus pauvres et l'effet devient négatif pour les pays suffisamment riches. Ils montrent également que l'intégration financière internationale n'exerce pas un effet positif sur la croissance dans les pays avec un secteur financier ou un marché boursier développé. Les termes d'interaction apparaissent avec des signes non significatifs. Cependant, les auteurs se contentent d'exposer leur résultat et ne donnent aucune explication à ce résultat un peu inattendu.

La diversité des résultats présentés émane d'une différence des échantillons utilisés pour les études économétriques, d'une différence des périodes sélectionnées et d'une différence des indicateurs de libéralisation et de développement financier.

#### **I.4. Développement institutionnel**

North (1990, P4) définit les institutions comme toute forme de contrainte conçu par l'être humain pour déterminer l'interaction entre les hommes. Les institutions sont donc constituées de l'ensemble des règles formelles et informelles régissant les comportements des individus. Les règles informelles représentent les normes, les conventions et les codes de conduites intérieurement admis. La structure institutionnelle formelle d'une société est formée de son cadre constitutionnel au sens large (North 2005).

La vie économique et financière s'inscrit naturellement dans le cadre des institutions nationales et internationales (constitution, lois, appareils de gouvernement, appareils de la justice, etc.) et plus particulièrement dans celui de certaines institutions telles que les lois civiles et commerciales, le régime de propriété et le régime économique de l'Etat, les banques, les organisations professionnelles, les syndicats, etc. (Bernard et Colli, 1996).

Pour Acemoglu et al. (2001), la qualité des institutions est un déterminant fondamental du développement économique. Selon North (1990), les institutions affectent la performance de l'économie par leur effet sur les coûts des échanges et de production. Avec la technologie employée, les institutions déterminent les coûts de transaction et les coûts de transformation qui constituent l'ensemble des coûts. Les bonnes institutions résolvent les problèmes de coordination et de production en fonction de la motivation des agents, la complexité de l'environnement, et la capacité des agents à comprendre et à ordonner l'environnement. Les institutions ont donc pour rôle le maintien d'un équilibre harmonieux entre les composantes de la société.

Les bonnes institutions favorisent la croissance économique en augmentant l'investissement, le niveau et la qualité d'éducation et en réduisant le taux de mortalité (Rodrik et al, 2002).

Pour Mishkin (2006), le système légal doit être honnête et efficient. Il doit également opérer rapidement et à des faibles coûts. Un système pareil encourage une meilleure allocation du capital productif, ce qui affecte positivement la croissance économique. L'auteur considère que la corruption qui caractérise les pays les moins développés est un autre obstacle pour le bon fonctionnement du système de droit de propriété. Dans ce cadre, un entrepreneur avec une bonne idée ou un bon investissement ne peut les protéger de l'élite riche et puissante. L'auteur compare la corruption dans l'économie à un cancer dans un corps : elle affaiblit et fragilise l'économie en réduisant la volonté des entrepreneurs à faire des investissements et à travailler dur pour récolter des profits. Pour l'auteur, il faut avoir des bonnes institutions qui vont constituer un support pour la globalisation financière pour éviter les crises financières qui ont des effets dévastateurs sur l'économie.

La qualité des institutions joue un rôle important non seulement pour la détermination des revenus de l'intégration financière mais aussi pour le degré d'intégration lui-même. En plus, la qualité des institutions possède une importante influence sur la composition des flux entrants, ce qui représente un autre canal à travers lequel elle agit sur les revenus. Pour Eichengreen (2001), la libéralisation du compte de capital peut être contreproductive si elle a lieu sans des institutions et des administrations assez solides pour assurer une bonne canalisation des flux entrants. Pour Alfaro et al. (2007), la qualité institutionnelle est un déterminant important des entrées de capitaux et de leur volatilité. Une qualité institutionnelle

insuffisante peut avoir des impacts négatifs sur la stabilité de l'économie et sur la croissance économique.

Klein (2005) montre que les effets de la libéralisation du compte de capital sur la croissance dépendent de l'environnement dans lequel a lieu cette libéralisation. Les auteurs ont effectué différentes estimations sur un panel de 71 pays. La qualité institutionnelle affecte l'étendue avec laquelle l'épargne domestique se transforme en investissement. Elle affecte également la prime demandée par les étrangers pour investir dans l'économie locale. L'indicateur relatif à l'ouverture du compte de capital est basé sur les données du FMI<sup>88</sup>. Sa valeur représente la proportion d'années entre 1976 et 1995 pendant lesquelles le compte de capital a été considéré comme ouvert par le FMI. Cet indicateur a également été utilisé par Grilli et Milesi-Ferretti (1995) et par Rodrik (1998).

Différents indicateurs relatifs à la qualité institutionnelle sont utilisés dans la littérature. Dans son étude, Klein (2005) a utilisé un indicateur  $Q_i$  qui représente pour un pays  $i$  la moyenne de 5 variables<sup>89</sup> : qualité de la bureaucratie, la corruption au niveau du gouvernement, le risque d'expropriation, le risque de répudiation des contrats par les gouvernements et le rôle de la loi. Ces variables proviennent du "*International Country Risk Guide*" publié par le PRS Group<sup>90</sup>. Le modèle estimé par l'auteur est le suivant :

$$\Delta \ln Y_{76-95,i} = \beta_1 \ln Y_{76,i} + \beta_2 Q_i + \beta_3 \kappa_i + \beta_4 (\kappa_i \times Q_i) + \beta_5 (\kappa_i \times Q_i^2) + \beta_6 (\kappa_i \times Q_i^3) + \beta_7 Z'_i + \varepsilon_i \quad (5.15)$$

Avec

$\Delta \ln Y_{76-95,i}$  : Variation du revenu entre 1976 et 1995 du pays  $i$

$\kappa_i$  : Indicateur de l'ouverture du compte de capital du pays  $i$

$Q_i$  : Indicateur de la qualité institutionnelle pour un pays  $i$

<sup>88</sup> Cet indicateur est disponible dans "*Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions*"

<sup>89</sup> Ces variables sont construites par Steve Knack et Philip Keefer pour le centre IRIS Center à l'université de Maryland.

<sup>90</sup> C'est une agence spécialisée dans l'analyse de risques politiques.

$Z_i'$  : représente les variables de contrôle : Taux de scolarisation secondaire, le taux moyen d'investissement et la croissance de la population.

Un compte de capital ouvert contribue positivement et de façon statistiquement significative à la croissance économique. Mais l'effet varie selon la qualité institutionnelle. En particulier, l'effet de l'ouverture du compte de capital sur la croissance économique s'avère statistiquement significatif pour un quart des pays de l'échantillon. Les institutions de ces pays sont de bonne qualité. Il y a une forte corrélation entre la qualité des institutions et le revenu par tête. Les pays qui bénéficient significativement de la libéralisation du compte de capital sont les pays à revenu moyen supérieur.

Dans son étude, Durham (2004) utilise trois indicateurs relatifs à l'environnement institutionnel et légal : indice de régulation proposé par Levine (2002), indice de droit de propriété proposé par Levine (2002) et La Porta et al. (1998) et l'indice de corruption de Knack et Keefer (1995). L'auteur aboutit à un résultat selon lequel l'investissement direct étranger a un impact positif sur la croissance économique mais seulement au delà d'un certain niveau de l'indice de régulation, de l'indice de droit de propriété et de l'indice de corruption. Quant à l'impact des investissements de portefeuille sur la croissance économique, il est positif dans le cas où l'indice de corruption dépasse un certain niveau. Mais les résultats relatifs à l'indice de droit de propriété et à l'indice de régulation ne sont pas significatifs.

Il y a des preuves considérables sur les effets des institutions sur la structure des flux entrants d'un pays. En effet, les conséquences importantes émanent du fait que la composition des flux entrants semble avoir des forces prédictives des crashes financiers. En particulier, la part des IDE dans les flux entrants est négativement associée à la probabilité de crash financier (Frankel et Rose, 1996, Frankel et Wei, 2005). D'un autre côté, les recherches scientifiques montrent que des bonnes institutions contribuent à attirer plus d'IDE. En résumé, de bonnes institutions aident à attirer davantage d'IDE et par conséquent à réduire les risques des crashes financiers. La question qui se pose alors, est comment de bonnes institutions contribuent-elles à attirer les IDE ?

Selon les Nations Unies, *"pour attirer et accroître les investissements de capitaux productifs, les pays doivent continuer à s'efforcer de créer un cadre transparent, stable et prévisible, doté de mécanismes d'exécution de contrats adéquats et de respect des droits de propriété, articulé autour de politiques macroéconomiques bien conçues et d'institutions qui*

*permettent aux entreprises, nationales aussi bien qu'internationales, d'exercer leurs activités de manière efficace et rentable et d'avoir un impact maximal sur le développement.*"<sup>91</sup>

Le climat d'investissement d'un pays peut donc présenter un avantage comparatif pour attirer les IDE. Ce climat d'investissement est défini comme l'ensemble des politiques, institutions, infrastructures physiques, ressources humaines et caractéristiques géographiques qui affectent l'efficacité des firmes et des industries. Au niveau de la firme, le climat d'investissement affecte directement le coût de production et au niveau de l'industrie, il affecte la structure du marché et la compétition (Eifert et al., 2005).

Kinoshita et Campos (2004) ont mené une étude sur un panel de 25 pays en transition durant la période 1990 et 1998. Les résultats de cette étude montrent que les principaux déterminants des IDE dans ces pays sont : les institutions, les ressources naturelles et le coût de la main d'œuvre. Les aspects des institutions que l'auteur traite sont le rôle de la loi et la qualité de la bureaucratie. Ces derniers sont déterminants pour le climat d'investissement de l'économie d'accueil. En effet, les investisseurs étrangers vont être réticents à investir dans un pays où il y a une mauvaise application des lois et un non respect des contrats. Le risque d'expropriation est l'exemple extrême. Un autre aspect institutionnel qui est important pour attirer les IDE réside dans l'efficacité et la transparence des procédures bureaucratiques.

Egger et Winner (2006) confirment cette idée en traitant le cas de la corruption. Pour ces auteurs, la corruption peut avoir un effet négatif sur les IDE étant donné qu'elle constitue un coût supplémentaire pour les firmes multinationales. En contrepartie, ils considèrent que la corruption peut faciliter les échanges et les procédures essentiellement quand le gouvernement est inefficace. L'étude de ces auteurs aboutit à un effet négatif de la corruption sur les IDE ; l'effet négatif dépasse donc l'effet positif de la corruption sur l'IDE.

Une autre dimension de composition utilisée est celle de la maturité des dettes extérieures : plus la part des dettes de court terme est importante, plus les crises sont probables. Wei (2000a, 2000b, 2001) et Wei et Wu (2002) suggèrent que les pays avec des meilleures institutions publiques sont plus susceptibles d'attirer des investissements directs que des prêts bancaires. Ils sont donc capables d'éviter les crises financières.

---

<sup>91</sup> Rapport de la Conférence internationale sur le financement du développement, Nations Unies, Monterrey (Mexique), 18-22 mars 2002

### **I.5. Hétérogénéité ethnique**

Chanda (2005) montre que le degré d'hétérogénéité ethnique et linguistique joue un rôle significatif dans l'explication des effets des contrôles des capitaux sur la croissance économique. Le succès ou l'échec des contrôles de capitaux dépend de l'hétérogénéité ethnique et linguistique. Selon le degré d'hétérogénéité, le contrôle de capitaux peut aboutir à des effets positifs ou négatifs. Pour les pays avec un degré élevé d'hétérogénéité, le contrôle de capitaux aboutit à une croissance moins importante.

L'argument selon lequel la fragmentation ethnique et linguistique peut être à l'origine de l'effet négatif des contrôles de capitaux sur la croissance émane de la littérature économique relative à la recherche de rente et la mise en commun des problèmes.

Dans la recherche de rente, il y a une recherche d'un flux de revenu provoqué artificiellement par l'intervention de l'Etat au profit d'agents économiques privés ou publics. La recherche de rente ne s'accompagne pas donc d'une augmentation de la production, cette recherche est donc improductive. Elle détruit de la valeur par le gaspillage de la partie des ressources disponibles consacrées à cette recherche. Les ressources employées sont soustraites à d'autres activités productives et dirigées vers des activités improductives ; ce qui a un impact négatif sur la croissance économique (Rapoport, 1995).

L'augmentation du nombre de groupes dans une société affecte l'impact du contrôle de capitaux sur la production domestique. Avec l'absence de contrôle, chaque groupe peut faire entrer ou sortir le capital et il n'y a pas de recherche de rente. A partir du moment où des contrôles des mouvements de capitaux sont instaurés, les groupes sont obligés de mener une compétition entre eux pour assurer leur part du gâteau. Pour chaque groupe, l'obtention de part n'est pas gratuite. L'imposition de contrôle aboutit donc à des pertes pour la société qui égalisent la somme dépensée dans la recherche de rente, ce qui a un effet négatif sur l'output. Plus le nombre de groupe augmente, plus la recherche de rente nécessite plus de ressources ; ce qui signifie une baisse de ressources pour les activités productives.

Dans la deuxième partie de ce chapitre, nous allons mener notre propre étude économétrique pour voir si le développement du pays hôte affecte l'impact des entrées de capitaux sur la croissance économique.

## II. Etude économétrique

L'impact de la libéralisation des flux de capitaux sur la croissance économique peut dépendre de plusieurs facteurs concernant l'environnement dans lequel cette libéralisation a eu lieu. Comme nous l'avons déjà mentionné dans la première partie de ce chapitre, l'impact peut dépendre du niveau de développement financier de l'économie, de son niveau de développement humain et de la qualité de ses institutions. Ces différents éléments vont déterminer la capacité de l'économie à absorber les flux de capitaux entrants.

Pour cette partie, nous menons une étude économétrique pour tester les différents effets de d'interaction qui peuvent affecter la relation entre les flux de capitaux et la croissance économique. Pour ce faire, nous allons introduire dans le modèle économétrique du chapitre précédent des termes d'interaction entre chaque type de flux et les niveaux de développement financier, humain et institutionnel.

$$PIB_{i,t} = \alpha_i + \beta_1 PIB_0 + \beta_2 Kf_{i,t} + \beta_3 H_{i,t} + \beta_4 F_{i,t} + \beta_5 Con_{i,t} + \beta_6 Tx_{i,t} + \beta_7 Te_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (5.16)$$

Avec :

$t = 1996 \dots \dots \dots 2007$  et  $i = 1, 2 \dots \dots \dots 71$

$PIB_{i,t}$  : La croissance du PIB par tête exprimé en dollar constant (2000) entre l'année t-1 et l'année t.

Les variables explicatives:

- PIB initial: il s'agit du PIB par tête de 1996
- Capital  $Kf_{i,t}$  : il consiste en l'ensemble des dépenses relatives au capital fixe de l'économie.
- Capital humain  $H_{i,t}$  : le taux brut d'inscription à l'enseignement secondaire comme indicateur du capital humain.
- Taux d'inflation  $F_{i,t}$  : il s'agit de la variation annuelle des prix à la consommation
- Consommation publique  $Con_{i,t}$  : elle correspond à la dépense de consommation finale des administrations publiques en pourcentage du PIB.

- Taux de change effectif réel  $Tx_{i,t}$ : c'est le taux de change effectif nominal divisé par un indicateur de prix ou de coûts.

- L'ouverture commerciale,  $Te_{i,t}$  qui est égal à la somme des exportations et des importations rapportée au PIB :

Dans le modèle (1), nous introduisons les flux de capitaux et les termes d'interaction relatifs au développement financier, au développement humain et au développement institutionnel. Les différents termes d'interaction vont prendre la forme suivante :

$$KE_{i,t} \times D_{i,t} \quad (5.17)$$

Avec

$KE$  : L'indicateur relatif aux différents types de capitaux étrangers à savoir l'investissement direct étranger, l'investissement de portefeuille et les prêts bancaires.

$D$  : Les différents indicateurs utilisés pour désigner le niveau de développement financier, humain et institutionnel.

Le modèle (1) devient :

$$PIB_{i,t} = \alpha + \beta X + \beta_1 KE_{i,t} + \beta_2 KE_{i,t} \times D_{i,t} + \beta_3 D_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (5.18)$$

L'effet marginal des capitaux étrangers est :

$$\frac{\partial PIB}{\partial KE} = \beta_1 + \beta_2 D \quad (5.19)$$

Pour que l'effet marginal soit positif, il faut que :

$$\beta_1 + \beta_2 D > 0 \quad (5.20)$$

Donc :

$$D > -\frac{\beta_1}{\beta_2} \quad (5.21)$$

Pour que l'effet des capitaux étrangers sur la croissance économique soit positif, il faut que les différents indicateurs relatifs au niveau de développement dépassent un certain niveau qui est égal à  $-\frac{\beta_1}{\beta_2}$ .

## **II.1. Les indicateurs de développement**

Dans cette partie, nous allons présenter les différents indicateurs relatifs aux développements financier, humain et institutionnel utilisés dans notre étude économétrique.

### ***II.1.1. Le développement humain:***

**Inscriptions à l'école secondaire (% brut) :** Le taux brut d'inscription est le ratio d'inscriptions totales, peu importe l'âge, par rapport à la population du groupe d'âge qui correspond officiellement à un niveau d'éducation. L'enseignement secondaire complète la prestation de l'éducation de base entreprise au niveau primaire et est destiné à poser les bases de l'éducation permanente et du développement humain en offrant une instruction axée davantage sur certains sujets ou certaines compétences et dispensée par des enseignants plus spécialisés.

### ***II.1.2. Le développement financier***

Pour le développement financier, nous allons utiliser les indicateurs suivant :

**Crédit intérieur fourni au secteur privé (% du PIB) :** Le crédit intérieur du secteur privé fait référence aux ressources financières fournies au secteur privé, notamment par le biais de prêts, d'achat de titres autres que des actions, de crédits commerciaux et d'autres comptes débiteurs constituant des créances à rembourser. Cet indicateur est utilisé par Mallick et Moore (2008) et Levine et Zervos (1998).

**Capitalisation boursière des sociétés cotées (% du PIB) :** La capitalisation boursière (appelée aussi valeur de marché) correspond au cours de l'action de la société multipliée par le nombre d'actions en circulation. Les sociétés intérieures cotées sont les sociétés constituées en personne morale dans un pays et qui sont cotées sur les bourses des valeurs mobilières dudit à la fin de l'année. Les sociétés de placement, les fonds communs de placement et autres instruments d'investissement collectif ne sont pas inclus dans les sociétés cotées.

### ***II.1.3. Le développement institutionnel***

Les indicateurs relatifs au développement institutionnel qui vont être utilisés dans la partie empirique sont des données qui proviennent essentiellement de la base de données "*World Governance Indicators*". Cette base rapporte des indicateurs individuels et agrégés de gouvernance pour 212 pays pour la période allant de 1996 à 2008. Elle est réalisée par Kaufmann, Kraay et Mastruzzi. Les données individuelles se basent sur de diverses études de différentes institutions, de groupes de réflexion, d'organisations non gouvernementales et d'organisations internationales. Les différents indicateurs varient entre -2.5 et 2.5, avec les valeurs les plus élevés correspondant à de meilleures performances. Les indicateurs qu'on va retenir pour notre études sont<sup>92</sup> :

**Etat de Droit (*Rule of Law*)** : Cet indicateur concerne l'évaluation de la mesure dans laquelle les différents agents accordent leurs confiances et respectent les règles de la société qui incluent la qualité d'exécution des contrats, les droits de propriété, la police et les tribunaux et la probabilité de la criminalité et de la violence.

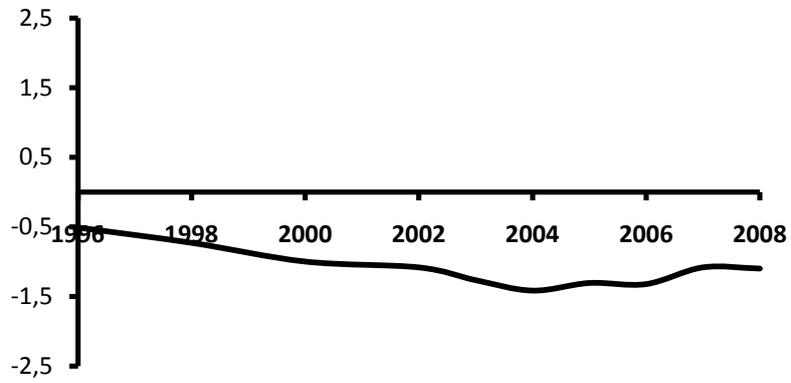
**Contrôle de la Corruption (*Control of Corruption*)** : cet indicateur évalue la mesure dans laquelle la puissance publique est exercée à des fins privées. Il englobe toutes les formes de corruption aussi bien les grandes formes de corruption que les petites formes de corruption, ainsi que l'accaparement de l'Etat par les élites et les intérêts privés (graphique 5.2).

---

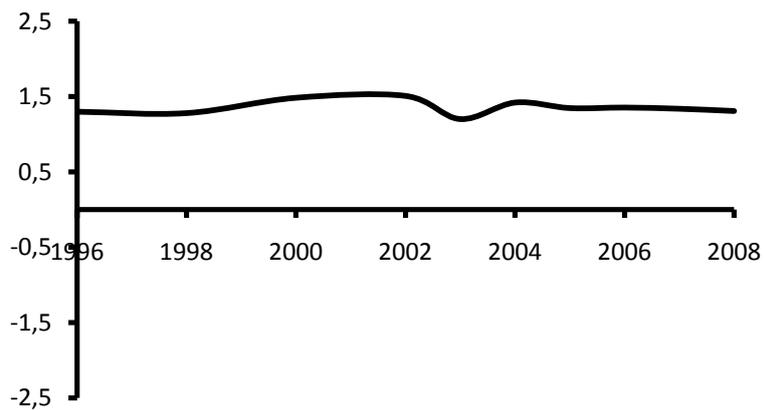
<sup>92</sup> Les définitions sont extraites de Kaufmann, Kraay et Mastruzzi (2009)

**Graphique 5.2 : Contrôle de la Corruption**

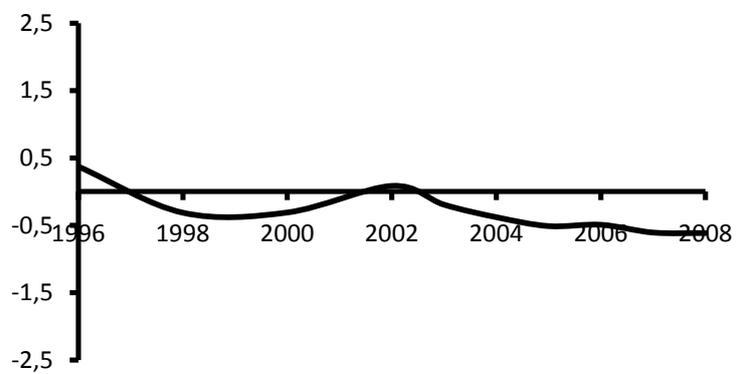
**BANGLADESH**



**CHILI**



**MONGOLIE**



Source : "World Governance Indicators"

**Efficacité des pouvoirs publics (*Government Effectiveness*)** : cet indicateur renseigne sur l'efficacité des pouvoirs publics et plus précisément la qualité des services publics, la qualité de la fonction publique et son indépendance par rapport aux pressions politiques et la qualité de la formulation des politiques.

**Représentation et participation (*Voice and Accountability*)** : cet indicateur évalue la mesure dans laquelle les citoyens d'un pays donné sont en mesure de participer à la sélection de leur gouvernement, ainsi que la liberté d'expression, la liberté d'association et la liberté de la presse.

**Stabilité politique et absence de violence (*Political Stability and Absence of Violence*)** : cet indicateur mesure la probabilité que le gouvernement en place soit déstabilisé par des moyens inconstitutionnels ou violents, y compris le terrorisme.

**La qualité de la réglementation (*Regulatory Quality*)**: cet indicateur mesure la capacité du gouvernement à fournir des politiques saines et des règlements solides qui permettent et favorisent le développement du secteur privé.

#### ***II.1.4. L'infrastructure***

Nous allons nous intéresser à l'infrastructure économique qui a tendance à stimuler l'activité économique dans un pays. Ces infrastructures englobent le réseau routier, le réseau ferroviaire, les aéroports, les ports maritimes, l'électricité, la télécommunication et l'accès à l'eau (Fourie, 2006). Etant donné la disponibilité des données, des indicateurs relatifs au réseau routier et à la télécommunication vont être utilisés.

Ces indicateurs proviennent de la base de données de la Banque Mondiale. Parmi une panoplie d'indicateurs, nous avons sélectionné les indicateurs suivants:

**Le réseau routier (en Km)** : Il couvre les autoroutes, les routes principales ou secondaires, les routes nationales et les routes régionales, et toutes les autres routes dans un pays. Nous avons également introduit un autre indicateur relatif au réseau routier qui est le réseau routier par km<sup>2</sup>. Cet indicateur a été utilisé par une grande partie des études relatives à l'infrastructure (Calderon et Servén, 2004; Fernald, 1999)

**Abonnés à la téléphonie fixe (pour 100 personnes)** : Les abonnés aux lignes fixes désignent le nombre total d'abonnés au téléphone fixe.

**Abonnés à la téléphonie mobile (pour 100 personnes):** il s'agit du nombre d'abonnés à la téléphonie mobile.

**Utilisateurs Internet (pour 100 personnes):** Les utilisateurs d'Internet sont les personnes qui accèdent au réseau mondial.

## **II.2. Les résultats**

### ***II.2.1. Développement humain***

L'interaction de l'indicateur du capital humain avec les flux de capitaux n'existe que pour les prêts bancaires. Cet effet d'interaction est significatif pour l'Asie de l'Est et Pacifique, l'Europe et Asie centrale, le groupe de pays à revenu faible et le groupe de pays à revenu moyen inférieur (tableau 5.1).

Ce résultat peut être expliqué de deux façons. La première explication concerne les prêts étrangers indirects. Pour l'installation des banques étrangères dans les pays en développement, la présence d'un capital humain qualifié est indispensable. En effet, les salariés seront amenés à utiliser des outils informatiques et des moyens de communication développés. En plus, ils doivent maîtriser des langues étrangères pour communiquer avec les partenaires étrangers. La deuxième explication se résume comme suit : la transformation des prêts directs en investissements productifs nécessite du capital humain éduqué. Un niveau minimal d'éducation est par conséquent indispensable pour promouvoir la croissance économique du pays à travers les prêts bancaires.

Concernant les IDE, on s'attendait à un effet d'interaction significatif et positif conformément aux précédents travaux notamment ceux de Borensztein et al. (1998), de Xu (2000) et de Blonigen et Wang (2005). Nos résultats aboutissent à une interaction non significative entre le capital humain et les IDE (tableau 5.2) sauf pour les pays d'Europe et Asie Centrale. Ces résultats sont similaires aux résultats de Carkovic et Levine (2005). Une première série d'estimation a abouti à un terme d'interaction entre les IDE et le capital humain non significatif. Une deuxième série d'estimation a abouti à un terme d'interaction significatif mais négatif ce qui signifie que les IDE améliorent la croissance seulement pour les pays avec un niveau bas d'éducation. Ce résultat est non conforme à la théorie et contre-intuitif. Plus récemment, Lensink et Morrissey (2006) ont abouti au même résultat. Pour ces auteurs, l'effet positif des IDE sur la croissance n'est pas conditionné par le niveau de développement du capital humain.

La non significativité du terme d'interaction entre les IDE et le capital humain peut être expliquée par le fait que la main d'œuvre non qualifiée et de bon marché est un élément attractif pour les IDE. En effet, l'une des raisons majeures d'implantation des firmes multinationales dans les pays en développement réside dans la disponibilité de cette main d'œuvre non qualifiée et bon marché. Considérons le cas des IDE verticaux. L'investissement étranger vertical est motivé par des coûts de production plus bas dans le pays hôte. Son objectif est donc de profiter de la différence des coûts de production (Hanson et al. 2005). Les firmes multinationales vont chercher à installer la production intensive en main d'œuvre dans les pays en développement qui se caractérisent par une main d'œuvre bon marché et pas forcément qualifiée.

Il y a également des secteurs d'activité qui attirent les IDE et qui nécessitent peu de main d'œuvre. La contribution de ces IDE à la stimulation de la croissance économique ne va pas dépendre du capital humain. C'est le cas des IDE dans l'industrie extractive, où l'activité est intensive en capital physique et peu en capital humain. Dans ce cadre, Wood et Berge (1997) ont étudié le cas des pays africains. Ils trouvent que ces pays présentent un avantage comparatif en ressources naturelles et ils sont faiblement dotés en capital humain. Les investissements dans l'industrie extractive représentent donc l'essentiel des IDE à destination des pays à faible revenu et spécialement en Afrique, et ceci selon le CNUCED (2007). C'est le cas également de certains pays d'Amérique latine à savoir la Bolivie, le Chili, l'Équateur et le Venezuela. On peut également citer le cas de Madagascar. En 2008, 85% des IDE reçus par ce pays étaient destinés à l'industrie extractive.

Une autre explication peut être évoquée pour expliquer la non significativité du terme d'interaction entre les IDE et le capital humain. Cette explication se base sur l'inversion du sens de la causalité en faveur d'un effet positif allant des IDE vers la formation du capital humain et non l'inverse. Selon l'OCDE (2002), les entreprises multinationales améliorent le capital humain par les formations qu'elles peuvent offrir à leurs employés dans les filiales et par un apprentissage sur le tas. Le déplacement des salariés des filiales des multinationales vers d'autres entreprises ou la création d'entreprises par ces salariés peuvent également contribuer à la formation du capital humain.

Selon Hammoudi et Hatit (2006), l'effet positif de l'IDE n'est plus dépendant du capital humain du pays hôte mais des politiques de formation des firmes multinationales qui s'installent dans ce pays. La productivité de la main d'œuvre locale est améliorée à travers les formations offertes par les firmes multinationales. Cela va avoir un effet positif sur la production et par

conséquent sur la croissance économique. Le capital humain n'est plus considéré comme une variable inchangeable par les firmes multinationales mais comme une variable améliorable et modelable selon les besoins. A titre d'exemple, nous pouvons citer le cas de la firme multinationale Danone qui offre des programmes de formation continue à ses employés selon les besoins de la firme et de l'employé.

Tableau 5.1	Asie de l'E.						
	Am.L. et C.	et P.	Asie du Sud	EAC	Faible R.	R. M. Inf	R. M. Sup
Croissance (-1)	0.259*** (0.0383)	0.0716 (0.0868)	-0.0602 (0.172)	0.283** (0.112)	0.480*** (0.155)	0.266** (0.116)	0.227*** (0.0369)
Pib initial	0.0404*** (0.0133)	0.00125 (0.0147)	0.0339 (0.0430)	0.00140 (0.0556)	-0.0560 (0.0358)	-0.0504 (0.0372)	0.0435** (0.0181)
Capital fixe	0.0653 (0.0435)	-0.0827 (0.112)	0.575*** (0.160)	0.0313 (0.0495)	-0.0583 (0.0745)	-0.0110 (0.0577)	0.0935** (0.0424)
Conso. Publique	-0.784*** (0.162)	-0.563*** (0.193)	0.223 (0.202)	-0.172 (0.136)	0.0617 (0.202)	-0.834*** (0.138)	-0.773*** (0.187)
Inflation	-0.0656 (0.0425)	-0.0644* (0.0361)	0.0410 (0.120)	-0.00481 (0.00725)	0.00667 (0.0145)	-0.00584 (0.0436)	-0.0329*** (0.00733)
Ouverture Comm	0.0524** (0.0242)	0.0182 (0.0295)	-0.0962* (0.0581)	0.0763*** (0.0236)	0.0340** (0.0138)	0.0593* (0.0354)	0.0135 (0.0206)
Taux de change	0.0140 (0.0230)	0.0428 (0.0629)	-0.182** (0.0729)	-0.0387** (0.0154)	-0.0191** (0.00858)	0.0339*** (0.0111)	0.0520** (0.0228)
Capital humain	-0.0129 (0.0150)	-0.0302 (0.0649)	0.0469 (0.0711)	-0.0228 (0.0417)	0.0235 (0.0322)	0.0322* (0.0177)	0.0258 (0.0298)
Crédit étranger	0.118 (0.112)	-0.836*** (0.202)	-0.263 (0.569)	-4.746** (1.880)	-0.964*** (0.290)	-0.193*** (0.0541)	0.355 (0.237)
C. humain*Crédit E.	-0.152 (0.142)	1.494*** (0.481)	0.547 (1.071)	5.389** (2.135)	1.129*** (0.373)	0.290*** (0.0854)	-0.450* (0.272)
Observations	260	110	40	170	60	230	290
Nb. d'indi.	26	11	4	17	6	23	29
Test de sargan	14.13105 (0.5890)	10.64139 0.8311	13.77606 0.6154	2.206957 1.0000	17.47843 0.3553	10.85617 0.8183	14.02642 0.5967
Autocorrélation d'ordre 1	-2.3738 (0.0176)			-1.4711 0.1413		-2.6406 0.0083	-2.7758 0.0055
Autocorrélation d'ordre 2				.96112 0.3365		-0.96724 0.3334	-0.06476 0.9484

<b>Tableau 5.2</b>	Asie de l'E.						
	Am.L. et C.	et P.	Asie du Sud	EAC	Faible R.	R. M. Inf	R. M. Sup
Croissance (-1)	0.252*** (0.0498)	0.170* (0.0972)	-0.134 (0.182)	0.301*** (0.103)	0.222 (0.160)	0.406*** (0.0856)	0.182*** (0.0331)
Pib initial	0.0589*** (0.0116)	0.0145 (0.0167)	0.0372 (0.0436)	-0.0233 (0.0168)	0.0134 (0.0379)	-0.0369*** (0.00936)	0.0538*** (0.0188)
Capital fixe	0.168*** (0.0392)	-0.0406 (0.124)	0.559*** (0.177)	0.0884 (0.151)	-0.0986 (0.0882)	0.152** (0.0764)	0.135*** (0.0435)
Conso. Publique	-0.714*** (0.127)	-0.625*** (0.218)	0.204 (0.229)	-0.315 (0.342)	0.0767 (0.205)	-0.692*** (0.0965)	-0.742*** (0.110)
Inflation	-0.0814* (0.0458)	-0.0740* (0.0417)	0.0279 (0.105)	-0.0117* (0.00710)	0.00215 (0.0153)	0.0190 (0.0350)	-0.0321*** (0.00890)
Ouverture Comm	0.0678** (0.0269)	-0.0123 (0.0355)	-0.0973 (0.0621)	0.0569*** (0.0210)	0.0404*** (0.0139)	0.0389* (0.0212)	0.0271 (0.0244)
Taux de change	0.00624 (0.0270)	-0.0427 (0.0649)	-0.174** (0.0717)	-0.0330 (0.0240)	-0.00210 (0.00821)	0.0268** (0.0136)	0.0480** (0.0223)
Capital humain	-0.0178 (0.0151)	-0.0385 (0.0760)	0.0208 (0.0700)	-0.0100 (0.0741)	0.0231 (0.0339)	0.0388 (0.0264)	0.0385 (0.0305)
IDE	-0.0184 (0.153)	-0.0793 (0.449)	-0.293 (0.908)	-3.470* (2.372)	-0.0494 (0.0607)	-0.0125 (0.641)	0.215 (0.180)
C. humain*IDE	-0.183 (0.181)	0.579 (0.710)	0.698 (1.885)	3.932* (2.847)	0.326* (0.184)	-0.315 (0.843)	-0.349* (0.186)
Observations	260	110	40	170	60	230	290
Nb. d'indi.	26	11	4	17	6	23	29
Test de sargan	14.15085 (0.5875)	14.74725 0.5432	14.86784 0.5343	7.265745 0.9678	19.92993 0.2234	14.35462 0.5723	13.92006 0.6047
Autocorrélation d'ordre 1	-2.3085 (0.0210)			-1.7517 0.0798		-3.184 0.0015	-2.5967 0.0094
Autocorrélation d'ordre 2	-1.8417 (0.8539)			.73659 0.4614		-81515 0.4150	.14633 0.8837

<b>Tableau 5.3</b>	Asie de l'E.						
	Am.L. et C.	et P.	Asie du Sud	EAC	Faible R.	R. M. Inf	R. M. Sup
Croissance (-1)	0.246*** (0.0510)	0.161* (0.0959)	-0.0465 (0.178)	0.276*** (0.104)	0.214 (0.154)	0.370*** (0.110)	0.209*** (0.0350)
Pib initial (1980)	0.0444*** (0.0125)	0.0120 (0.0155)	0.0189 (0.0452)	-0.122 (0.0874)	-0.0192 (0.0348)	-0.0540 (0.0473)	0.0465*** (0.0163)
Capital fixe	0.0940** (0.0427)	-0.0414 (0.130)	0.532*** (0.151)	0.0308 (0.0622)	-0.0102 (0.0737)	0.000942 (0.0583)	0.114*** (0.0433)
Conso. Publique	-0.752*** (0.138)	-0.594*** (0.220)	0.271 (0.195)	-0.204 (0.166)	0.165 (0.208)	-0.782*** (0.0893)	-0.653*** (0.128)
Inflation	-0.0850** (0.0422)	-0.0677* (0.0411)	0.0452 (0.119)	-0.0146** (0.00619)	0.0112 (0.0151)	-0.00932 (0.0429)	-0.0318*** (0.00792)
Ouverture Comm	0.0617** (0.0248)	0.00800 (0.0334)	-0.0727 (0.0546)	0.0804*** (0.0244)	0.0436*** (0.0146)	0.0466 (0.0305)	0.0132 (0.0214)
Taux de change	0.00414 (0.0254)	-0.0291 (0.0678)	-0.171** (0.0682)	-0.0193 (0.0129)	-0.00777 (0.00812)	0.0246** (0.0119)	0.0497** (0.0204)
Capital humain	-0.00480 (0.0157)	-0.0409 (0.0739)	0.0559 (0.0675)	0.0324 (0.0406)	0.0312 (0.0332)	0.0207 (0.0195)	0.0237 (0.0327)
PF	-0.231 (0.374)	-0.520 (1.524)	1.034 (1.472)	-11.17* (7.748)	-14.04 (8.776)	-0.328 (1.235)	-0.0577 (0.280)
C. humain*PF	0.170 (0.379)	1.085 (2.153)	-2.017 (2.134)	13.00* (9.052)	28.79 (17.99)	0.474 (1.608)	-0.0278 (0.282)
Observations	260	110	40	170	60	230	290
Nb. d'indi.	26	11	4	17	6	23	29
Test de sargan	16.60133 (0.4118)	13.46897 0.6382	12.57424 0.7036	4.702948 0.9970	20.27995 0.2079	13.83217 0.6112	13.63332 0.6260
Autocorrélation d'ordre 1	-2.3551 (0.0185)			-2.8886 0.0039		-2.9835 0.0028	-2.5821 0.0098
Autocorrélation d'ordre 2	-.37342 (0.7088)			.28269 0.7774		-.87348 0.3824	.05739 0.9542

### *II.2.2. Développement financier*

Afin de tester les effets d'interaction relatifs au développement financier, nous avons examiné d'abord l'indicateur du crédit domestique au secteur privé. Dans ce cas, nous avons trouvé que le seuil est positif dans certains groupes de pays et pour certains flux de capitaux. D'abord, pour les prêts bancaires, le seuil est positif et significatif pour les pays d'Amérique latine et Caraïbes ainsi que pour les pays d'Asie de l'Est et Pacifique (tableau 5.4). Ensuite, concernant les investissements de portefeuille, le seuil est positif seulement pour les pays à revenu moyen inférieur (tableau 5.5). Enfin, s'agissant des IDE, le seuil est positif pour les pays d'Europe et Asie Centrale et les pays d'Amérique latine et Caraïbes (tableau 5.6). Ce résultat rejoint celui de Hermes et Lensink (2003). Pour le deuxième indicateur de développement financier consistant en la capitalisation boursière des sociétés cotées, aucun résultat n'est significatif.

L'étude de Bailliu (2000) trouve que les flux de capitaux agissent positivement sur la croissance économique quand le secteur bancaire atteint un certain degré de développement. Le coefficient associé au terme d'interaction entre les flux de capitaux et le développement du secteur bancaire est positif et significatif. Cependant, cette étude considère l'impact des flux de capitaux dans l'ensemble sans différencier les différents types de flux de capitaux. Durham (2004) a traité le cas de deux types de flux à savoir les IDE et les investissements en portefeuille. L'auteur trouve que ces flux de capitaux ont un effet positif sur la croissance lorsque l'indicateur de développement financier dépasse un certain seuil. L'indicateur de développement utilisé est la capitalisation boursière rapportée au PIB. Nous avons utilisé cet indicateur, mais les résultats trouvés n'étaient pas significatifs pour les IDE et les investissements de portefeuille.

Pour Reisen et Soto (2001), le crédit bancaire étranger aussi bien de long terme que de court terme est négativement associé à la croissance sauf dans le cas où les banques locales sont suffisamment capitalisées. L'impact des crédits bancaires étrangers sur la croissance économique est donc conditionné par le développement des banques locales.

Pour les pays à faible revenu et les pays d'Asie de Sud, aucun effet d'interaction significatif n'apparaît. Ceci est largement expliqué par le nombre d'observations réduit pour ces groupes de pays.

Dans notre étude, l'impact du crédit domestique au secteur privé sur la croissance économique apparaît avec un signe négatif et significatif pour une partie des estimations et avec un signe non significatif pour les autres estimations. Andersen et Tarp (2003) ont trouvé une relation négative entre le développement financier pour les pays d'Amérique latine et les pays d'Afrique Sub-saharienne. Les estimations ont porté sur une période de 1960 à 1995. Les auteurs ont utilisé trois indicateurs différents de développement financier : (i) le crédit privé, (ii) l'actif des banques commerciales rapporté à la somme d'actifs des banques commerciales et de la banque centrale (iii) la monnaie et les dettes financières des banques et autres institutions financières (M3, *Liquid liabilities*).

Aghion et al. (2005) ont trouvé que l'impact du développement financier sur la croissance économique n'est pas significatif pour un échantillon de 71 pays sur la période allant de 1960 à 1995. Bolbol et al. (2005) ont étudié le cas de l'Égypte pour la période de 1974-2002. Les auteurs aboutissent à un résultat selon lequel le développement bancaire a un impact négatif sur la productivité. Le secteur financier égyptien est basé sur une structure bancaire dont le fonctionnement est entravé par la dominance des banques publiques. Les auteurs affirment la nécessité de réformer ce secteur et celui des entreprises publiques étant donné le lien qui existe entre les deux.

Les estimations en données de panel de Carkovic et Levine (2005) n'ont pas abouti à un terme d'interaction significatif entre les IDE et le développement financier. L'indicateur de développement retenu par les auteurs est le crédit fourni par les intermédiaires financiers au secteur privé par rapport au PIB.

<b>Tableau 5.4</b>	Am.L. et C.	Asie de l'E. et P.	Asie du Sud	EAC	Faible R.	R. M. Inf	R. M. Sup
Croissance (-1)	0.131** (0.0657)	0.0173 (0.0822)	-0.224 (0.174)	0.353 (0.217)	0.185 (0.165)	0.233 (0.144)	0.0844* (0.0435)
Pib initial	0.0674*** (0.0103)	0.0465** (0.0203)	0.0527 (0.0427)	0.00116 (0.138)	-0.0609 (0.0425)	-0.0396 (0.0411)	0.0501** (0.0219)
Capital fixe	0.305*** (0.0244)	0.0137 (0.114)	0.471*** (0.164)	0.113 (0.141)	0.109 (0.124)	-0.0274 (0.0548)	0.191*** (0.0516)
Conso. Publique	-0.401*** (0.113)	-1.126*** (0.250)	0.00771 (0.209)	-0.548** (0.218)	-0.849* (0.479)	-0.826*** (0.173)	-0.676*** (0.0970)
Inflation	-0.123* (0.0678)	-0.0525 (0.0350)	0.000606 (0.0969)	-0.0104 (0.0109)	0.0241 (0.0191)	0.00212 (0.0480)	-0.0253*** (0.00489)
Ouverture Comm	0.102*** (0.0267)	0.0148 (0.0282)	-0.0921* (0.0508)	0.0671*** (0.0208)	0.00727 (0.0168)	0.0908** (0.0377)	0.112*** (0.0240)
Taux de change	0.0211 (0.0236)	0.0325 (0.0595)	-0.130* (0.0716)	-0.0113 (0.0314)	-0.00211 (0.00836)	0.0253* (0.0130)	0.0675*** (0.0164)
Capital humain	-0.0117 (0.0141)	-0.0312 (0.0611)	0.0108 (0.0601)	0.0745 (0.0686)	0.0257 (0.0317)	0.0214 (0.0135)	0.0211 (0.0176)
Crédit intérieur	-0.198*** (0.0276)	-0.0886*** (0.0299)	0.154 (0.111)	-0.140 (0.447)	-0.0283 (0.0432)	-0.0355 (0.0573)	-0.136*** (0.0319)
Crédit étranger	-0.0818** (0.0337)	-0.637*** (0.143)	0.975** (0.478)	-0.128 (0.602)	-0.349 (0.227)	-0.218 (0.319)	0.0526 (0.0460)
Crédit I.*crédit E.	0.150** (0.0729)	1.087*** (0.299)	-2.270* (1.198)	0.626 (2.192)	0.947 (0.940)	0.625 (0.896)	-0.0664 (0.0695)
Observations	259	110	40	160	50	230	289
Nb. d'indi.	26	11	4	16	5	23	29
Test de sargan	11.57203 (0.7729)	21.04722 (0.1767)	13.79237 (0.6142)	3.946004 (0.9990)	25.78111 (0.0572)	11.28237 (0.7917)	19.69774 (0.2341)
Autocorrélation d'ordre 1	-2.6304 (0.0085)			-1.4182 (0.1561)		-2.1516 (0.0314)	-2.9018 (0.0037)
Autocorrélation d'ordre 2	-.73227 (0.4640)			.62736 (0.5304)		-.94572 (0.3443)	-.28425 (0.7762)

<b>Tableau 5.5</b>	Asie de l'E.						
	Am.L. et C.	et P.	Asie du Sud	EAC	Faible R.	R. M. Inf	R. M. Sup
Croissance (-1)	0.120 (0.0814)	0.0911 (0.0871)	-0.0508 (0.188)	0.349*** (0.120)	0.113 (0.183)	0.425*** (0.0884)	0.0857* (0.0444)
Pib initial	0.0669*** (0.00999)	0.0657*** (0.0219)	0.0345 (0.0452)	-0.0465 (0.0942)	-0.0451 (0.0380)	-0.0537 (0.0355)	0.0502** (0.0216)
Capital fixe	0.311*** (0.0247)	0.121 (0.123)	0.510*** (0.177)	0.0229 (0.103)	0.0915 (0.118)	-0.118* (0.0629)	0.197*** (0.0471)
Conso. Publique	-0.414*** (0.101)	-1.207*** (0.280)	0.173 (0.209)	-0.484** (0.225)	-0.824* (0.491)	-0.870*** (0.135)	-0.683*** (0.0784)
Inflation	-0.132** (0.0574)	-0.0533 (0.0385)	0.0132 (0.120)	-0.00282 (0.00654)	0.0255 (0.0174)	-0.0537 (0.0425)	-0.0262*** (0.00527)
Ouverture Comm	0.110*** (0.0206)	0.0149 (0.0305)	-0.0827 (0.0575)	0.0765*** (0.0238)	0.0165 (0.0175)	0.145*** (0.0341)	0.119*** (0.0235)
Taux de change	0.0231 (0.0252)	-0.0564 (0.0616)	-0.155** (0.0723)	-0.0244 (0.0262)	0.00115 (0.00887)	0.0779*** (0.0223)	0.0757*** (0.0167)
Capital humain	-0.0105 (0.0157)	-0.0205 (0.0678)	0.0563 (0.0692)	0.0218 (0.0501)	0.0241 (0.0325)	-0.00254 (0.0154)	0.0282 (0.0175)
Crédit intérieur	-0.221*** (0.0227)	-0.121*** (0.0322)	0.0561 (0.108)	-0.00680 (0.0371)	-0.0106 (0.0470)	-0.153** (0.0686)	-0.145*** (0.0294)
PF	-0.198 (0.402)	1.282** (0.632)	1.457 (4.806)	-0.902 (0.648)	2.877 (2.958)	-2.112*** (0.748)	-0.202** (0.103)
Crédit I.*PF	0.235 (0.634)	-1.148* (0.660)	-5.230 (14.94)	4.664 (3.586)	-3.061 (2.972)	5.826*** (1.988)	0.160 (0.121)
Observations	259	110	40	160	50	230	289
Nb. d'indi.	26	11	4	16	5	23	29
Test de sargan	14.38235 (0.5703)	27.907 0.0324	13.04265 0.6696	1.897617 1.0000	21.59966 0.1566	4.894355 0.9963	21.19293 0.1712
Autocorrélation d'ordre 1	-2.6041 (0.0092)			-1.9019 0.0572		-4.6184 0.0000	-2.9489 0.0032
Autocorrélation d'ordre 2	-.80391 (0.4215)			.81183 0.4169		1.0129 0.3111	-.37517 0.7075

<b>Tableau 5.6</b>	Asie de l'E.						
	Am.L. et C.	et P.	Asie du Sud	EAC	Faible R.	R. M. Inf	R. M. Sup
Croissance (-1)	0.110* (0.0639)	0.126 (0.0995)	-0.126 (0.184)	0.573*** (0.216)	0.165 (0.166)	0.358*** (0.0737)	0.0685* (0.0413)
Pib initial	0.0715*** (0.0104)	0.0791*** (0.0227)	0.0553 (0.0504)	0.0537 (0.0390)	-0.0317 (0.0411)	-0.0118 (0.0370)	0.0601*** (0.0194)
Capital fixe	0.360*** (0.0317)	0.125 (0.122)	0.577*** (0.185)	0.566** (0.263)	0.0724 (0.119)	0.171** (0.0779)	0.221*** (0.0434)
Conso. Publique	-0.416*** (0.0999)	-1.295*** (0.282)	0.181 (0.219)	-0.590*** (0.153)	-0.757 (0.485)	-0.659*** (0.0996)	-0.668*** (0.0850)
Inflation	-0.0914* (0.0504)	-0.0590 (0.0399)	0.0100 (0.112)	-0.0118 (0.00864)	0.0190 (0.0184)	0.0197 (0.0374)	-0.0212*** (0.00573)
Ouverture Comm	0.117*** (0.0248)	-0.00683 (0.0325)	-0.108 (0.0670)	0.0648*** (0.0229)	0.0178 (0.0178)	0.101*** (0.0376)	0.126*** (0.0297)
Taux de change	0.0428** (0.0210)	-0.0316 (0.0603)	-0.155* (0.0790)	-0.0238 (0.0202)	0.00315 (0.00900)	0.0409*** (0.0132)	0.0675*** (0.0185)
Capital humain	-0.00973 (0.0104)	-0.0103 (0.0685)	0.0271 (0.0689)	0.0904* (0.0532)	0.0299 (0.0330)	0.0209 (0.0178)	0.0286 (0.0177)
Crédit intérieur	-0.275*** (0.0590)	-0.136*** (0.0395)	0.144 (0.180)	-0.667* (0.369)	0.0207 (0.0491)	-0.106 (0.101)	-0.138*** (0.0303)
IDE	-0.553** (0.240)	0.166 (0.265)	0.676 (1.286)	-1.140** (0.517)	0.198 (0.125)	-0.323** (0.145)	-0.0739 (0.121)
Crédit I.*IDE	0.717* (0.397)	0.391 (0.535)	-2.480 (3.788)	5.795* (3.239)	-0.542 (0.460)	0.101 (0.671)	-0.0442 (0.145)
Observations	259	110	40	160	50	230	289
Nb. d'indi.	26	11	4	16	5	23	29
Test de sargan	14.06961 (0.5935)	29.07779 0.0234	14.46938 0.5638	3.625389 0.9994	20.50505 0.1983	14.30082 0.5763	22.06578 0.1411
Autocorrélation d'ordre 1	-2.3938 (0.0167)			-1.332 0.1828		-2.8792 0.0040	-2.92 0.0035
Autocorrélation d'ordre 2	-0.84728 (0.3968)			1.5937 0.1110		-0.87175 0.3833	-0.35661 0.7214

### *II.2.3. Développement institutionnel*

Nous avons utilisé différents indicateurs pour mesurer le développement institutionnel. Les résultats obtenus sont intéressants. Il en ressort que les effets d'interaction institutionnel dépendent du type de flux.

Pour les investissements de portefeuille :

- trois des six indicateurs utilisés apparaissent avec un signe positif et significatif pour le groupe de pays à revenu moyen supérieur (tableau 5.7) : Etat de droit, corruption et efficacité des pouvoirs publics.
- trois des indicateurs apparaissent avec un signe positif et significatif pour les pays d'Amérique latine et Caraïbes (tableau 5.8) : corruption, efficacité des pouvoirs publics et représentation et participation.
- un des indicateurs apparaît avec un signe positif et significatif pour les pays à revenu moyen inférieur (tableau 5.8) : représentation et participation.

Pour les IDE, un seul indicateur affiche un signe positif et significatif. Ce résultat concerne les pays d'Europe et Asie centrale (tableau 5.9). L'indicateur représente la qualité de la réglementation.

Enfin pour les prêts bancaires, le signe positif et significatif apparaît seulement avec un seul indicateur pour les pays d'Amérique latine et Caraïbes (tableau 5.10). Cet indicateur est relatif à la représentation et participation.

L'interaction des indicateurs de développement institutionnel avec les flux de capitaux est plus importante pour les investissements de portefeuille. Les investisseurs étrangers ont besoin d'établir une relation de confiance avec le marché boursier étranger du pays hôte. Cette relation va se construire autour du cadre institutionnel du pays. Pour que les investisseurs étrangers décident d'investir sur un marché, il faut qu'ils soient protégés par un cadre institutionnel développé qui garantit un bon environnement d'investissement. Les investissements de portefeuille sont les investissements les plus volatiles. Cette volatilité peut être réduite grâce à un cadre institutionnel adéquat. Alfaro et al. (2007) trouvent un effet négatif et significatif de la qualité institutionnelle sur la volatilité des flux de capitaux. Plus la qualité institutionnelle est importante, moins les flux de capitaux sont volatiles.

Pour Jayasuriya (2005), la qualité du cadre institutionnel a tendance à promouvoir l'efficacité des marchés. Dans un tel cadre, la libéralisation des marchés boursiers va engendrer moins de volatilité et va aboutir à une stimulation de la croissance économique.

Durham (2004) utilise l'indicateur de corruption de Knack et Keefer (1995) pour un échantillon de 80 pays sur la période 1979-1998. L'auteur trouve que l'impact des investissements de portefeuille sur la croissance économique est positif dans le cas où l'indice de corruption dépasse un certain seuil.

Pour les IDE, l'interaction entre les indicateurs institutionnels et les flux de capitaux n'est significative que pour un indicateur et un seul groupe de pays à savoir les pays d'Europe et Asie Centrale. Un seul indicateur également est significatif pour les prêts bancaires et cela pour les pays d'Amérique latine et Caraïbes. Ce résultat peut être expliqué par le fait que ces investissements sont caractérisés par un cadre institutionnel et législatif spécifique et par des lois propres. En Inde, l'investissement étranger est régi par la loi de réglementation du commerce extérieur (*Foreign Exchange Regulation Act*) promulguée en 1973 et amendée en 1993. Pour le cas de la Chine, une promulgation de la loi sur les coentreprises, c'est à dire les entreprises à capitaux sino-étrangers, a eu lieu en 1979 (Hubler et Meschi, 2002). D'autres lois ont été promulguées par la suite portant essentiellement sur les avantages fiscaux relatifs aux investissements étrangers. Le cadre institutionnel dans lequel opèrent les investisseurs étrangers est meilleur que celui des investisseurs locaux. Les avantages offerts aux investisseurs étrangers ont amené les chinois à investir en Chine à travers d'autres pays pour bénéficier de ces avantages. Mais à partir de 2008, une partie des avantages ont disparu suite à la promulgation de la nouvelle réforme fiscale chinoise dont l'objectif est de mettre les entreprises chinoises et les entreprises étrangères sur un pied d'égalité. A Cuba, les investissements étaient régis par des articles de la constitution avant de lui consacrer une loi à partir de 1995 qui est la Loi 77.

En résumé, le cadre institutionnel concernant les investisseurs étrangers peut être différent de celui présenté par les indicateurs utilisés dans les différentes études économiques relatives au sujet. Ces indicateurs se réfèrent en général au cadre local. Ceci peut expliquer donc la non significativité des termes d'interaction entre les indicateurs institutionnels et certains flux de capitaux.

<b>Tableau 5.7</b>	R. M. Sup	R. M. Sup	R. M. Sup
Croissance (-1)	0.241*** (0.0302)	0.232*** (0.0351)	0.236*** (0.0424)
Pib initial (1980)	0.0331** (0.0163)	0.0309** (0.0153)	0.0391** (0.0183)
Capital fixe	0.0387 (0.0513)	0.0727 (0.0485)	0.0981*** (0.0367)
Conso. Publique	-0.848*** (0.203)	-0.790*** (0.175)	-0.705*** (0.145)
Inflation	-0.0287*** (0.00547)	-0.0286*** (0.00662)	-0.0306*** (0.00744)
Ouverture Comm	0.00258 (0.0216)	0.000819 (0.0212)	0.00134 (0.0212)
Taux de change	0.0357 (0.0228)	0.0499*** (0.0179)	0.0497** (0.0224)
Capital humain	0.0209 (0.0267)	0.0424 (0.0262)	0.0123 (0.0314)
PF	-0.126*** (0.0253)	-0.132*** (0.0285)	-0.0591*** (0.0143)
Etat de droit	0.0368** (0.0154)		
Etat de droit*PF	0.156* (0.101)		
Corruption		0.0284** (0.0138)	
Corruption*PF		0.190** (0.0746)	
Efficacité Pouvoirs publics			0.00135 (0.00900)
Efficacité Pouvoirs publics*PF			0.411*** (0.126)
Observations	290	290	290
Nb. d'indi.	29	29	29
Test de sargan	13.64558 0.6251	13.72071 0.6195	12.35636 0.7191
Autocorrélation d'ordre 1	-2.5488 0.0108	-2.5215 0.0117	-2.719 0.0065
Autocorrélation d'ordre 2	.05099 0.9593	.1406 0.8882	-.14904 0.8815

<b>Tableau 5.8</b>	Am.L. et C.	Am.L. et C.	Am.L. et C.	R. M. Inf
Croissance (-1)	0.214*** (0.0511)	0.329*** (0.0580)	0.287*** (0.0608)	0.374*** (0.0814)
Pib initial	0.0508*** (0.0104)	0.0458*** (0.0114)	0.0643*** (0.0135)	-0.0489*** (0.0128)
Capital fixe	0.144*** (0.0412)	0.101** (0.0448)	0.0834* (0.0461)	-0.0171 (0.0559)
Conso. Publique	-0.697*** (0.135)	-0.718*** (0.144)	-0.898*** (0.127)	-0.656*** (0.113)
Inflation	-0.0991*** (0.0374)	-0.107*** (0.0259)	-0.127*** (0.0237)	-0.0506 (0.0441)
Ouverture Comm	0.0693*** (0.0237)	0.0460** (0.0234)	0.0889*** (0.0235)	0.00836 (0.0307)
Taux de change	0.0145 (0.0281)	-0.0209 (0.0216)	0.00271 (0.0247)	0.0156 (0.0221)
Capital humain	-0.00333 (0.0144)	-0.0297* (0.0175)	-0.0155 (0.0157)	0.0218 (0.0209)
pf	-0.179*** (0.0603)	-0.0618*** (0.0136)	-0.478*** (0.0950)	-0.148* (0.0917)
Corruption	-0.0233*** (0.00765)			
Corruption*PF	0.300*** (0.0904)			
Efficacité Pouvoirs publics		-0.0172** (0.00759)		
Efficacité Pouvoirs publics*PF		0.507*** (0.106)		
Représentation et participation			-0.0426*** (0.00919)	-8.06e-05 (0.00967)
Représentation et participation *PF			0.593*** (0.121)	0.550*** (0.102)
Observations	260	260	260	230
Nb. d'indi.	26	26	26	23
Test de sargan	15.10569 0.5169	13.92795 0.6041	12.54229 0.7059	12.56931 0.7039
Autocorrélation d'ordre 1	-2.2188 0.0265	-2.491 0.0127	-2.3595 0.0183	-2.8606 0.0042
Autocorrélation d'ordre 2	-5.0485 0.6137	-5.4829 0.5835	-2.2917 0.7705	-6.1209 0.5405

<b>Tableau 5.9</b>	EAC
Croissance (-1)	0.228*** (0.0794)
Pib initial	-0.00317 (0.0132)
Capital fixe	0.357*** (0.0844)
Conso. Publique	-0.491*** (0.158)
Inflation	-0.0150 (0.0125)
Ouverture Comm	0.0749*** (0.0248)
Taux de change	-0.0275* (0.0142)
Capital humain	0.0330 (0.0612)
Qualité de la réglementation	-0.0216** (0.00999)
IDE	-0.196** (0.0982)
Qualité de la réglementation*IDE	0.225* (0.115)
Observations	170
Nb. d'indi.	17
Test de sargan	22.4966 0.1279

<b>Tableau 5.10</b>	Am.L. et C.
Croissance (-1)	0.219*** (0.0390)
Pib initial	0.0656*** (0.0140)
Capital fixe	0.137*** (0.0438)
Conso. Publique	-0.664*** (0.170)
Inflation	-0.0701 (0.0443)
Ouverture Comm	0.0670** (0.0292)
Taux de change	0.0147 (0.0298)
Capital humain	-0.0147 (0.0167)
Représentation et participation	-0.0284*** (0.00674)
Crédit étranger	-0.0540** (0.0230)
Représentation et participation*Crédit étranger	0.0946* (0.0590)
Observations	260
Nb. d'indi.	26
Test de sargan	17.45956 0.3565
Autocorrélation d'ordre 1	-2.2716 0.0231
Autocorrélation d'ordre 2	-.24755 0.8045

#### *II.2.4. L'infrastructure*

L'infrastructure est une composante principale du climat d'investissement. Pour Bastos et Nasir (2004), le climat d'investissement se décompose essentiellement en trois composantes parmi lesquelles figure la qualité des infrastructures. Les deux autres composantes sont (i) la prédation rentière qui correspond aux différents coûts engendrés par la corruption, la bureaucratie et les contrôles administratifs et (ii) l'environnement concurrentiel.

Dans le cadre de notre étude, nous avons utilisé différents indicateurs relatifs à l'infrastructure. Le premier indicateur représente le réseau routier en Km. L'interaction de ce terme avec les IDE apparaît avec un coefficient positif et significatif pour la majorité des groupes : Amérique latine et Caraïbes, Asie de l'Est et Pacifique, Europe et Asie centrale, et les pays à revenu moyen supérieur (tableau 5.11). Mais en intégrant le réseau routier par Km<sup>2</sup>, on ne retrouve un effet d'interaction positif et significatif que pour les pays à revenu moyen supérieur. Pour les pays d'Europe et Asie Centrale, nous trouvons un seuil qui n'est satisfait par aucun pays de l'échantillon. De même pour les prêts bancaires, en utilisant le réseau routier comme indicateur, nous trouvons un seuil positif pour les pays d'Amérique latine et caraïbes, les pays d'Asie de l'Est et Pacifique, les pays d'Europe et Asie Centrale, et les pays à revenu moyen supérieur (tableau 5.12).

Afin de tester les indicateurs relatifs à la télécommunication, nous avons utilisé les mesures relatives à la téléphonie fixe, la téléphonie mobile et l'utilisation d'internet. Les résultats ont été globalement moins importants.

Pour la téléphonie fixe, un effet d'interaction positif et significatif apparaît pour les pays à revenu moyen supérieur si on aborde les IDE, et les pays de l'Asie de l'Est et Pacifique et les pays à revenu moyen inférieur si on aborde les prêts bancaires. Concernant, la téléphonie mobile, nous trouvons un effet d'interaction positif et significatif dans trois cas. Le premier cas est relatif aux effets des IDE dans les pays à revenu moyen inférieur. Le deuxième cas concerne les effets des crédits bancaires dans les pays d'Amérique latine et Caraïbes ainsi que dans les pays d'Europe et Asie Centrale. Enfin, le troisième cas s'illustre dans les effets des investissements de portefeuille dans les pays à revenu moyen inférieur. Par ailleurs, s'agissant de l'utilisation d'internet, seulement les pays à revenu moyen supérieur présentent un seuil positif et plausible quand nous abordons les effets des IDE. Les pays d'Amérique latine et Caraïbes ne présentent quant à eux un seuil positif et significatif que lorsque nous traitons les investissements de portefeuille.

En résumé, ce sont les indicateurs relatifs aux réseaux routiers qui présentent les résultats les plus importants. En effet, pour ces indicateurs, l'effet d'interaction est significatif pour la majorité des groupes de pays. En revanche, les indicateurs relatifs à la télécommunication présentent des résultats beaucoup moins significatifs. Cela peut s'expliquer par la mauvaise qualité des indicateurs. En effet, les indicateurs utilisés ne reflètent pas l'utilisation des moyens de télécommunication par les secteurs concernés mais de toute la population.

L'importance du réseau routier réside dans l'amélioration du déplacement de la main d'œuvre, le déplacement des matériaux et de la matière première ainsi que l'accès aux consommateurs et aux fournisseurs. L'insuffisance de l'infrastructure peut entraver l'activité des firmes multinationales ou des banques étrangères dans le sens où elles seront amenées à réaliser une partie de l'infrastructure indispensable pour leurs activités augmentant ainsi les coûts pour ces firmes. En effet, pour Erenburg (1993), l'insuffisance d'infrastructure de transport va engendrer un gaspillage des ressources des firmes qui seront obligées de mettre en place leurs propres réseaux de transport.

Une infrastructure de bonne qualité est une condition nécessaire pour attirer les investissements étrangers en premier lieu et pour la réussite des investissements étrangers en second lieu (Asiedu, 2006). Pour Richaud et al. (1999), une infrastructure de qualité augmenterait la rentabilité des investissements ce qui a tendance à augmenter l'investissement général et par conséquent la croissance économique.

<b>Tableau 5.11</b>	Am.L. et C.	R. M. Sup	EAC	Asie de l'E. et P.
Croissance (-1)	0.201*** (0.0679)	0.200*** (0.0366)	0.108 (0.0904)	0.160* (0.0923)
Pib initial	0.0543*** (0.0119)	0.0546*** (0.0196)	-0.00486 (0.0155)	0.0267 (0.0168)
Capital fixe	0.191*** (0.0335)	0.0992** (0.0395)	0.316*** (0.0823)	-0.0768 (0.123)
Conso. Publique	-0.729*** (0.109)	-0.631*** (0.128)	-0.433*** (0.148)	-0.571 (0.365)
Inflation	-0.120** (0.0502)	-0.0319*** (0.00922)	-0.0213* (0.0119)	-0.0980** (0.0409)
Ouverture Comm	0.115*** (0.0306)	0.0345 (0.0344)	0.0805*** (0.0239)	-0.0248 (0.0343)
Taux de change	-0.00265 (0.0305)	0.0438* (0.0261)	-0.0225 (0.0138)	-0.0743 (0.0674)
Capital humain	-0.0172 (0.0144)	0.0469* (0.0256)	0.00788 (0.0586)	0.00184 (0.0710)
Réseau routier (Km)	0.00814 (0.00553)	-0.00315 (0.00619)	-0.00687 (0.00724)	-0.00238 (0.00685)
IDE	-0.788*** (0.295)	-0.800*** (0.166)	-0.484*** (0.116)	-0.780* (0.448)
Réseau routier*IDE	0.0715** (0.0333)	0.0929*** (0.0238)	0.0223* (0.0124)	0.131*** (0.0493)
Observations	260	290	170	110
Nb. d'indi.	26	29	17	11
Test de sargan	14.02122 0.5971	14.085 0.5924	27.49401 0.0363	16.17418 0.4409
Autocorrélation d'ordre 1	-2.3183 0.0204	-2.536 0.0112		
Autocorrélation d'ordre 2	-.33897 0.7346	.0751 0.9401		

<b>Tableau 5.12</b>	Am.L. et C.	R. M. Sup	EAC	Asie de l'E. et P.
Croissance (-1)	0.284*** (0.0520)	0.271*** (0.0337)	0.328*** (0.0822)	0.0911 (0.0927)
Pib initial	0.0322*** (0.0106)	0.0315** (0.0151)	0.00633 (0.0174)	0.00483 (0.0171)
Capital fixe	0.0771 (0.0605)	-0.0110 (0.0495)	0.0109 (0.0762)	-0.103 (0.123)
Conso. Publique	-0.634*** (0.128)	-0.574*** (0.201)	-0.435*** (0.167)	-0.500 (0.348)
Inflation	-0.0934 (0.0655)	-0.0214*** (0.00555)	-0.00968 (0.0133)	-0.0555 (0.0386)
Ouverture Comm	0.119*** (0.0397)	0.0349 (0.0281)	0.0748*** (0.0267)	0.0135 (0.0313)
Taux de change	0.00881 (0.0315)	0.0262 (0.0220)	-0.0416*** (0.0155)	0.0363 (0.0682)
Capital humain	-0.00844 (0.0205)	0.0191 (0.0325)	-0.00177 (0.0653)	-0.0223 (0.0683)
Réseau routier (Km)	0.0171** (0.00740)	0.00338 (0.00531)	-0.0226** (0.00880)	0.00135 (0.00663)
Crédit étranger	-0.994*** (0.137)	-1.189*** (0.208)	-2.225*** (0.659)	-1.471** (0.587)
Réseau routier*Crédit étranger	0.102*** (0.0136)	0.121*** (0.0210)	0.215*** (0.0607)	0.142** (0.0698)
Observations	260	290	170	110
Nb. d'indi.	26	29	17	11
Test de sargan	14.35803 0.5721	12.92972 0.6779	21.76581 0.1509	9.097628 0.9093
Autocorrélation d'ordre 1	-2.2988 0.0215	-3.1081 0.0019		
Autocorrélation d'ordre 2	-.2557 0.7982	.06771 0.9460		

## Conclusion

L'impact des flux de capitaux sur la croissance économique peut s'avérer négatif comme nous l'avons constaté dans notre chapitre précédent. L'objectif de ce présent chapitre était de tester si l'impact des entrées de capitaux sur la croissance économique dépend du niveau de développement du pays hôte. Si notre étude aboutit à un effet d'interaction significatif, l'effet négatif retrouvé dans certaines estimations du chapitre précédent pourra être expliqué par le développement limité des pays hôtes.

Pour détecter la présence d'un effet d'interaction entre le niveau de développement et les flux de capitaux, nous avons sélectionné différents indicateurs relatif au développement humain, financier, institutionnel et à l'infrastructure. Le principe était d'introduire des termes d'interaction entre les flux de capitaux et le niveau de développement.

Si nous considérons le développement humain, l'interaction du capital humain avec les flux de capitaux n'est fortement significative que pour les crédits bancaires. Nous trouvons un effet d'interaction positif et significatif pour les pays d'Asie de l'Est et Pacifique, les pays d'Europe et Asie Centrale, les pays à revenu faible et les pays à revenu moyen inférieur. Cependant, pour ces quatre groupes de pays, nous avons trouvé dans le chapitre précédent soit un effet négatif soit un effet non significatif. Ce résultat soutient l'idée que l'impact des crédits bancaires sur la croissance économique dépend du niveau de développement humain du pays hôte. Pour les autres flux, l'interaction avec le capital humain n'est significative que pour les pays d'Europe et Asie Centrale malgré que nous nous attendions à une interaction significative entre les IDE et le capital humain pour la totalité des groupes de notre étude. Ce résultat est conforme aux résultats de Carkovic et Levine (2005) et Lensink et Morrissey (2006). Selon les résultats de ces auteurs, l'impact des IDE sur la croissance économique ne dépend pas du niveau de développement humain.

Quant au développement financier, il est déterminant pour l'impact des différents flux de capitaux sur la croissance économique. Un effet d'interaction positif apparaît pour l'ensemble des flux au moins pour un groupe de pays. Ce résultat explique certains résultats non significatifs du chapitre précédent. Pour les pays à revenu moyen inférieur, l'effet de l'investissement de portefeuille sur la croissance économique était négatif et non significatif

mais en introduisant le développement humain dans ce chapitre, l'effet devient significatif avec un effet d'interaction positif et significatif.

Un important effet d'interaction positif relatif au développement institutionnel apparaît pour les investissements de portefeuille. Trois groupes de pays présentent un terme d'interaction positif pour plusieurs indicateurs de développement institutionnel. Pour les deux autres flux de capitaux, l'effet d'interaction est significatif pour un seul indicateur et un seul groupe de pays. Ceci peut être expliqué par le fait que certains types d'investissements étrangers s'inscrivent dans un cadre institutionnel spécifique qui peut être différent du cadre institutionnel domestique du pays hôte.

Pour l'infrastructure, elle affecte essentiellement l'impact des IDE et des crédits bancaires sur la croissance économique. Pour les investissements de portefeuille, l'effet d'interaction n'est significatif que pour quelques estimations. Les résultats les plus importants sont relatifs au réseau routier, l'utilisation d'Internet ainsi que les abonnés à la téléphonie mobile.

Les différents résultats de notre étude confirment que l'impact des flux de capitaux sur la croissance économique doit être traité en interaction avec le développement du pays hôte. En effet, le niveau de développement d'un pays détermine sa capacité d'absorption des capitaux étrangers. Une bonne capacité d'absorption va engendrer un effet positif des flux de capitaux sur la croissance économique ; au contraire une capacité d'absorption limitée freine la croissance économique.

# Conclusion générale

**D**ans la littérature économique, la relation entre le développement financier et la croissance économique a captivé une attention particulière. La majorité des travaux penchent vers une relation positive. Le développement du secteur financier favorise l'accumulation du capital et l'innovation technologique et ainsi la croissance économique.

Jusqu'au milieu des années 1970, le développement financier était assuré par les banques et l'interventionnisme de l'Etat. Ce modèle a bien fonctionné avec trente années de développement économique dans la majorité des pays développés et avec des bons résultats pour un certain nombre de pays en développement. Ce modèle de développement financier se basait sur l'intermédiation bancaire et dans beaucoup de pays sur la dominance des banques publiques. Cependant, la fin des années 1970 a connu le développement d'un nouveau modèle basé sur le marché, c'est le modèle anglo-saxon. Dans ce modèle le développement financier est basé sur les marchés financiers qui ont connu l'apparition de nouveaux produits financiers et de nouvelles pratiques financières. Les concepts anglo-saxons ont également renforcé le phénomène d'internationalisation des marchés des capitaux et de globalisation financière qui ont attiré un certains nombre de pays en développement.

La libéralisation des mouvements des capitaux est considérée comme l'une des caractéristiques les plus marquantes de l'économie de la fin du vingtième siècle. Selon les recommandations de plusieurs auteurs et des institutions internationales, elle devrait être la dernière phase du processus de la libéralisation financière. L'objectif de notre travail était de déterminer l'impact des entrées de capitaux privés sur la croissance économique. Nous avons différencié trois types de flux de capitaux: les investissements directs étrangers, les crédits bancaires et les investissements de portefeuille. C'est le caractère durable qui différencie les IDE des autres types d'investissements. Comparé à l'investissement de portefeuille, l'IDE apparaît comme plus attractif pour les pays en développement.

L'effet positif des entrées de capitaux sur la croissance économique passe à travers la diversification, le coût de capital et l'augmentation de l'investissement. La diversification du risque apparaît essentiellement pour les investissements de portefeuille et les crédits bancaires. Les agents étrangers permettent une meilleure diversification du risque ce qui

permet de réduire le coût du capital. En général, l'entrée des investisseurs étrangers permet l'augmentation du niveau d'investissement. Dans certains cas, l'investissement étranger peut stimuler l'investissement domestique, on parle alors d'effet d'entraînement contrairement à l'effet d'éviction qui représente l'un des méfaits des capitaux étrangers. L'entrée des capitaux étrangers peut provoquer une baisse de l'investissement domestique ce qui peut avoir un effet négatif sur la croissance économique. A cela, il faut rajouter la capacité des flux étrangers à perturber la stabilité des marchés financiers. L'instabilité exerce ses effets nuisibles sur le niveau de croissance à travers l'augmentation de la prime de risque et la destruction de valeur des entreprises (Stiglitz, 2000). La libéralisation des flux de capitaux facilite également la propagation rapide des crises. En effet, une crise dans un pays donné peut réduire l'investissement étranger dans d'autres pays étant donné que les investisseurs peuvent se trouver dans l'obligation de vendre certaines de leurs participations. La libéralisation rend le pays hôte plus vulnérable aux comportements des investisseurs internationaux qui ne sont pas toujours rationnels.

La théorie économique est assez partagée sur l'effet des flux de capitaux sur la croissance économique ; de même pour les études économétriques. Il y a des études qui trouvent un effet positif des flux de capitaux et d'autres un effet négatif. Les résultats de notre première étude étaient assez diversifiés et différents selon le flux considéré et le groupe examiné. Les stocks d'IDE se sont avérés les meilleures mesures de la présence réelle de l'IDE dans une économie. Un coefficient positif était associé à cet indicateur pour la quasi-totalité des groupes de pays de notre étude. Les résultats relatifs aux flux d'IDE sont moins unanimes. Nous trouvons un effet positif des IDE sur la croissance économique que pour certains groupes. Cet effet positif est associé à un effet d'entraînement qu'exerce les IDE sur l'investissement domestique. Au contraire, l'effet négatif est associé à un effet d'éviction.

Les effets relatifs à l'investissement de portefeuille montrent l'importance de procéder à une libéralisation progressive. En effet, nous avons trouvé un effet positif de ces flux sur la croissance pour les groupes contenant des pays qui ont entrepris un processus de libéralisation financière progressif et contrôlé. Au contraire, l'effet était négatif pour le groupe des pays d'Amérique latine et Caraïbes dont la libéralisation était rapide et totale.

Les résultats relatifs aux crédits bancaires semblent dépendre du niveau de développement. En effet, un effet positif est retrouvé pour les pays à revenu moyen supérieur et un effet négatif pour les pays à revenu moyen inférieur.

Les estimations excluant les paradis fiscaux et la Chine ont amélioré les coefficients de la majorité des estimations. Les coefficients positifs ont augmenté et les coefficients négatifs ont baissé. Ces résultats confirment le rôle joué par les paradis fiscaux dans le transit des capitaux.

Dans le cadre de l'étude de l'impact des flux de capitaux sur la croissance économique, nous avons testé si cet impact dépend du niveau de développement du pays hôte. Nous avons trouvé que développement financier, humain, institutionnel et de l'infrastructure conditionne cette relation. Le niveau de développement d'une économie définit sa capacité d'absorption des capitaux étrangers. Un important effet d'interaction positif relatif au développement institutionnel apparaît pour les investissements de portefeuille. Ce résultat confirme encore une fois l'importance de procéder à une libéralisation financière progressive dans un cadre institutionnel approprié.

Les résultats de nos deux études économétriques, les différentes expériences de libéralisation des flux de capitaux et les différentes crises qu'a connues l'économie mondiale ont remis en cause l'apport de l'école de libéralisation. Selon cette école, la libéralisation financière est un moyen efficace et indispensable pour promouvoir la croissance économique étant donné qu'elle contribue à la stimulation de l'investissement et de l'activité économique. Dans plusieurs pays, les effets de la libéralisation étaient totalement à l'opposé des effets attendus. Les résultats étaient l'augmentation de l'instabilité financière et l'activité de spéculation ce qui a fragilisé le secteur financier et réduit l'activité économique en général. Au contraire, des pays qui ont maîtrisé la libéralisation et contrôlé l'entrée des flux de capitaux ont connu un développement économique important. Les autorités publiques dans ces pays ont joué un rôle important dans l'orientation de l'activité du système financier et des flux entrants. Ce résultat nous amène à conclure que les Etats ont un rôle à jouer dans le développement financier et surtout dans le cas de système financier libéralisé pour réguler l'entrée des capitaux et éviter les effets néfastes de ces capitaux sur la stabilité financière et l'activité économique. Il est aussi important d'insister sur l'importance du niveau de développement de pays pour assurer un effet positif des flux de capitaux sur la croissance. Avant d'ouvrir le secteur financier aux étrangers, il est indispensable de développer le système financier local, d'assurer le développement de main d'œuvre, de fournir un cadre institutionnel favorable et l'infrastructure nécessaire.

Notre présent travail peut être complété par l'étude de la dynamique des sorties des capitaux des pays en développement et l'impact de ces sorties sur la croissance économique. Nous pouvons également approfondir l'idée que la libéralisation des flux de capitaux peut stimuler la croissance économique à travers les effets indirects qu'elle engendre. Sur le plan empirique, nous pouvons envisager de construire un indicateur qui renseigne sur le degré de libéralisation des flux de capitaux et qui tient compte de plusieurs dimensions comme la législation, le mouvement réel des capitaux et la confiance des investisseurs étrangers dans le pays. Dans le cadre de l'étude des seuils, nous pourrions étudier les effets de seuil grâce à un modèle à changement de régimes. Ces modèles permettent de déterminer les ruptures dans l'évolution des variables.

# **Annexes**

## **Annexe 1.1: Les sept cas de défaillance du marché présentés par Stiglitz (1994)**

–le caractère de "bien public" associé au monitoring : tout comme les informations, le monitoring peut être assimilé à un bien public. Si un prêteur entreprend une action qui a tendance à réduire le risque de défaut, tous les prêteurs vont en bénéficier. Un faible effort de monitoring va donc être réalisé surtout que le monitoring coûte du temps et de l'argent. L'agent va s'abstenir d'investir dans le monitoring dans l'espérance que les autres agents vont le faire, ce qui va résulter en un investissement inadéquat dans le monitoring. Sachant qu'ils ne sont pas surveillés, les managers vont prendre des risques excessifs et surtout injustifiés.

–les externalités du monitoring, de la sélection et du prêt : des mauvaises pratiques d'une banque peuvent amener les déposants d'une banque à se méfier et à retirer massivement leurs dépôts. Les externalités s'étendent à travers les marchés. Les comportements sur le marché boursier affectent le marché bancaire et vice-versa. L'organisation compliquée et internationale des marchés aggrave ces externalités. Le cas de la crise des *subprime* en est un bon exemple.

–les externalités des perturbations financières : les conséquences macroéconomiques des perturbations du système financier est l'une des raisons les plus importantes de l'intervention de l'Etat. La faillite d'une seule institution peut avoir un effet significatif sur l'ensemble du système financier. La faillite d'une banque se répercute sur le niveau d'activité en réduisant l'activité des emprunteurs de la banque ainsi que l'activité de leurs clients et leurs fournisseurs.

–les marchés sont incomplets<sup>93</sup>: si certains marchés sont défaillants ou manquants, l'équilibre du marché n'est pas optimal. Dans ces cas, l'intervention de l'Etat est indispensable. En effet, l'Etat peut éviter les problèmes de la sélection adverse et pallier aux problèmes d'aléa moral qui proviennent du manque d'information.

–la concurrence n'est pas parfaite : sur le marché du crédit, l'emprunteur peut trouver un nombre limité de prêteurs et il est difficile pour lui de changer facilement de prêteurs. Un emprunteur peut être considéré comme un bon client par sa banque mais comme un client risqué par une autre banque. L'emprunteur ne peut pas donc s'adresser à tous les prêteurs.

---

<sup>93</sup> Marché incomplet : Marché sur lequel un bien ou un service n'est pas disponible alors même que la demande pour ce bien ou service existe.

–le marché est inefficace au sens de Pareto: dans le cadre de la théorie du bien-être, deux hypothèses sont essentielles. La première hypothèse concerne la nécessité d'une information exogène, c'est-à-dire non affecté par les actions des participants sur le marché. La deuxième hypothèse concerne la présence d'un ensemble complet de marché. Dans le cas des marchés financiers, ces deux hypothèses sont difficiles à vérifier. L'allocation des capitaux par les marchés peut donc être inefficace. L'intervention de l'Etat en encourageant certains crédits et en décourageant d'autres peut réduire cette inefficacité.

–les investisseurs sont mal informés : les investisseurs peuvent avoir l'information mais ils peuvent être incapables de la traiter correctement ; les investisseurs peuvent également ne pas connaître le fonctionnement du système financier et les différences entre les concepts. Par exemple, ils peuvent avoir du mal à distinguer le taux d'intérêt simple du taux d'intérêt composé.

## Annexe 4.1: Sources des données

Variable	Source
Capital	Base en ligne de la Banque Mondiale: "World Development Indicators Online"
Stock du capital humain	Base en ligne de la Banque Mondiale: "World Development Indicators Online"
Le taux d'inflation	Base en ligne de la Banque Mondiale: "World Development Indicators Online"
Consommation publique	Base en ligne de la Banque Mondiale: "World Development Indicators Online"
Taux de change effectif réel	Base en ligne de la Banque Mondiale: "World Development Indicators Online" et Datastream
Ouverture commerciale	Base en ligne de la Banque Mondiale: "World Development Indicators Online"
IDE	Base en ligne de la Banque Mondiale: "World Development Indicators Online" et Chelem
Stock d'IDE entrant	La base de données du CNUCED, <i>UNCTADstat</i> .
Crédits bancaires étrangers	Base de données Chelem avec nos propres adaptations pour le passage des montants vers la part du PIB. La banque de données CHELEM* est une base sur les échanges et l'économie mondiale et elle est construite par le CEPII**.
Investissement en Portefeuille	Base de données Chelem avec nos propres adaptations pour le passage des montants vers la part du PIB
Variable dummy relative à la libéralisation des marchés boursiers	La liste détaillée des événements établie par Bekaert et Harvey est disponible en ligne à l'adresse : < <a href="http://www.duke.edu/~charvey/Country_risk/couindex.htm">http://www.duke.edu/~charvey/Country_risk/couindex.htm</a> >
Variable dummy relative aux crédits bancaires étrangers	La liste détaillée des événements établie par Bekaert et Harvey est disponible, en ligne à l'adresse : < <a href="http://www.duke.edu/~charvey/Country_risk/couindex.htm">http://www.duke.edu/~charvey/Country_risk/couindex.htm</a> > et les rapports de la Banque Mondiale et du FMI pour les pays suivant: Bolivie, Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Panama, Paraguay, République dominicaine, Uruguay, Népal et Fiji. Pour ces pays, nous avons effectué une recherche au sein des rapports de la Banque Mondiale et du FMI.

\*CHELEM: Comptes Harmonisés sur les Echanges et L'Economie Mondiale

\*\*CEPII: le Centre d'Etudes Prospectives et d'Informations Internationales

## Annexe 4.2 : description des variables

- *Les pays hors les pays de l'Europe et Asie Centrale*

Variabiles	Nb. Obser.	Moyenne	Ecart type	Minimum	Maximum
Pib	1372	2034.594	1745.038	140.2619	9356.509
Pib initial	1372	1741.571	1556.793	140.2619	7550.758
Conso. Publique	1344	.1487107	.0846918	.029	.6020004
Capital humain	1372	.6088667	.2319199	.041284	1.103438
Capital fixe	1344	.239047	.0962403	.0519057	.9244251
Ouverture Comm	1372	.8186038	.4488073	.0910569	2.80361
Inflation	1344	.391472	4.07531	-.1144946	117.4964
Taux de change	1197	1.080748	.5417504	.1519333	7.212383
LB	1372	.7594752	.427558	0	1
LP	1372	.4868805	.5000101	0	1
IDE net	1372	.0296996	.0506777	-.5435833	.3980924
IDE Brut	1372	.035698	.08487435	-0.54362416	1.62203532
IDE (Part)	1372	.3669007	3.146772	-65.55465	46.46159
IDE (stock)	1372	.30473916	.42054727	0	2.32517344
Crédit net	1372	.06872267	.43955343	-1.17072267	8.41267912
Crédit Brut	1372	.0201221	.1443763	-2.947728	1.653108
Crédit (Part)	1372	.5352222	3.368547	-45.69236	66.55465
PF net	1372	.00949516	.08635628	-0.24915831	1.5999796
PF Brut	1372	.0054231	.0249936	-.1081927	.3812237
PF (Part)	1372	.0555601	1.549997	-38.60389	23.94698

- *Les pays de l'Europe et Asie Centrale*

Variables	Nb. Obser.	Moyenne	Ecart type	Minimum	Maximum
Pib	396	1586.913	1260.754	122.2053	6314.803
Pib initial	395	1685.884	1047.264	371.0941	4354.044
Consot. Publique	396	.1644	.0485103	.0569027	.3012439
Capital humain	378	.8800589	.0820674	.4637886	1.053091
Capital fixe	396	.2141895	.0687453	.0264657	.5319781
Ouverture Comm	396	.8752303	.322212	.2129002	1.996796
Inflation	342	.9777506	3.644224	-.0851582	52.44197
Taux de change	324	1.177817	.9346237	.00009	5.333
LB	396	.6489899	.4778899	0	1
LP	396	.5075758	.500575	0	1
IDE net	396	.0314587	.0509715	-.1519716	.4514988
IDE Brut	396	.03145876	.05097069	-.15196416	.45148433
IDE (Part)	395	.4003005	4.158528	-41.1112	68.89349
IDE (stock)	396	.16834976	.1899168	0	1.40494168
Crédit Brut	396	.0433389	.0887348	-.1543115	1
Crédit net	396	.01866142	.04709645	-.19435974	.2737551
Crédit (Part)	395	.2829011	4.125522	-67.93957	40.54084
PF Brut	396	.0033657	.0152061	-.1198341	.1210162
PF (Part)	395	.0459124	.2857209	-2.130475	2.514085
PF net	396	.00041928	.01746624	-.12184067	.12020163

### Annexe 4.3 : Matrice de Corrélation

- *Les pays hors les pays de l'Europe et Asie Centrale*

	Con	H	Kf	PIB	Te	F	Tx
Con	1.0000						
H	0.2684	1.0000					
Kf	0.5246	0.3216	1.0000				
PIB	-0.0192	0.5046	-0.0261	1.0000			
Te	0.3963	0.2033	0.4261	0.0361	1.0000		
F	-0.0538	0.0325	-0.0606	0.0157	-0.0818	1.0000	
Tx	0.1172	-0.0353	0.0571	-0.2146	0.0071	0.1040	1.0000
LB	0.0048	0.1234	0.0185	0.1792	0.1417	0.0258	-0.0911
LP	-0.1559	0.2478	-0.1023	0.3563	-0.0629	0.0023	-0.2240
B (brut)	0.0398	-0.0206	0.0746	-0.0681	-0.0080	0.0024	0.0813
IDE (net)	0.0494	0.2325	0.2895	0.2612	0.3832	-0.0424	-0.0921
PF (brut)	-0.0317	0.1554	0.0214	0.2309	0.0261	-0.0082	-0.0445
PIDE	0.0321	0.0230	-0.0105	0.0612	0.0274	0.0148	-0.0231
PB	-0.0310	-0.0345	0.0080	-0.0771	-0.0136	-0.0464	0.0344
PPF	-0.0143	0.0411	-0.0160	0.0671	-0.0321	0.0724	-0.0363
IDE (Brut)	-0.0004	0.1022	0.1887	0.0943	0.1488	-0.0311	-0.0583
B (net)	0.3387	0.0616	0.3068	-0.1169	0.0006	-0.0069	0.0540
PF (net)	-0.0551	-0.0144	0.0120	-0.0263	-0.0988	-0.0073	-0.0144
IDE (stock)	0.3558	0.0964	0.2753	0.1876	0.4261	-0.0422	-0.0900
PIB initial	0.0588	0.4761	-0.1559	0.8269	0.0872	0.0507	-0.1759

	LB	LP	B (brut)	IDE (net)	PF (brut)	PIDE	PB
LB	1.0000						
LP	0.3298	1.0000					
B (brut)	-0.0726	-0.0620	1.0000				
IDE (net)	0.1978	0.0738	-0.0070	1.0000			

PF (brut)	0.0706	0.1458	-0.1009	0.1289	1.0000		
PIDE	0.0152	0.0210	0.0145	0.0187	-0.0034	1.0000	
PB	-0.0147	-0.0233	-0.0269	-0.0109	0.0662	-0.8873	1.0000
PPF	0.0165	0.0317	0.0327	0.0014	-0.1311	-0.0987	-0.3675
IDE (Brut)	0.0999	-0.0245	-0.0134	0.6137	0.0617	-0.1036	0.1029
B (net)	-0.0594	-0.1382	0.1096	-0.0649	-0.0577	-0.0301	0.0104
PF (net)	-0.0280	-0.0547	-0.1236	0.0239	0.2365	-0.2295	0.2369
IDE (stock)	0.1734	-0.0016	-0.1065	0.5260	0.0950	0.0333	-0.0349
PIB initial	0.1023	0.2447	-0.0526	0.1134	0.1706	0.0818	-0.0853
	PPF	IDE (Brut)	B (net)	PF (net)	IDE (stock)	PIB initial	
PPF	1.0000						
IDE (Brut)	-0.0017	1.0000					
B (net)	0.0074	0.1024	1.0000				
PF (net)	-0.0444	0.5601	0.1183	1.0000			
IDE (stock)	-0.0045	0.2717	0.0099	-0.0512	1.0000		
PIB initial	0.0479	-0.0520	-0.1550	-0.1010	0.0723	1.0000	

• *Les pays de l'Europe et Asie Centrale*

	Con	H	Kf	PIB	Te	F	Tx
Con	1.0000						
H	0.4135	1.0000					
Kf	-0.0369	0.1513	1.0000				
PIB	0.0396	0.1489	0.0146	1.0000			
Te	0.1046	0.2099	0.2120	-0.2078	1.0000		
F	0.0142	0.0176	0.0277	-0.0841	0.0782	1.0000	
Tx	0.1868	0.1825	0.1851	-0.1759	-0.1825	-0.0457	1.0000
LB	-0.2441	-0.1344	0.1975	0.0051	0.0990	-0.1673	0.0100
LP	-0.0265	0.0046	0.0986	0.3941	-0.0412	-0.1194	-0.2199
B (brut)	0.0622	0.0650	0.0187	0.0788	0.0457	-0.0223	-0.1369
IDE (net)	-0.1295	0.0260	0.3329	0.0034	0.1442	-0.1116	-0.1074

PF (brut)	0.0589	0.0677	0.0217	0.2128	-0.0473	-0.0403	-0.0469
PIDE	0.0309	0.0250	-0.0338	0.0349	-0.0559	-0.0123	0.0312
PB	-0.0411	-0.0252	0.0351	-0.0139	0.0473	0.0047	-0.0386
PPF	-0.0232	-0.1021	-0.0469	0.1478	-0.0425	-0.0330	-0.0473
IDE (Brut)	-0.1295	0.0260	0.3329	0.0034	0.1442	-0.1116	-0.1074
B(net)	0.0120	0.0907	0.1036	0.1813	0.1008	0.0319	-0.0863
PF(net)	0.0925	-0.0441	-0.0301	0.0239	-0.0704	0.0005	-0.0190
IDE (stock)	-0.1922	0.0260	0.3789	0.0747	0.2437	-0.1707	-0.1475
PIBinitial	-0.0308	0.1183	-0.0525	0.7451	-0.2595	0.0017	-0.2262

	LB	LP	B (brut)	IDE (net)	PF (brut)	PIDE	PB
LB	1.0000						
LP	0.3445	1.0000					
B (brut)	0.0493	0.0569	1.0000				
IDE (net)	0.3343	0.2943	0.1698	1.0000			
PF (brut)	0.0709	0.1802	-0.0180	0.0439	1.0000		
PIDE	-0.0033	0.0344	-0.0068	0.1279	0.0020	1.0000	
PB	0.0510	0.0569	0.0488	-0.0509	-0.0346	-0.9760	1.0000
PPF	0.0295	0.1834	-0.0470	-0.0217	0.3105	-0.2291	0.1431
IDE (Brut)	0.3343	0.2943	0.1698	1.0000	0.0439	0.1279	-0.0509
B(net)	0.1337	0.0820	0.4399	0.2151	-0.0760	0.0620	-0.0004
PF(net)	-0.0343	0.0236	-0.1432	-0.0628	0.7751	0.0038	-0.0493
IDE (stock)	0.4959	0.4042	0.1549	0.7442	0.0515	-0.0546	0.1205
PIBinitial	-0.1432	0.3191	0.0421	-0.0158	0.1980	0.0271	-0.0107

	PPF	IDE (Brut)	B(net)	PF(net)	IDE (stock)	PIBinitial
PPF	1.0000					
IDE (Brut)	-0.0217	1.0000				
B(net)	-0.1112	0.2151	1.0000			
PF(net)	0.2564	-0.0628	-0.2266	1.0000		
IDE (stock)	0.0555	0.7442	0.1884	-0.1094	1.0000	
PIBinitial	0.1356	-0.0158	0.0794	0.0589	0.0004	1.0000

#### **Annexe 4.4 : Test de stationnarité**

Pour l'analyse de la stationnarité, différents tests de racine unitaire sont proposés et utilisés. La différence entre ces différents tests réside dans la différence des hypothèses de base et les méthodes de calcul de la statistique du test. Le premier test, celui de Levin, Lin et Chu (2002)<sup>94</sup> repose sur l'hypothèse d'hétérogénéité de la racine autorégressive. Cette hypothèse implique une conclusion unique (pour l'ensemble du panel) quant à la présence de racine unitaire. En d'autres termes, si on accepte l'hypothèse de la racine unitaire donc on l'accepte pour tous les individus composants le panel ; et dans le cas contraire, si on rejette l'hypothèse, on la rejette pour l'ensemble des individus. Contrairement à ces deux auteurs Im, Pesaran et Shin (2003)<sup>95</sup> propose un test qui tient compte de l'hétérogénéité de la racine unitaire. Ces auteurs étaient les premiers à développer un test autorisant une hétérogénéité quant à la présence d'une racine unitaire dans le panel (Hurlin et Mignon, 2005)<sup>96</sup>.

Dans ces deux tests, une probabilité inférieure à 10% nous amène à rejeter l'hypothèse nulle d'existence de racine unitaire et donc à accepter l'hypothèse de stationnarité de la variable.

- *Les pays hors les pays de l'Europe et Asie Centrale*
- **Test de Levin-Lin-Chu**

	coefficient	t-value	t-star	P > t
CP	-0.16218	-10.900	-2.93515	0.0017
es	-0.68134	-27.094	-17.45656	0.0000
fbcf	-0.24407	-13.817	-6.02494	0.0000
te	-0.14260	-10.107	-2.58416	0.0049
inflation	-0.72788	-27.205	-19.91004	0.0000
tc	-0.13692	-11.527	-5.27296	0.0000
B(brut)	-0.61118	-24.413	-17.06813	0.0000
B(net)	-0.66452	-25.272	-16.72625	0.0000

<sup>94</sup> Levin A., Lin C.F. et Chu J. (2002), " Unit Root Tests in Panel Data: Asymptotic and finite-sample properties", Journal of Econometrics, Volume 108, pages 1-24.

<sup>95</sup> Im K.S., Pesaran M.H. et Shin Y. (2003), "Testing for unit roots in heterogeneous panels", Journal of Econometrics, Volume 115, pages 53-74.

<sup>96</sup> Hurlin C. et Mignon V. (2005), "Une Synthèse des Tests de Racine Unitaire sur Données de Panel", Economie & prévision, n° 169-2005/3-4-5, pages 253-294.

PB	-0.89216	-32.640	-27.10269	0.0000
IDE (net)	-0.31323	-14.922	-7.05781	0.0000
IDE (Brut)	-0.32650	-15.965	-8.78414	0.0000
IDE (stock)	-0.00403	-0.604	4.99194	1.0000
PIDE	-0.89883	-32.776	-26.96909	0.0000
PF( net)	-0.66375	-24.958	-16.92798	0.0000
PF(brut)	-0.54278	-21.603	-14.20479	0.0000
PPF	-1.01829	-36.920	-31.51585	0.0000

• **Test de Im-Pesaran-Shin**

	t-bar	cv10	cv5	cv1	W[t-bar]	P-value
CP	-1.891	-1.690	-1.730	-1.820	-2.849	0.002
es	-3.886	-1.690	-1.730	-1.820	-18.596	0.000
fbcf	-2.354	-1.690	-1.730	-1.820	-6.460	0.000
te	-1.746	-1.690	-1.730	-1.820	-1.733	0.042
inflation	-3.804	-1.690	-1.730	-1.820	-17.765	0.000
tc	-1.894	-1.690	-1.730	-1.820	-2.718	0.003
IDE (net)	-2.414	-1.690	-1.730	-1.820	-7.001	0.000
IDE (Brut)	-2.592	-1.690	-1.730	-1.820	-8.404	0.000
IDE (stock)	-0.505	-1.690	-1.730	-1.820	8.048	1.000
PIDE	-4.655	-1.690	-1.730	-1.820	-24.655	0.000
B (net)	-3.712	-1.690	-1.730	-1.820	-17.225	0.000
B (brut)	-3.656	-1.690	-1.730	-1.820	-16.787	0.000
PB	-4.674	-1.690	-1.730	-1.820	-24.805	0.000
PF(brut)	-3.317	-1.690	-1.730	-1.820	-14.116	0.000
PF( net)	-3.623	-1.690	-1.730	-1.820	-16.523	0.000
PPF	-5.136	-1.690	-1.730	-1.820	-28.449	0.000

- *Les pays de l'Europe et Asie Centrale*

**Test de Levin-Lin-Chu**

	coefficient	t-value	t-star	P > t
CP	-0.35244	-9.809	-4.83157	0.0000
es	-0.55369	-14.099	-8.90380	0.0000
fbcf	-0.31091	-8.347	-2.52765	0.0057
te	-0.42829	-9.937	-5.07084	0.0000
inflation	-0.73055	-13.791	-9.89263	0.0000
tc	-0.13134	-5.050	-1.47597	0.0700
B(brut)	-0.48900	-10.058	-3.80863	0.0001
B(net)	-0.61296	-12.042	-6.99964	0.0000
PB	-0.96798	-18.754	-14.61390	0.0000
IDE (net)	-0.34700	-8.143	-3.27286	0.0005
IDE (Brut)	-0.34703	-8.144	-3.27360	0.0005
IDE (stock)	-0.00174	-0.076	4.80060	1.0000
pide	-0.95751	-18.483	-14.22603	0.0000
PF( brut)	-0.78614	-15.292	-11.35166	0.0000
PF(net)	-0.75814	-14.631	-10.43035	0.0000
PPF	-0.87039	-17.017	-12.75502	0.0000

**Test de Im-Pesaran-Shin**

	t-bar	cv10	cv5	cv1	W[t-bar]	P-value
CP	-2.218	-1.750	-1.820	-1.950	-3.536	0.000
es	-2.985	-1.750	-1.820	-1.950	-7.267	0.000
fbcf	-1.870	-1.750	-1.820	-1.950	-1.770	0.038
te	-2.181	-1.750	-1.820	-1.950	-3.350	0.000
inflation	-3.195	-1.780	-1.860	-2.000	-7.907	0.000
tc	-1.501	-1.780	-1.860	-2.000	0.095	0.538
B(brut)	-2.201	-1.750	-1.820	-1.950	-3.455	0.000
B(net)	-3.021	-1.750	-1.820	-1.950	-7.622	0.000
PB	-3.855	-1.750	-1.820	-1.950	-11.862	0.000
IDE (net)	-1.891	-1.750	-1.820	-1.950	-1.875	0.030
IDE (Brut)	-1.891	-1.750	-1.820	-1.950	-1.876	0.030
IDE (stock)	-0.517	-1.750	-1.820	-1.950	5.109	1.000

pide	-3.733	-1.750	-1.820	-1.950	-11.243	0.000
PF(brut)	-3.258	-1.750	-1.820	-1.950	-8.825	0.000
PF(net)	-3.266	-1.750	-1.820	-1.950	-8.866	0.000
PPF	-3.501	-1.750	-1.820	-1.950	-10.060	0.000

#### **Annexe 4.5 : Indicateur de libéralisation bancaire**

Pays	Date	Événement
Albanie	1995	Des banques étrangères sont autorisées à entrer sur le marché bancaire
Argentine	1983	La banque centrale a émis des règlements prévus pour le refinancement obligatoire des prêts étrangers du secteur privés couverts par des swaps et en accord avec la banque centrale.
Arménie	1996	La première banque étrangère a commencé à opérer en mars 1996
Azerbaïdjan	1992	Adoption d'une loi sur les investissements étrangers, en 1992, modernisation du système bancaire et fiscal, libéralisation du commerce extérieur, privatisation accélérée...
Bangladesh	1991	Les services financiers étaient renforcés par une loi relative aux institutions bancaire.
Bélarus	2008	Des banques étrangères commencent à entrer sur le marché bancaire
Belize	1996	Elaboration d'un code d'activité bancaire offshore
Bolivie	1965	Citibank est présente en Bolivie depuis 1965
Bosnie- Herzégovine	1997	Nouvelles législation concernant la privatisation des banques et qui a permis l'entrée des banques étrangères
Brésil	1987	La banque centrale a établi des lignes de crédit à CT en devise étrangère pour les banques commerciales domestiques.
Bulgarie	1998	Les étrangers peuvent acquérir des parts dans les banques mais pas plus de 5% et avec une autorisation préalable.
Cambodge	1991	Des banques étrangères sont autorisées à entrer sur le marché bancaire
Chili	1977	Les banques étrangères peuvent opérer dans l'économie locale

Chine	1949	La Chine a permis l'établissement de la première filiale de banque étrangère depuis 1949
Colombie	1985	Les agents économiques peuvent emprunter à l'étranger.
Costa Rica	1994	la première filiale de banque étrangère a commencé à opérer
Dominique	1997	Elaboration d'un code d'activité bancaire offshore en 1996 et la première banque étrangère établie en 1997
El Salvador	1994	Les restrictions face à l'entrée des banques étrangères sont supprimées et les banques étrangères sont désormais soumises aux mêmes restrictions que les banques locales
Équateur	1994	En 1994, un nouveau décret permet l'émission de nouveaux bons et des accords avec des banques étrangères.
Fédération de Russie	1994	Selon les données de la balance des paiements
Fidji	1992	Des banques étrangères sont autorisées à entrer sur la marché bancaire
Géorgie	1996	L'entrée de la banque grec "Emporiki Bank"
Grenade	1963	La première filiale de banque étrangère a commencé à opérer (Scotiabank)
Guatemala	2004	Promulgation d'une loi relative à l'investissement étranger y compris bancaire: les banques étrangères peuvent opérer sur le marché local.
Guyana	1965	La première banque étrangère a commencé à opérer (the Chase Manhattan Bank)
Haïti	Avant 1935	1935, la citibank était rachetée par l'état haïtien
Honduras	1999	Les banques étrangères autorisées à opérer mais sous certaines conditions
Îles Salomon	1998	Les banques étrangères sont autorisées à opérer sur le marché local soit directement soit à travers les filiales.
Inde	1992	Toutes les restrictions sur les prêts internationaux ont été

		abolies
Indonésie	1988	On permet aux banques étrangères d'établir des joint-ventures et d'établir des filiales
Jamaïque	Avant 1967	Avant 1967, le marché était dominé par Nova Scotia et Barclays bank et quatre autres banques étrangères
Kazakhstan	1994	La première banque étrangère commence à opérer
Kiribati	1994	La seule banque en Kirabati est contrôlée à 75% par une banque australienne.
Lao PDR	1988	La promulgation d'une loi sur les investissements étrangers y compris bancaires.
Lettonie	1994	La première banque étrangère commence à opérer à travers l'établissement d'une filiale.
Lituanie	1998	Le prêts international au près des institutions financières internationales est permis mais avec des réserves obligatoires.
Macédoine, ex- République yougoslave	2000	Une nouvelle loi bancaire qui autorise les banques étrangères à opérer.
Malaisie	1982	Les banques peuvent emprunter des fonds de l'étranger. Le crédit bancaire international est permis.
Maldives	1982	La banque des Maldives était créé en 1982 et elle est partiellement détenue par l'Etat, les autres banques sont étrangères.
Mexique	1929	La première banque étrangère établie au Mexique est Citibank et elle demeure jusqu'à 1994 la seule
Moldavie	1993	Les banques étrangères sont autorisées à opérer à travers des filiales.
Mongolie	1994	Des banques étrangères sont autorisées à entrer sur le marché bancaire et les résidents sont autorisés à y détenir des comptes.
Népal	1985	Trois banques commerciales étrangères ont ouvert des filiales.

Nicaragua	Avant 1978	Avant 1978, il y avait quelques banques commerciales étrangères qui opéraient.
Ouzbékistan	1994	Une nouvelle législation qui autorise les banques étrangères à mener des opérations bancaires et à participer à des joint-ventures avec des banques commerciales.
Pakistan	1986	Les banques étrangères sont autorisées à opérer mais avec des restrictions
Panama	Avant 1972	HSBC était présente avant 1972
Papouasie-Nouvelle-Guinée	1999	Les banques étrangères sont autorisées à opérer sur le marché local soit directement soit à travers les filiales.
Paraguay	1920	La première banque étrangère existe depuis 1920 (Lloyds TSB)
Pérou	1985	Le prêt au près des banques étrangères est permis
Philippines	1985	Le Président et la Banque centrale ont été autorisés à contracter des prêts en devises étrangères et des dépôts également, et des accords garantis dans le cadre du programme de redressement de l'économie nationale.
Pologne	1998	Le marché domestique est ouvert aux banques étrangères à travers les filiales.
République dominicaine	1997	La première banque étrangère commence à opérer
République kirghize	1997	La loi relative aux banques ne fait pas de discrimination contre les banques étrangères.
Roumanie	1999	La libéralisation des crédits octroyés par des non résidents et des non-résidents avec une maturité excédant un an. (1989: l'investissement étranger est permis)
Sainte-Lucie	1920	La première banque étrangère existe depuis 1920 (RBC Royal Bank of Canada)
Saint-Kitts-et-Nevis	1915	La première banque étrangère existe depuis 1915 (RBC Royal Bank of Canada)
Samoa	2005	Une loi relative à l'activité bancaire internationale est

instaurée

Serbie	2001	La première banque étrangère commence à opérer
Sri Lanka	1979	Les banques étrangères étaient permises
St. Vincent et les Grenadines	1977	La première banque étrangère existe depuis 1977 (Scotiabank)
Suriname	1895	Présence de banque allemande
Tadjikistan	2007	Le marché domestique va ouvrir ses portes aux banques étrangères
Thaïlande	1981	L'"Exchange Equalization Fund" a introduit des facilités de couverture de change à terme pour les fonds empruntés à l'étranger en dollar américain par les banques commerciales et leurs clients.
Turkménistan	1997	La première banque étrangère commence à opérer
Turquie	Avant 1980	Avant 1980, il y avait quatre banques étrangères qui opéraient en Turquie.
Ukraine	2006	Une nouvelle loi bancaire qui autorise les banques étrangères à opérer à travers des filiales
Uruguay	1980	Présence de la banque Santander depuis 1980
Vanuatu	1970'	Elle a commencé son développement comme centre financier offshore et le développement de son système bancaire.
Venezuela, RB	1994	Le secteur bancaire s'est ouvert aux investisseurs étrangers.
Vietnam	1987	La Banque du Vietnam a autorisé une dizaine de banques étrangères à exercer. Cette année a également connu la promulgation d'une loi sur les Investissements étrangers

---

**Annexe 4.6: Les résultats des estimations excluant les paradis fiscaux et la Chine**

	Am.L. et C.	Asie de l'E. et P.	R. M. Sup	R. M. Inf
VARIABLES	croissance	croissance	croissance	croissance
IDE Brut	0.219 (0.751)	-0.204 (0.288)	0.493** (0.207)	0.123* (0.0661)
IDE net	0.109 (0.724)	-0.156 (0.287)	0.127 (0.135)	0.128** (0.0572)
IDE (Part)	0.000363** (0.000180)	0.00181 (0.00199)	0.000256 (0.000205)	0.000276 (0.000398)
IDE (stock)	-0.0941** (0.0403)	0.0600* (0.0331)	0.505*** (0.191)	0.0377* (0.0220)
Crédit Brut	-0.00683 (0.0223)	0.189 (0.174)	0.0378 (0.0525)	-0.0247* (0.0146)
Crédit net	-0.0106 (0.0177)	-0.144 (0.202)	0.0867* (0.0488)	-0.00376 (0.00822)
Crédit (Part)	-0.000331 (0.000288)	-0.000615 (0.00143)	-0.000213 (0.000260)	-0.000293 (0.000284)
PF Brut	0.0405 (0.0707)	5.621 (4.983)	0.358*** (0.113)	-0.00868 (0.130)
PF net	-0.00377 (0.0638)	9.080 (8.528)	0.0631* (0.0347)	0.00911** (0.00377)
PF (Part)	0.000103 (0.000425)	-0.00124 (0.00127)	-0.000611 (0.000396)	0.000228 (0.000660)
Lb	-0.00192 (0.00991)	0.0239 (0.0237)	0.0483*** (0.0183)	0.00194 (0.00510)
LP	0.0401*** (0.00978)	0.0391** (0.0166)	0.0241 (0.0220)	0.0183*** (0.00637)

Entre parenthèse sont inscrits les écarts types pour les coefficients et la p-value pour les tests statistiques.

\*\*\*, \*\* et \* Significatif respectivement au seuil de 1%, 5% et 10%

### Annexe 4.7 : Résultats relatifs à la variable dummy de la libéralisation bancaire

	Asie de l'E. et P.	Asie du Sud	Am.L. et C.	EAC	Faible R.	R. M. Inf	R. M. Sup
Croissance (-1)	0.190** (0.0858)	0.00964 (0.0967)	0.252*** (0.0466)	0.217*** (0.0237)	-0.0244 (0.0862)	0.353*** (0.0632)	0.340** (0.149)
Pib initial (1980)	-0.168*** (0.0516)	0.00129 (0.0203)	0.0374** (0.0183)	-0.000102* (5.97e-05)	0.0564 (0.124)	0.0258 (0.0478)	0.0458 (0.124)
Capital fixe	0.305* (0.183)	0.313*** (0.0866)	0.0540 (0.0349)	0.260** (0.117)	0.402* (0.211)	0.169** (0.0733)	0.0794 (0.0740)
Capital humain	0.102 (0.0850)	-0.00591 (0.0214)	0.0381*** (0.0145)	-0.191** (0.0794)	-0.167 (0.109)	0.0287** (0.0129)	0.0890** (0.0347)
Conso. Publique	-0.299 (0.636)	0.122 (0.193)	-0.0913* (0.0472)	-0.431*** (0.0716)	-1.202 (0.737)	-0.165** (0.0663)	-0.408*** (0.110)
Inflation	-0.0595 (0.0972)	-0.0251 (0.0594)	-0.000376*** (0.000113)	-0.00209 (0.00163)	0.0504 (0.0514)	-0.000218*** (8.23e-05)	-0.00119 (0.000767)
Ouverture Comm	0.146* (0.0882)	0.0947 (0.0579)	0.000799 (0.0127)	0.0947*** (0.0333)	0.252*** (0.0714)	0.0404 (0.0383)	0.00664 (0.0322)
Taux de change	-0.00719 (0.0150)	0.0306 (0.0243)	0.00471 (0.00537)	7.86e-05 (8.59e-05)	0.0164 (0.0131)	-0.00347 (0.00424)	0.0364* (0.0193)
lb	<b>0.0154</b> <b>(0.0211)</b>	<b>-0.00354</b> <b>(0.00658)</b>	<b>-0.00133</b> <b>(0.00606)</b>	<b>0.0336</b> <b>(0.0284)</b>	<b>-0.0153</b> <b>(0.0321)</b>	<b>6.08e-05</b> <b>(0.00373)</b>	<b>-0.00138</b> <b>(0.0138)</b>
Observations	286	104	676	272	104	468	494
Nb. d'indi.	11	4	26	17	4	18	19
Test de sargan	.0845344 (1.0000)	46.05599 (0.5528)	20.0891 (0.9999)	10.70945 (0.9987)	20.7798 (0.9998)	12.77583 (1.0000)	14.32658 (1.0000)
Autocorrélation d'ordre 1	-2.1826 (0.0291)		-2.82 (0.0048)	-1.2603 (0.2076)		-2.7804 (0.0054)	-3.1255 (0.0018)
Autocorrélation d'ordre 2	-.7199 (0.4716)		.54806 (0.5836)	-.27704 (0.7817)		-1.7047 (0.0883)	1.0572 (0.2904)

Entre parenthèse sont inscrits les écarts types pour les coefficients et la p-value pour les tests statistiques.

\*\*\*, \*\* et \* Significatif respectivement au seuil de 1%, 5% et 10%

# Bibliographie

- Abi-Saab G.M. (1967)**, "Reference of the Transfer of Technology to Underdeveloped Countries ", Beirut: Conference proceedings, American university of Beirut.
- Acemoglu D., Johnson S. et Robinson J.A. (2001)**, " The Colonial Origins of Comparative Development: An Empirical Investigation", *American Economic Review*, Vol. 91(5), pp. 1369–1401.
- Aghion P. et Howitt P. (1992)**, "A Model of Growth Through Creative Destruction", *Econometrica*, Vol. 60(2), pp. 23–51.
- Aghion P., Howitt P. et Mayer-Foulkes D. (2005)**, "The Effect of Financial Development on Convergence: Theory and Evidence", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 120(1), pp. 173-222.
- Agosin M.R. et Mayer R. (2000)**, "Foreign Investment In Developing Countries, Does It Crowd In Domestic Investment?", UNCTAD Discussion Papers 146, Geneva.
- Ahimud Y. et Mendelson H. (1986)**, "Asset Pricing and the Bid-Ask Spread", *Journal of Finance Economics*, Vol. 17, pp. 223-249.
- Ahluwalia P. (2000)**, "Discriminating Contagion: An Alternative Explanation of Contagious Currency Crises in Emerging Markets", IMF Working Papers 00/14.
- Aitken B. et Harrison A. (1999)**, "Do Domestic Firms Benefit from Direct Foreign Investment Evidence from Venezuela", *American Economic Review*, Vol. 89(3), pp.605-618.
- Alba P., Hernandez L. et Klingebiel D. (1999)**, "Financial liberalization and the capital account: Thailand, 1988-97", Policy Research Working Paper Series 2188, The World Bank.
- Albert M. (1991)**, "Capitalisme contre capitalisme", Éditions du Seuil, Paris, 315 pp.
- Alfaro L., Kalemli-Ozcan S. et Volosovych V. (2007)**, "Capital Flows in a Globalized World: The Role of Policies and Institutions", NBER Chapters, in: *Capital Controls and Capital Flows in Emerging Economies: Policies, Practices and Consequences*, pp. 19-72.
- Allaoui Z. et Chkir A. (2006)**, "Globalization, Convergence and Economic Growth: A Panel Data Analysis", MPRA Paper 7306.
- Allégret J.P. (2000)**, "Quel rôle pour les contrôles des mouvements internationaux de capitaux?", *Économie internationale, la revue du CEPII*, N° 81, 1<sup>er</sup> trimestre 2000.
- Altunbas Y., Evans L. et Molyneux P. (2001)**, "Bank Ownership and Efficiency", *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 33(4), pp.926–954.
- Amable B. (2005)**, "Les cinq capitalismes : Diversité des systèmes économiques et sociaux dans la mondialisation", Éditions du Seuil, Paris, 374 pp.
- Andersen T. B. et Tarp F. (2003)**, "Financial Liberalization, Financial Development and Economic growth in LDCs", *Journal of International Development*, Vol. 15(2), pp. 189–209.

- Arellano M. et Bond S.R. (1991)**, "Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations", *Review of Economic Studies*, Vol. 58(2), pp.277-297.
- Arestis P. et Demetriades P. (1996)**, "Finance and Growth: Institutional Considerations and Causality", Working Papers 9605, University of East London, Department of Economics.
- Arestis P. et Sawyer M. (2005)**, "Financial Liberalization and the Finance-Growth Nexus: What Have We Learned?", in *Financial Liberalization Beyond Orthodox Concerns*, Palgrave Macmillan, Basingstoke, 172 pp.
- Arestis P., Demetriades P.O. et Luintel, K.B. (2001)**, "Financial Development and Economic Growth: The Role of Stock Markets," *Journal of Money, Credit and Banking*, Ohio State University Press, Vol. 33(1), pp. 16-41.
- Artus P., Betbèze J.P., De Boissieu C. et Capelle-Blancard G. (2008)**, "La crise des subprimes", Conseil d'Analyse Économique, La Documentation française, Paris, 2008.
- Asiedu E. (2006)**, "Foreign Direct Investment in Africa: The Role of Natural Resources, Market Size, Government Policy, Institutions and Political Instability", *World Economy*, Vol. 29 (1), pp.63-77.
- Aubin C., Briciu L. et Romocea-Turcu C. (2007)**, "L'impact des investissements directs étrangers sur les structures productives des pays d'Europe centrale et orientale", Conférence internationale : The Impact of FDI on Growth and Employment in the New EU Member States Cluj-Napoca, Roumanie, 5-6 octobre 2007.
- Bailliu J. (2000)**, "Private Capital Flows, Financial Development, and Economic Growth in Developing Countries", Working Paper 2000-15, Bank of Canada.
- Baldwin R. E. et Seghezza E. (1996)**, "Growth and European Integration: Towards an Empirical Assessment", Centre for Economic Policy Research, Discussion Paper 1393, 36 pp.
- Baltagi B. H. (2005)**, "Econometric Analysis of Panel Data", 3<sup>ème</sup> édition, John Wiley, 301 pp.
- Banque de France (2001)**, "Réserves obligatoires : enseignements tirés du comportement des banques françaises", *Bulletin de la Banque de France* 92, août 2001.
- Banque du Canada (2003)**, *Revue du système financier*, décembre 2003.
- Barnett S. et Brooks R. (2010)**, "China: Does Government Health and Education Spending Boost Consumption?", IMF Working Paper, WP/10/16.
- Barro R.J. (1990)**, "Government Spending in a Simple Model of Endogeneous Growth", *Journal of Political Economy*, Vol. 98, pp. 103-125.
- Barro R.J. (1991)**, "Economic Growth in a Cross Section of Countries", *The Quarterly Journal of Economics*, MIT Press, Vol. 106(2), pp. 407-43.
- Barro R.J. (1997)**, "Determinants of Economic Growth: a Cross-Country Empirical Study", MIT Press, 145 pp.
- Barro R.J. et Lee J.W. (1993)**, "International Comparisons of Educational Attainment", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 32(3), pp.363-394.
- Barro R.J. et Lee J.W. (1994)**, "Sources of Economic Growth", *Carnegie Rochester Conference Series on Public Policy* 40, 1-46.
- Barro R.J. et Sala-I-Martin X. (1995)**, "Economic Growth", McGraw-Hill, New York, 539 pp.

- Bastos F. et Nasir J. (2004)**, "Productivity & the Investment Climate: What Matters Most?", World Bank Policy Research 3335.
- Basu S. (2002)**, "Financial Liberalization and Intervention: a New Analysis of Credit Rationing ", Cheltenham, 158 pp.
- Beck T. (2010)**, "Développement de la finance et croissance économique : banques versus marchés financiers?", La revue Secteur privé et développement, N° 5, PROPARCO.
- Becker G. (1964)**, "Human Capital. A Theoretical and Empirical Analysis, with Special Reference to Education", The University of Chicago Press.
- Bekaert G. et Harvey C.R. (2000)**, "Foreign Speculators and Emerging Equity Markets", Journal of Finance, Vol. 55(2), pp. 565–613.
- Bekaert G., Harvey C.R. et Lundblad C. (2003)**, "Equity Market Liberalization in Emerging Markets", The Journal of Financial Research, Vol. 26(3), pp. 275-299.
- Bekaert G., Harvey C.R. et Lundblad C. (2005)**, "Does financial Liberalization Spur Growth?", Journal of Financial Economics, Vol.. 77(1), pp. 3-55.
- Bengoa M. et Sanchez-Robles B. (2003)**, "Foreign Direct Investment, Economic Freedom and Growth: New Evidence From Latin America", European Journal of Political Economy, Vol. 19(3), pp. 529-545.
- Bernard Y. et Colli J.C. (1996)**, "Dictionnaire économique et financier", 6<sup>ème</sup> édition, Editions du Seuil, 1515 pp.
- Berthélemy J.C. et Varoudakis A. (1994)**, "Intermédiation Financière et Croissance Endogène", Revue Economique, Vol. 3, pp.737-750.
- Berthélemy J.C. et Varoudakis A. (1996)**, "Politiques de développement financier et croissance", Centre de développement de l'OCDE, 161 pp.
- Berthélemy J.C. et Varoudakis A. (1998)**, "Développement financier, réformes financières et croissance : une approche en données de panel", Revue économique, Vol. 49(1), pp.195-206
- Blomström M. (1991)**, "Host Country Benefits of Foreign Direct Investment", NBER Working paper 3615.
- Blonigen B.A. et Wang M.G. (2005)**, "Inappropriate Pooling of Wealthy and Poor Countries in Empirical FDI Studies", in Does Foreign Direct Investment Promote Development?, Institute for International Economics, 440 pp.
- Blundell R.W. et Bond S.R. (1998)**, "Initial Conditions and Moment Restrictions in Dynamic Panel Data Models", Journal of Econometrics, vol. 87(1), pp.115-143.
- Bolbol A. et Omran M. (2003)**, "Foreign Direct Investment, Financial Development, and Economic Growth: Evidence from the Arab Countries", Review of Middle East Economics and Finance, Vol. 1 (3), pp.233-251.
- Borensztein, E., De Gregorio J. et Lee J. W. (1998)**, "How Does Foreign Direct Investment Affect Economic Growth?", Journal of International Economics, Vol. 45(1), pp. 115-135.
- Bosworth B. et Collins S. (1999)**, "Capital Flows to Developing Economics: Implications for Saving and Investment", Brookings Papers on Economic Activity, Vol. 30(1999-1), pp. 143-180.
- Bosworth B. et Jaquet C. (2004)**, "Gérer l'afflux de capitaux en Chine", Politique étrangère, N°2, pp. 299-315.

- Bouveret A., Mestiri S. et Sterdyniak H. (2006)**, "La valeur du yuan. Les paradoxes du taux de change d'équilibre", *Revue de l'OFCE, Presses de Sciences-Po*, Vol. 98(3), pp. 77-127.
- Bricout J.L. et Tersen D. (1996)**, "L'Investissement international ", A. Colin, Paris, 249 pp.
- Burkett P. et Dutt A.K. (1991)**, "Interest Rate Policy, Effective Demand, and Growth in LDC.s.", *International Review of Applied Economics*, Vol. 5(2), pp 127-153.
- Bussiere M. et Fratzscher M. (2004)**, "Financial Openness and Growth: Short-Run Gain, Long-Run Pain?", *European Central Bank Working Paper* 348.
- Calderon C. et Serven L. (2004)**, "The Effects of Infrastructure Development on Growth and Income Distribution," *Policy Research Working Paper Series 3400*, The World Bank
- Calvo G. A. (2005)**, "Contagion in Emerging Markets: When Wall Street is a carrier", in *Emerging Capital Markets in Turmoil: Bad luck or bad policy?*, MIT Press, 552 pp.
- Calvo G. A. et Mendoza E.G. (1997)**, "Rational Herd Behaviour and the Globalization of Securities Markets", *Institute for Empirical Macroeconomics*”, Discussion Paper 120-1.
- Canals J. (1997)**, "Universal Banking: International Comparisons and Theoretical Perspectives", *Oxford University Press*, 359 pp.
- Carkovic M. et Levine R. (2005)**, "Does Foreign Direct Investment Accelerate Economic Growth?", in *Does foreign direct investment promote development?*, *Institute for International Economics : Center for Global Development*, 411 pp.
- Catin M. et Van Huffel C. (2004)**, "L'impact de l'ouverture économique sur la concentration spatiale dans les pays en développement", *Région et Développement*, N° 20, pp. 123-158.
- Cavalier D. (2006)**, "Inde: un modèle de croissance en transition", *Conjoncture*, N° 16, *Les Etudes Economiques*, BNP Paribas.
- CEPII (2000)**, "Pourquoi la Chine peut-elle adhérer à l'OMC", *Lettre du CEPII N°189*, avril 2000.
- Chanda A. (2005)**, "The Influence of Capital Controls on Long Run Growth: Where and How Much?", *Journal of Development Economics*, Vol. 77(2), pp. 441-466.
- Chang S.J. et Chang D. (2003)**, "Crise financière et participations croisées des Chaebols coréens, 1996 – 2000", *Gérer et Comprendre*, N°74, décembre.
- Chen G.M., Lee B.S. et Rui O. (2001)**, "Foreign Ownership Restrictions and Market Segmentation in China's Stock Markets", *The Journal of Financial Research*, Vol. 24(1), pp. 133-155.
- Chouchane-Verdier A. (2001)**, "Libéralisation financière et croissance économique: le cas de l'Afrique subsaharienne", *L'Harmattan*, Paris, 382 pp.
- Clarke G., Cull R., Martinez Peria M.S. et Sanchez S.M. (2005)**, "Bank Lending to Small Businesses in Latin America: Does Bank Origin Matter?", *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol. 37(1), pp. 83-118.
- CNUCED (1997)**, "Experiences on Country Funds and Venture Capital Funds in Developing Countries", *Pilot Seminar "Investment Opportunities in Pre-Emerging Markets"*, Geneva, 23-25 June 1997.
- CNUCED (2000)**, *Communiqué de presse*, [www.unctad.org](http://www.unctad.org), ONU, 03/10/00, consulté le 30-03-2009.
- CNUCED (2007)**, "Rapport sur L'investissement dans le Monde 2007: Sociétés transnationales, industries extractives et développement", *Nations Unies*, New York et Genève, 2007.

- Cohen W.M. et Levinthal D.A. (1989)**, "Innovation and Learning: the Two Faces of R&D", *Economic Journal*, Vol. 99(397), pp. 569-596.
- Cohen W.M. et Levinthal D.A. (1990)**, "Absorptive Capacity: a New Perspective on Learning and Innovation ", *Administrative Quarterly Science*, Vol. 35(1), pp.128-152.
- Colmant B., Gillet R. et Szafarz A. (2009)**, "Efficience des marchés Concepts, bulles spéculatives et image comptable", 2<sup>ème</sup> édition, Editions Larcier, 94 pp.
- Croutsche J.J. (2009)**, "Analyse des données en marketing, en management et en sciences sociales : conceptualisation et applications ", Éditions Eska , Paris, 647 pp.
- Crystal J., Dages B. et Goldberg L. (2002)**, "Has Foreign Bank Entry Led to Sounder Banks in Latin America?", *Current Issues in Economics and Finance*, Vol. 8(1), pp.1–6.
- Dages B., Goldberg L. et Kinney D. (2000)**, "Foreign and Domestic Bank Participation in Emerging Markets: Lessons from Mexico and Argentina", *Economic Policy Review*, Vol. 6(3), pp.17–36.
- De Haas R. et Van Lelyveld I. (2004)**, "Foreign Bank Penetration and Private Sector Credit in Central and Eastern Europe ", *Journal of Emerging Market Finance*, Vol. 3(2), pp. 125-151.
- Dees S. (1998)**, "Foreign Direct Investment in China: Determinants and Effects", *Economic Change and Restructuring*, Springer, Vol. 31(2-3), pp. 175-94.
- Dell'Araccia G. et Marquez R. (2004)**, "Information and Bank Credit Allocation," *Journal of Financial Economics*, Vol. 72(1), pp. 185-214.
- Demirguc-Kunt A. et Levine R. (2008)**, "Finance, Financial Sector Policies, and Long-Run Growth", *World Bank Policy Research Working Paper* 4469.
- Detragiache E., Gupta P. et Tressel T. (2006)**, "Foreign Banks in Poor Countries: Theory and evidence", *International Monetary Fund Working paper* 06/18.
- Dodge Y. (2004)**, "Statistique: dictionnaire encyclopédique", Springer, Paris, 634 pp.
- Domar, E.D. (1946)**, "Capital Expansion, Rate of Growth and Employment", *Econometrica*, Vol. 14(2), pp. 137-147.
- Donadiou J. (2003)**, "La libéralisation financière : une déstructuration de la cohérence des modèles de développement thaïlandais et malais", *Revue Tiers-Monde*, Vol. 44(173), pp. 171-194.
- Dornbush R. et Reynoso A. (1989)**, "Financial Factors in Economic Development", *American Economic Review*, Vol. 79(2), pp.204-209.
- Dunning J. H. (1981)**, "International Production and the Multinational Enterprise", George Allen and Unwin, London, 440 pp.
- Dupuch S. (2004)**, "Les investissements directs étrangers dans les nouveaux pays adhérents à l'union européenne ", *Revue Région et Développement*, N°20, pp.45-64.
- Durham J. B. (2004)**, "Absorptive Capacity and the Effects of Foreign Direct Investment and Equity Foreign Portfolio Investment on Economic Growth", *European Economic Review*, Vol. 48(2), pp. 285–306.
- Edison H., Levine R., Ricci L. et Sløk T. (2002)**, "International Financial Integration and Economic Growth", *Journal of International Monetary and Finance*, Vol. 21(6), pp. 749–776.
- Edwards S. (2001)**, "Capital Mobility and Economic Performance: Are Emerging Economies Different?", *NBER Working Paper* 8076.

- Egger, P. et H. Winner (2006)**, "How Corruption Influences Foreign Direct Investment: A Panel Data Study", *Economic Development and Cultural Change*, Vol. 54(2), pp. 459-486.
- Eichengreen B. (2000)**, "Taming Capital Flow"s, *World Development*, Vol. 28(6), pp. 1105–1116.
- Eichengreen B. (2001)**, "Capital Account Liberalization: What Do Cross-Country Studies Tell Us? ", *World Bank Economic Review*, Vol. 15(3), pp.341–65.
- Eichengreen B., Mussa M., Dell'Araccia G., Detragiache G., Milesi-Ferretti G.M. et Tweedie A. (1999)**, "La libéralisation des mouvements de capitaux: Aspects analytiques", *Dossiers économiques N° 17*, Fonds Monétaire International.
- Eifert B., Gelb A. et Ramachandran V. (2005)**, "Business Environment & Comparative Advantage in Africa: Evidence from the Investment Climate Data", *Annual Bank Conference in Development Economics*, Dakar, Center for Global Development, WP N° 56.
- Erenburg S.J. (1993)**, "The Real Effects of Public Investment on Private Investment", *Applied Economics*, Vol. 25(6), pp.831-837.
- Escofier B. et Pagès J. (2008)**, "Analyses factorielles simples et multiples : objectifs, méthodes et interprétation", 4<sup>ème</sup> édition, Dunod, Paris ,318 pp.
- Fernald J.G. (1999)**, "Roads to Prosperity? Assessing the Link between Public Capital and Productivity", *The American Economic Review*, Vol.89(3), pp.619-638.
- Figuet J.M. et Lahet D. (2007)**, "Les Accords de Bâle II : quelles conséquences pour le financement bancaire extérieur des pays émergents ? ", *Revue d'économie du développement*, Vol. 21(1), pp. 45-66.
- Fischer S. (1993)**, "The Role of Macroeconomic Factors in Growth", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 32(3), pp. 485-512.
- Fischer S. (2001)**, "Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?", *Journal of Economic Perspectives*, *American Economic Association*, Vol. 15(2), pp. 3-24.
- FMI (2009)**, "Crisis and Recovery", *World Economic outlook*, April 2009.
- Forbes K. et Rigobon R. (2000)**, "Contagion in Latin America: Definitions, Measurement, and Policy Implications", *NBER Working Papers 7885*.
- Fourie J. (2006)**, "Economic Infrastructure: a Review of Definitions, Theory and Empirics", *South African Journal of Economics*, Vol.74(3), pp.530-556.
- Frankel J. et Romer D. (1999)**, "Does Trade Cause Growth?", *American Economic Review*, Vol. 89(3), pp. 379-99.
- Frankel J. et Rose A.K. (1996)**, "Currency Crashes in Emerging Markets: An Empirical Treatment", *Journal of International Economics*, Vol. 41(3–4), pp. 351–66.
- Frankel J. et Wei S.J. (2005)**, "Managing Macroeconomic Crises: Policy Lessons", in *Managing Economic Volatility and Crises: A Practitioner's Guide*, Cambridge University Press, 614 pp.
- Fry M.J. (1995)**, "Money, Interest, and Banking in Economic Development", 2<sup>ème</sup> édition, The John Hopkins University Press, Baltimore, 568 pp.
- Fry M.J. (1997)**, "In favour of financial liberalisation", *The Economic Journal*, Vol. 107(442), pp. 754-770.
- Fung K.C., Iizaka H. et Tong S.Y. (2004)**, "FDI in China: Policy, recent Trend and Impact", *Global Economic Review*, Vol. 32(2), pp.99-130.

- Gereffi G. et Wyman D. (1987)**, "Determinants of Development Strategies in Latin America and East Asia", *Pacific Focus*, Vol. 2(1), pp. 5–33.
- Gerschenkron A. (1962)**, "Economic Backwardness in Historical Perspective: A Book of Essays", Belknap Press of Harvard University Press, 456 pp.
- Geršl A. (2007)**, "Foreign Banks, Foreign Lending and Cross-Border Contagion: Evidence from the BIS Data", Working Papers IES 2007/08, Charles University Prague, Institute of Economic Studies.
- Gibson H.D. et Tsakalotos E. (1994)**, "The Scope and Limits of Financial Liberalisation in Developing Countries: A critical survey", *Journal of Development Studies*, Vol. 30(3), pp. 578 – 628.
- Glass A.J. et Saggi K. (1999)**, "Multinational Firms and Technology Transfer", World Bank Policy Research Working Paper No. 2067.
- Glass A.J. et Saggi K. (2002)**, "Multinational Firms and Technology Transfer," *Scandinavian Journal of Economics*, Blackwell Publishing, Vol. 104(4), pp. 495-513.
- Global Development Finance (2009)**, "Charting a Global Recovery", Banque Mondiale.
- Global Development Finance (2010)**, "External Debt of Developing Countries", Banque Mondiale.
- Global Development Finance (2011)**, "External Debt of Developing Countries", Banque Mondiale.
- Global Economic Prospects (2010)**, "Fiscal Headwinds and Recovery", Banque Mondiale.
- Goldfajn I. et Valdés R. (1997)**, "Capital Flows and the Twin Crisis: the Role of Liquidity", IMF Working Paper WP/97/87.
- Greenwood J. et Jovanovic B. (1990)**, "Financial Development, Growth, and the Distribution of Income", *Journal of Political Economy*, Vol. 98(5), pp.1076-1107.
- Grilli V. et Milesi-Ferretti G.M. (1995)**, "Economic Effects and Structural Determinants of Capital Controls", IMF Staff Papers, Vol. 42(3), pp. 517–51.
- Grossman G. M. et Helpman E. (1991)**, "Quality Ladders in the Theory of Growth", *Review of Economic Studies*, Vol. 58(1), pp. 43–61.
- Guerrien B. (1996)**, "Dictionnaire d'analyse économique : microéconomie, macroéconomie, théorie des jeux", Éditions la Découverte, Paris, 540 pp.
- Guillaumont P. (1985)**, "Dynamique interne du développement", PUF, Paris, 605 pp.
- Gurtner B. (2010)**, "La crise économique-financière et les pays en développement", *Revue internationale de politique de développement*, N°1, pp.201-227
- Haber S. et Musacchio A. (2005)**, "Foreign Banks and the Mexican Economy, 1997-2004", The Stanford Center For International Development (SCID) Working Paper 267, Stanford Institute for Economic Policy Research.
- Hall P.A. et Soskice D. (2001)**, "Varieties of Capitalism: The Institutional Foundations of Comparative Advantage", Oxford University Press, 560 pp.
- Hall R.E. et Jorgensen D.W. (1967)**, "Tax Policy and Investment Behavior", *American Economic Review*, Vol. 57(3), pp. 391–414.
- Hammoudi H. et Hatit W. (2006)**, "L'investissement des multinationales dans la formation du capital humain des pays en développement est-il toujours souhaitable ?", *Région et Développement*, N° 24-2006.

- Hanson G.H. et Mataloni R.J. et Slaughter M.J. (2005)**, "Vertical Production Networks in Multinational Firms", *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 87(4), pp.664-678.
- Harrod R.F. (1939)**, "An Essay in Dynamic Economic Theory", *The Economic Journal*, Vol. 49(193), pp. 14-33.
- Hautcoeur P.C. (1996)**, "Le marché financier français de 1945 à nos jours", *Risques*, N° 25, janvier-mars.
- Henry P.B. (2000a)**, "Stock Market Liberalization, Economic Reform, and Emerging Market Equity Prices", *Journal of Finance*, Vol. 55(2), pp. 529-564.
- Henry P.B. (2000b)**, "Do Stock Market Liberalizations Cause Investment Booms?", *Journal of Financial Economics*, Vol. 58(1-2), pp. 301-334.
- Hermes N. et Lensink R. (2003)**, "Foreign Direct Investment, Financial Development and Economic Growth", *Journal of Development Studies*, Vol. 40(1), pp. 142–163.
- Huang H. et Xu C. (1999)**, "Institutions, Innovations, and Growth", *American Economic Review*, Vol. 89(2), pp.438-443.
- Hubler J. et Meschi P. X. (2002)**, "Création de valeur et investissement direct français en Chine", *Revue française de gestion*, N°139, pp. 107-129.
- Izraelewicz E. et Kessler D. (1981)**, "Eléments d'interprétation de l'internationalisation du système de crédit" apparu dans *Internationalisation des banques et des groupes financiers*, comptes rendus du Colloque organisé par le Centre d'études et de recherches sur l'entreprise multinationale, Université de Paris X-Nanterre, novembre 1979 ; sous la direction de Charles-Albert Michalet, Éditions du C.N.R.S, 322 pp.
- Jayasuriya S. (2005)**, "Stock Market Liberalization and Volatility in the Presence of Favorable Market Characteristics and Institutions", *Emerging Markets Review*, Vol. 6 (2), pp.170-191
- Jolly D. (2001)**, " France-Chine : Joint ventures et transferts technologiques ", *Revue Française de Gestion*, N°133, pp. 32-48.
- Jung W. S. (1986)**, "Financial Development and Economic Growth: International Evidence", *Economic Development and Cultural Change*, University of Chicago Press, Vol. 34(2), pp. 333-46.
- Kaldor N. (1939)**, "Speculation and Economic Stability", *Review of Economic Studies*, N°1.
- Kaminsky G.L. et Schmukler S.L. (2003)**, "Short-Run Pain, Long-Run Gain: The Effects of Financial Liberalization", *IMF Working Paper WP/03/34*.
- Kapur B. (1992)**, "Former and Informer Financial markets, and the Neo-Structuralists critique of the financial liberalization strategy in Less-Developed Countries", *Journal of Development Economics*, Vol. 38(1), pp. 63-77.
- Karas A., Schoors K. et Weill L. (2010)**, "Are private Banks More Efficient Than Public Banks?", *The Economics of Transition*, The European Bank for Reconstruction and Development, Vol. 18(1), pp. 209-244.
- Kaufmann D., Kraay A. et Mastruzzi M. (2009)**, "Governance Matters VIII: Governance Indicators for 1996-2008", *World Bank Policy Research Working Paper 4978*.
- Ke Ma (2004)**, "Guide des affaires en Chine", *Business & Economics*, 474 pp.
- Kim E. H., et Singal V. (2000)**, "Stock Market Openings: Experience of Emerging Economies", *Journal of Business*, Vol. 73(1), pp. 25–66.

- King M.R. (2001)**, "Who Triggered the Asian financial Crisis?", *Review of International Political Economy*, Vol. 8(3), pp. 438-466.
- King M.R. et Levine R. (1993)**, "Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 108(3), pp.717-37.
- Kinoshita Y. et Campos N.F. (2004)**, "Estimating the Determinants of Foreign Direct Investment Inflows: How Important are Sampling and Omitted Variable Biases? ", *BOFIT Discussion Papers* , N° 10, Bank of Finland, Institute for Economies in Transition.
- Klein M.W. (2005)**, "Capital Account Liberalization, Institutional Quality and Economic Growth: Theory and Evidence," *NBER Working Papers* 11112.
- Klein M.W. et Olivei G.P. (2008)**, "Capital Account Liberalization, Financial Depth, and Economic Growth", *Journal of International Money and Finance*, Vol. 27(6), pp. 861-875.
- Knack S. et Keefer P. (1995)**, "Institutions and Economic Performance: Cross-Country Tests Using Alternative Institutional Measures", *Economics and Politics*, Vol. 7(3), pp.207–227.
- Kose M.A., Prasad E., Rogoff K. et Wei S.J. (2003)**, "Effets de la mondialisation financière sur les pays en développement : quelques constatations empiriques", *IMF Occasional Paper* 220.
- Kose M.A., Prasad E., Rogoff K. et Wei S.J. (2006)**, "Financial Globalization: A Reappraisal", *IMF Working paper* 06/189.
- Kraay A. (1998)**, "In Search of the Macroeconomic Effects of Capital Account Liberalization", Unpublished manuscript, World Bank.
- Kuijs L. (2006)**, "How Will China's Saving-Investment Balance Evolve? ", *World Bank Policy Research Working Paper* 3958.
- Kumar M.S. et Persaud A. (2002)**, "Pure Contagion and Investors' Shifting Risk Appetite: Analytical Issues and Empirical Evidence," *International Finance*, Blackwell Publishing, Vol. 5(3), pp. 401-36.
- La Porta R., Lopez-De-Silanes F., Shleifer A. et Vishny, R. (1998)**, "Law and Finance", *Journal of Political Economy*, Vol. 106(6), 1113–1155.
- Laeven L. (2000)**, "Financial Liberalisation and Financing Constraints: Evidence From Panel Data on Emerging Economics", *The World Bank Working Paper* 2467.
- Lemoine F. (1996)**, "L'intégration de la Chine dans l'économie mondiale", *Tiers-Monde*, Vol. 37(147), pp. 493-523.
- Lensink R. et Morrissey O. (2006)**, "Foreign Direct Investment: Flows, Volatility, and the Impact on Growth", *Review of International Economics*, Vol. 14(3), pp.478–493.
- Leung M.K. (1997)**, "Foreign Banks in the People's Republic of China", *The Journal of Contemporary China*, Vol. 6(15), pp. 365-376.
- Levine R. (1991)**, "Stock Markets, Growth, and Tax Policy", *Journal of Finance*, Vol. 46(4), pp.1445-65.
- Levine R. (1997)**, "Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda", *Journal of Economic Literature*, American Economic Association, Vol. 35(2), pp. 688–726.
- Levine R. (2002)**, "Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which Is Better?," *Journal of Financial Intermediation*, Elsevier, Vol. 11(4), pp. 398-428.
- Levine R. et Zervos S. (1996)**, "Stock Market Development and Long-Run Growth," *World Bank Economic Review*, Oxford University Press, Vol. 10(2), pp. 323-39.

- Levine R. et Zervos S. (1998)**, "Stock Markets, Banks, and Economic Growth", *American Economic Review*, Vol.88(3), pp.537–558.
- Li-Hua R. (2004)**, "Technology and Knowledge Transfer in China", Aldershot, 160 pp.
- Lim L. et Pang E.F. (1991)**, "L'investissement direct étranger et l'industrialisation en Malaisie, à Singapour, à Taïwan et en Thaïlande", Centre de développement de l'OCDE, Paris, 233 pp.
- Lin J. (2009)**, "Paradigm Shift on Both Sides of the Global Imbalance", Présentation à la conférence Brookings-Caijing à Washington, janvier 2009.
- Lucas R. E. (1988)**, "On the Mechanics of Economic Development", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 22(1), pp. 3-42.
- Luintel B.K. et Khan M. (1999)**, "A quantitative Re-assessment of the Finance-Growth Nexus: Evidence From a Multivariate VAR", *Journal of Development Economics*, Vol. 60(2), pp.381–405.
- Lutfalla M. et Patat J.P. (1986)**, "Histoire monétaire de la France au XXe siècle", *Economica*, 292 pp.
- Mainguy C. (2004)**, "L'impact des investissements directs étrangers sur les économies en développement", *Région et développement*, N°20.
- Mallick S. et Moore T. (2008)**, "Foreign Capital in a Growth Model," *Review of Development Economics*, Blackwell Publishing, Vol. 12(1), pp. 143-159, 02.
- Mankiw N.G., Romer D. et Weil D. (1992)**, "A contribution to the empirics of economic growth", *The Quarterly Journal of economics*, Vol. 107(2), pp. 407-437.
- Martinez Peria S. et Mody A. (2004)**, "How Foreign Participation and Market Concentration Impact Bank Spreads: Evidence from Latin America", *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol. 34(3), pp. 511-537.
- Mathieu C. et Sterdyniak H. (2009)**, "La globalisation financière en crise", *Revue de l'OFCE*, N°110.
- McKinnon R.I. (1973)**, "Money and Capital in Economic Development", Brookings Institution, Washington DC, 200 pp.
- McKinnon R.I. (1991)**, "The Order of Economic Liberalization: Financial Control in the Transition to a Market Economy", 2<sup>ème</sup> édition, The Johns Hopkins University Press, 200 pp.
- Merlevede, B. et Schoors, K. (2004)**, "Determinants of Foreign Direct Investment in Transition Economies", Working Paper, University de Ghent.
- Merton R. C. et Bodie Z. (1995)**, "A Conceptual Framework for Analyzing the Financial Environment", in *The global financial system: A functional perspective*, Harvard Business School Press, 288 pp.
- Mester L. J. (1996)**, "A Study of Bank Efficiency Taking into Account Risk-Preferences", *Journal of Banking & Finance*, Vol. 20(6), pp. 1025-1045.
- Miles D. (1995)**, "Constructive Change: Managing International Technology Transfer", *International Construction Management Series (ILO)*, 1020-0142, N° 5
- Miotti L. et Plihon D. (2001)**, "Libéralisation financière, spéculation et crises bancaires", *Economie Internationale*, N°58, pp. 3-36.
- Mishkin F.S. (2006)**, "The Next Great Globalization: How Disadvantaged Nations Can Harness Their Financial Systems to Get Rich", Princeton University Press, 301 pp.

- Modigliani F. et Cao S.L. (2004)**: "The Chinese Saving Puzzle and the Life-Cycle Hypothesis ", *Journal of Economic Literature*, Vol. 42(1), pp. 145-170.
- Montiel P.J. (1996)**, "Financial Policies and Economic Growth: Theory, Evidence and Country-specific Experience from Sub-Saharan Africa", *Journal of African Economics*, Vol. 5(3), pp. 65-98.
- Moshirian F. (2001)**, "International Investment in Financial Services", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 25(2), pp. 317-337.
- NATIXIS (2010)**, "Une revue des contrôles de capitaux par types de flux en Asie émergente", *Recherche Economique*, N° 565.
- Nelson R. et Phelps E. (1966)**, "Investment in Humans, Technological Diffusion, and Economic Growth", *American Economic Review*, Vol. 56(1-2), pp. 69–75.
- Nguyen D.K. (2008)**, "Libéralisation financière et marchés émergents", L'Harmattan, Paris, 273 pp.
- North D.C. (1990)**, "Institutions, Institutional Change & Economic Performance", Cambridge University Press, New York, 159 pp.
- North D. C. (2005)**, "Understanding The Process of Economic Change", Princeton University Press, 208 pp.
- Obstfeld M. (1994)**, "Risk-taking, Global Diversification, and Growth", *American Economic Review*, Vol. 84(5), pp. 1310-1329.
- OCDE (2002)**, "La Chine dans l'économie mondiale : Les enjeux de politique économique intérieure", Les Editions de l'OCDE, France.
- OCDE (2003)**, "Tendances de l'investissement direct étranger", Chapitre 6 des Perspectives économiques de l'OCDE, N° 73.
- Orléan A. (2001)**, "Psychologie des marchés. Comprendre les foules spéculatives" apparu dans "Crises financières", *Economica*, pp. 105-128.
- Pagano M. (1993)**, "Financial Markets and Growth ", *European Economic Review*, Vol. 37(2-3), pp. 613-622.
- Pairault T. (2006)**, "Économie chinoise: un compte de faits", *Outre-Terre*, N° 15, pp. 209-220.
- Park Y.C. (2006)**, "Economic Liberalization and Integration in East Asia: a Post-Crisis Paradigm", Oxford University Press, 276 pp.
- Patat J.P. (2002)**, "Monnaie, système financier et politique monétaire", 6<sup>ème</sup> Edition, *Economica*, 540 pp.
- Patrick H.T. (1966)**, "Financial Development and Economic Growth in Underdeveloped Countries", *Economic Development and Cultural Change*, Vol. 14(2), pp. 174-189.
- Patro D.K. (2005)**, "Stock Market Liberalization and Emerging Market, Country Found Premiums", *Journal of Business*, vol. 78(1), pp. 135-168.
- Petersen M.A. (2004)**, "Information: Soft and Hard", Mimeo, Kellogg School of Management, Northwestern University.
- Pham H.M. (2004)**, "FDI and Development in Vietnam", Institute of Southeast Asian Studies, Singapour, 171 pp.
- Plihon D. (1996)**, "La montée en puissance de la finance spéculative", dans *Turbulences et spéculations dans l'économie mondiale*, *Economica*, 232 pp.

- Pluchart J.J. (1999)**, "La crise coréenne : grandeur et décadence d'un modèle de performance", Harmattan, Paris-Montréal, 259 pp.
- Ponsot J.F. (2005)**, "Dollarisation et Banque centrale en Equateur", Séminaire Institutions et Développement – MATISSE, Paris – 22 avril 2005.
- Prasad E. (2009)**, "Rééquilibrer la croissance en Asie ", Finances & Développement décembre 2009.
- Pritchett L. (1996)**, "Where Has All The Education Gone?", Policy Research Working Paper Series 1581, The World Bank.
- Pritchett L. (2001)**, "Where Has All The Education Gone?", World Bank Economic Review, Vol. 15(3), pp. 367-391.
- Pritsker M. (2001)**, "The Channels for Financial Contagion," in, Kluwer Academic Publishers, Boston/Dordrecht/London, 480 pp.
- Quinn D. (1997)**, "The Correlates of Change in International Financial Regulation", American Political Science Review, Vol. 91(3), pp. 531-51.
- Rabinovitch R., Silva A.C. et Susmel R. (2003)**, "Returns on ADRs and Arbitrage in Emerging Markets", Emerging Markets Review, Vol. 4(3), pp. 225-247.
- Rapoport H. (1995)**, "Recherche de rente, politique commerciale et développement", Revue française d'économie, Vol. 10(2), pp. 147-185.
- Reisen H. et Soto M. (2001)**, "Which Types of Capital Inflows Foster Developing-Country Growth?", International Finance, Vol. 4(1), pp. 1-14.
- Richaud C., K. Sekkat et A. Varoudakis (1999)**, "Infrastructure and Growth Spillovers: A Case for a Regional Infrastructure Policy in Africa", Mimeo, University of Brussels.
- Rodrik D. (1998)**, "Who Needs Capital-Account Convertibility? ", in Should the IMF Pursue Capital Account Convertibility?, Essays in International Finance N° 207, International Finance Section, Department of Economics, Princeton University.
- Rodrik, D., Subramanian A. et Trebbi F. (2002)**, "Institutions Rule: The Primacy of Institutions Over Geography, Geography and Integration in Economic Development", NBER Working Paper 9305.
- Romer P.M. (1986)**, "Increasing Returns and Long-Run Growth", Journal of Political Economy, Vol. 94(5), pp. 1002-1037.
- Romer P.M. (1990)**, "Endogenous Technological Change", Journal of Political Economy, Vol. 98(5), pp. S71-102.
- Romer P.M. (1993)**, "Idea Gaps and Object Gaps in Economic Development ", Journal of Monetary Economics, Vol. 32(3), pp.543-573.
- Romer P.M. (2000)**, "Should the Government Subsidize Supply or Demand in the Market for Scientists and Engineers ?", NBER Working Paper 7723.
- Roy M. (1983)**, "Shenzhen: une zone économique spéciale en Chine populaire", Revue d'études comparatives Est-Ouest, Vol. 14(3), pp. 153-167.
- Ruffini P.R. (1981)**, "La banque multinationale : présentation d'un concept": apparu dans Internationalisation des banques et des groupes financiers, comptes rendus du Colloque organisé par le Centre d'études et de recherches sur l'entreprise multinationale, Université de Paris X-Nanterre, novembre 1979 ; sous la direction de Charles-Albert Michalet, Éditions du C.N.R.S, 322 pp.

- Saggi K. (2002)**, "Trade, Foreign Direct Investment, and International Technology Transfer: A Survey", *The World Bank Research Observer*, Vol. 17(2), pp. 191-235.
- Saïdane D. (2002)**, "Systèmes financiers et transition: où en est-on ? Une revue critique de la libéralisation financière", *Revue d'Etudes Comparatives Est-Ouest*, Vol 33(4), pp. 5-46.
- Saint-Paul G. (1992)**, "Technological Choice, Financial Markets and Economic Development", *European Economic Review*, Vol. 36(4), pp.763-81.
- Samli A. (1985)**, "Technology Transfer: Geographic, Economic, Cultural, and Technical Dimensions", Greenwood Press, 304 pp.
- Sargan J.D. (1958)**, "The Estimation of Economic Relationships Using Instrumental Variables", *Econometrica*, Vol. 26(3), pp. 393-415.
- Sargan J.D. (1988)**, "Testing for Misspecification after Estimating Using Instrumental Variables", in *Contributions to Econometrics*, Vol. 1, Cambridge University Press, 311 pp.
- Satyanath S. et Berger D. (2007)**, "Capital Controls, Political Institutions, and Economic Growth: A Panel and Cross Country Analysis", *Quarterly Journal of Political Science*, Vol. 2(4), pp. 307-324.
- Schmidt V.A. (2002)**, "The Futures of European Capitalism", Oxford University Press, 376 pp.
- Schmidt V.A. (2000)**, "Les beaux restes du capitalisme d'Etat à la française", *Critique internationale*, N° 8, pp. 163-176.
- Schumpeter J. (1911)**, "Theory of Economic Development", Traduction française (1999), "Théorie de l'évolution économique", Dalloz, Paris, 371 pp.
- Seo I.J. (1999)**, "La Corée du Sud : une analyse historique du processus de développement", l'Harmattan, Paris-Montréal, 567 pp.
- Sevestre P. (2002)**, "Econométrie des données de panel", Dunod, Paris, 211 pp.
- Shaukat A. et Wei G. (2005)**, "Determinants of FDI in China", *Journal of Global Business and Technology*, Vol. 1(2), 21-23 pp.
- Shaw E.S (1973)**, "Financial Deepening in Economic Development", Oxford University Press, New-York, 260 pp.
- Smith R. C. et Walter I. (2003)**, "Global Banking", 2<sup>ème</sup> édition, Oxford University Press, New-York, 496 pp.
- Solow R. M. (1956)**, "A Contribution to the Theory of Economic Growth", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 70(1), pp. 65-94.
- Sornette D. et Zhou W. X. (2003)**, "Evidence of Fueling of the 2000 New Economy Bubble by Foreign Capital Inflow: Implications for the Future of the US Economy and its Stock Market", SSRN Working paper 418320.
- Stiglitz J.E et Weiss A. (1981)**, "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information", *American Economic Review*, Vol. 71(3), pp.393-410.
- Stiglitz J.E. (1994)**, "The Role of the State in Financial Markets", *Proceedings of the World Bank Annual Conference on Development Economics*, pp. 19-52.
- Stiglitz J.E. (2000)**, "Capital Market Liberalization, Economic Growth, and Instability," *World Development*, Vol. 28(6), pp.1075-1086.
- Stulz R.M. (1999)**, "Globalization and the Cost of Equity Capital", Working paper, The New York Stock Exchange.

- Tanzi V. et Zee H. (1997)**, "fiscal policy and long-run growth", IMF staff papers, Vol. 44 (2), pp. 179-209.
- Taylor L. (1983)**, "Structuralist Macroeconomics: Applicable Models for the Third World", Basic Books, New-York, 227 pp.
- Terrien B. (2009)**, "Une nouvelle norme de construction et de diffusion des statistiques d'investissements directs", Bulletin de la banque de France, N°177, pp. 61-73.
- Van Wijnbergen S. (1983)**, "Credit policy, Inflation and Growth in a Financial Repressed Economy", Journal of Development Economics, Vol 13(1), pp. 45-65.
- Venet B. (1994)**, "Libéralisation financière et développement économique : une revue critique de la littérature", Revue d'Economie Financière, Vol. 29, pp. 87-111.
- Vergnaud E. (2005)**, "Investissements directs étrangers : analyse des tendances récente", Conjoncture, décembre 2005, les Etudes Economiques - BNP Paribas, pp.21-40.
- Wei S.J (2000a)**, "How Taxing is Corruption on International Investors?", Review of Economics and Statistics, Vol. 82(1), pp. 1–11.
- Wei S.J (2000b)**, "Local Corruption and Global Capital Flows", Brookings Papers on Economic Activity, Vol. 31(2000-2), pp.303-354.
- Wei S.J (2001)**, "Domestic Crony Capitalism and International Fickle Capital: Is There Connection?", International Finance, Vol. 4 (1), pp. 15–46.
- Wei S.J et Wu Y. (2002)**, "Negative Alchemy? Corruption, Composition of Capital Flows, and Currency Crises", in Preventing Currency Crises in Emerging Markets, University of Chicago Press, pp. 461–501.
- Weill L. (2003)**, "Banking Efficiency in Transition Economies: The Role of Foreign Ownership", Economics of Transition, Vol. 11(3), pp.569–592.
- Williamson J. et Mahar M. (1998)**, "A Survey of Financial Liberalization", in Essays in International Finance N° 211, International Finance Section, Princeton University, 74 pp.
- Wood A. et Berge K. (1997)**, "Exporting Manufactures: Human Resources, Natural Resources & Trade Policy", The Journal of Development Studies, Vol. 34(1), pp. 35-59.
- World Investment Report (2010)**, "Investing in a Low-Carbon Economy", CNUCED, New York et Genève.
- Xiao G. (2004)**, " People's Republic of China's Round-tripping FDI: Scale, Causes, and Implications ", Asia Development Bank Institute, Discussion Paper N°7.
- Xiaoying L. et Xiaming L. (2005)**, " Foreign Direct Investment and Economic Growth: An Increasingly Endogenous Relationship", World Development, Vol. 33 (3), pp. 393-407.
- Xu B. (2000)**, "Multinational Enterprises, Technology Diffusion, and Host Country Productivity Growth", Journal of Development Economics, Vol. 62(2), pp. 477–93.
- Yueh L. (2010)**, "Une Chine plus forte", Finances et Développement, juin 2010.
- Zhang Y. et Zhao R. (2004)**, "The Valuation Differential between Class A and B Shares: Country Risk in the Chinese Stock Market", Journal of International Financial Management & Accounting, Vol. 15(1), pp. 44-59.
- Zhu A., Ash, M. et Pollin, R. (2004)**, "Stock Market Liquidity and Economic Growth: A Critical Appraisal of the Levine/Zervos Model", International Review of Applied Economics, Vol. 18(1), pp. 63–72.

Vu : le Président Vu les suffragants

Vu et permis d'imprimer : le Vice- Président du Conseil Scientifique Charge de la Recherche de l'Université Paris-Dauphine.

## **L'impact des entrées de capitaux privés sur la croissance économiques dans les pays en développement**

### **Résumé**

Ce travail étudie l'impact des entrées de capitaux privés sur la croissance économiques dans les pays en développement. Nous différencions entre trois types de flux privés: les IDE, les prêts bancaires et les investissements de portefeuille. Théoriquement, les flux de capitaux affectent positivement la croissance à travers la diversification du risque et la stimulation de l'investissement. L'effet négatif découle de l'effet d'éviction, de l'instabilité financière et de la contribution à la propagation des crises. Économétriquement, nous menons deux études économétriques portant sur un panel de 71 pays en développement réparti sur plusieurs groupes. La première étude traite l'effet des flux de capitaux privés sur la croissance économiques entre 1980 et 2007. Nous utilisons la méthode des moments généralisés en système de Blundell et Bond (1998). Les résultats de cette étude sont assez diversifiés. Les stocks d'IDE présentent un effet positif pour la quasi-totalité des groupes. Les résultats relatifs aux flux d'IDE sont moins unanimes. Les effets relatifs à l'investissement de portefeuille montrent l'importance de procéder à une libéralisation progressive et les résultats relatifs aux crédits bancaires semblent dépendre du niveau de développement. La deuxième étude aborde l'interaction des flux de capitaux avec le développement financier, humain, institutionnel et l'infrastructure. Les résultats montrent que l'effet des flux de capitaux sur la croissance économique dépend du niveau de développement du pays. Un important effet d'interaction positif relatif au développement institutionnel apparaît pour les investissements de portefeuille.

**Mots clés : Libéralisation financière, Flux de capitaux, croissance économique, panel dynamique, système GMM.**

## **Private capital flows and economic growth in developing countries**

### **Abstract:**

Our thesis focuses on private capital inflows affect on economic growth in developing countries. For our analysis, we distinguish three types of private flows: foreign direct investment, bank loans and portfolio investment. From a theoretical view, the capital inflows affect positively economic growth through risk diversification and investment improving. The negative effects result from crowding out effect, financial instability and crises propagation. Econometrically, we proceed by doing two different econometric studies on a panel of 71 developing countries. The first study examines the effect of private capital inflows on economic growth between 1980 and 2007 using GMM system introduced by Blundell and Bond (1998). The results are quite diverse. The effects of The FDI stocks are positive for almost all groups. For the portfolio investment, the effect shows the importance of progressive and controlled liberalization. The result concerning bank loan seem to depend on development level. The second study addresses the interaction of capital flows with the financial development, human development, institutional development and infrastructure. The results indicate that the effect of capital flows on economic growth depends on the level of development. An important interaction effect is associated to the intuitional development for the portfolio investment.

**Keywords: Financial liberalization, capital inflows, economic growth, dynamic panel, GMM system.**