
la libéralisation financière et croissance économique.

La littérature économique s'est de plus en plus concentrée sur l'étude de la relation qui existe entre la libéralisation financière et la croissance économique. Ces travaux ont cherché à identifier les canaux par lesquels la libéralisation financière exerce son effet sur la croissance économique.

La majorité des études empiriques relatives à ce sujet de l'impact de la libéralisation financière sur la croissance économique ont essayé d'ajouter à un modèle de croissance de base comportant plusieurs variables (degré de scolarisation, investissement, croissance démographique, etc.) et des indicateurs du degré de libéralisation financière c'est ce qu'on va voir dans cette section.

1-Les canaux de transmission de la libéralisation financière vers la croissance économique :

Les travaux de McKinnon et Shaw ont cherché à identifier les canaux par lesquels la libéralisation financière exerce son effet sur la croissance économique. Si l'on se réfère à la théorie néoclassique, il existe plusieurs canaux par lesquels la libéralisation financière affecte positivement la croissance économique.

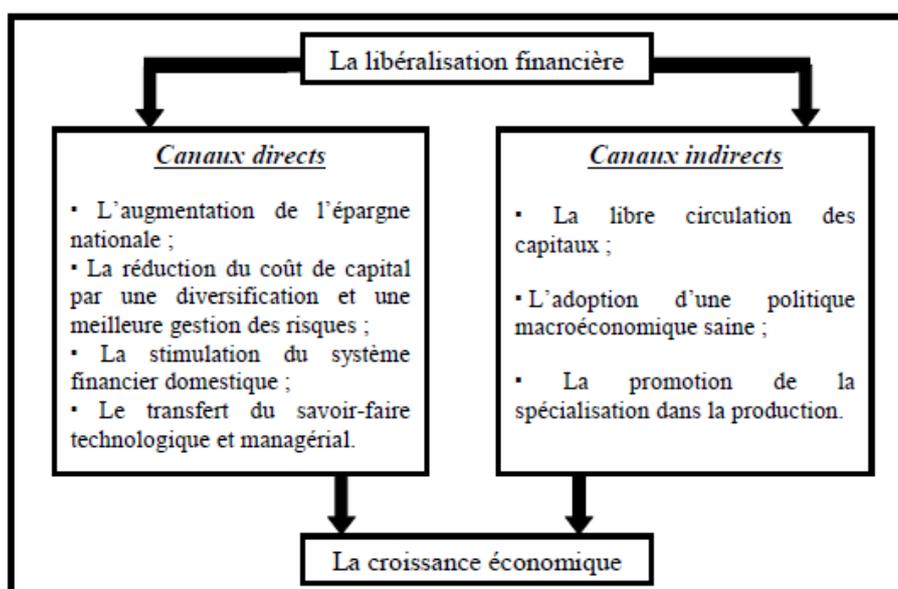
Nous allons nous intéresser aux canaux de transmission à travers lesquels les améliorations sont censées se réaliser.

Les motifs usuels sont l'accroissement de l'épargne et par conséquent le niveau de l'investissement par la baisse du coût du capital grâce à la libéralisation du compte de capital (Quinn [1997]) ou le marché des titres (Bekaert et alii [2001a]). Le développement du marché des titres doit faciliter le recours au marché par les entrepreneurs, en réduisant les coûts d'intermédiation bancaire tout en permettant une amélioration de la rémunération de l'épargne (Fuchs-Schundeln et Funke [2001]). L'amélioration de l'efficience, pour une augmentation de la diversification des risques permettant une meilleure mobilisation (Edison et alii [2002b], McLean et Shrestha [2002], et allocation de l'épargne (Areta et alii [2001]). L'accroissement du rôle du système bancaire dans la fourniture de crédit à l'économie joue également un rôle déterminant dans l'accès à l'épargne (Tornell et alii [2003]). Enfin, l'ouverture du compte de

capital en autorisant plus aisément les IDE doit favoriser les transferts technologiques (McLean et Shrestha [2002])¹.

Il existe des canaux directs et des canaux indirects par lesquels la libéralisation financière affecte positivement sur la croissance économique ce qui est expliqué dans la figure3-2:

Figure 3-2 : les canaux de transmission de la libéralisation financière vers la croissance économique.



Source : Bensalha O. : « libéralisation financière, crise bancaire et croissance économique » ; Octobre 2003, Université de Tunis.

1-1) Les canaux directs:

Ce sont les canaux qui ont un impact direct sur la stimulation de la croissance économique.

- 1- L'augmentation de l'épargne: la libéralisation financière augmente l'épargne et encourage l'investissement par l'accroissement du capital et la baisse de ces coûts grâce à la libéralisation du compte de capital ou le marché des titres.
- 2- La réduction du coût du capital: l'amélioration de l'efficacité pour une augmentation de la diversification et une meilleure gestion des risques permettant une meilleure mobilisation et allocation des ressources.

¹ S. Bengamra et M. Clovenot, op cite; p 5.

- 3- La stimulation du système financier domestique: la libéralisation financière stimule le développement financier des pays par l'accroissement du rôle du système bancaire dans la fourniture de crédit à l'économie joue également un rôle déterminant dans l'accès à l'épargne.
- 4- Le transfert du savoir-faire technologique et managérial (l'innovation technologique) : L'ouverture du compte de capital en autorisant plus aisément les IDE doit favoriser les transferts technologiques ce qui va augmenter le volume de la production, aussi la qualité des produits intérieurs et par conséquent la croissance économique.

1-2) Les canaux indirects :

C'est les canaux qui ont un impact indirect sur la stimulation de la croissance économique.

- 1- L'autorisation de la libre circulation des capitaux : l'absence d'obstacles à la circulation des capitaux assure un financement plus rapide et efficace des activités de production et d'investissement de l'économie.
- 2- L'adoption d'une politique économique saine avant d'entamer l'application d'une politique de libéralisation financière.
- 3- La promotion de la spécialisation dans la production : la privatisation dans le secteur de la production va stimuler la croissance économique.

2- Revue de la littérature empirique :

- **L'étude de Grilli and Milesi-Ferretti (1995)¹**: Cette étude a analysé la croissance du revenu par habitant pour la période comprise entre 1950 et 1989, et sur un échantillon de 61 pays. Ils estiment une régression des taux de croissance sur cinq ans tout en utilisant l'indice Share comme indicateur de libéralisation financière externe. Cet indice est tiré du rapport annuel sur les régimes et les restrictions de change (AREAER). Leur régression contenait des variables telles que le revenu initial, le degré de scolarisation, etc.

Leurs résultats ne confirment pas l'hypothèse d'un effet positif de la libéralisation du compte de capital sur la croissance.

¹ V.Grilli and Milesi-Ferretti, « Economic Effects and Structural Determinants of Capital Controls»; International Monetary Fund, IMF Working Paper, March 1995, P 51.

- **L'étude de Quinn (1997)¹** : Cette étude a été l'une des premières à dégager un lien favorable entre la libre circulation des flux de capitaux et la croissance. Quinn a créé son propre proxy afin de mesurer le degré de restriction imposé sur le compte capital. Cet indicateur se base essentiellement sur celui publié par le FMI dans son rapport annuel sur les régimes et les restrictions de change. L'avantage de cet indicateur est qu'il tient compte de l'intensité des restrictions et non de son existence ou pas. L'étude empirique de Quinn établit un effet positif, fort et significatif, de la libéralisation de compte capital sur la croissance du PIB réel par tête, et ceci pour la totalité de l'échantillon composé de 58 pays sur la période s'étalant de 1975 à 1989.
- **L'étude de Rodrick (1998)²** : Rodrick a conclu également que la libre circulation des mouvements de capitaux n'exerce aucun effet sur la croissance économique. Ses régressions de croissance comprenaient outre le revenu initial par habitant, le taux de scolarisation secondaire, etc. un indice du niveau de la qualité institutionnelle des établissements publics. Sur un échantillon de 95 pays, développés et en voie de développement, il n'observe pas d'effet significatif de cette déréglementation sur la variation du revenu réel par habitant pour la période comprise entre 1975 et 1989. De même, il ne dégage aucun rapport entre la déréglementation des flux de capitaux et l'investissement.
- **L'étude de Kraay (1998)³** : Afin de tester l'effet de la déréglementation des mouvements de capitaux sur la croissance, Kraay a utilisé trois indices de l'ouverture du compte de capital, notamment l'indicateur Share, l'indicateur d'ouverture de Quinn, et un indicateur fondé sur les flux nets réels de capitaux. Chacun de ces indices est associé à un échantillon de taille différente (117 pays en totalité). Il a réalisé des régressions transversales où la variable dépendante est l'augmentation de la production entre 1985 et 1997. Kraay n'a pas détecté d'effet significatif de l'indice Share ni de l'indicateur de Quinn sur la croissance, et il affirme que les avantages de la libéralisation du compte capital ne se réalisent que dans les pays contenant des institutions saines, et que les avantages de la déréglementation, lorsqu'ils existent, seront compensés par la plus grande volatilité qu'elle suscite. Par la suite, l'effet positif anticipé de l'ouverture n'est pas toujours évident.

¹ Dennis Quinn, « The Correlates Of Change In International Financial Regulation », *American Political Science Review*, Vol 91, no. 3, September 1997, P 531.

² Dani.R, « Who Needs Capital-Account Convertibility? »; Harvard University, February 1998.

³ A. Kraay, « In Search Of The Macroeconomic Effects Of Capital Account Liberalization », The World Bank Group, October 1998.

- **L'étude de Klein and Olivei (1999)¹**: Ces auteurs ont cherché à démontrer le rôle de la libre circulation des mouvements de capitaux sur le développement financier et l'effet de ce dernier sur la croissance. De ce fait, ils estiment un modèle de croissance qui tient compte de la variable approfondissement du marché des capitaux comme indicateur du degré du développement financier. Leur échantillon comprenait 92 pays développés et en développement, quant à l'indicateur de l'ouverture financière, ils ont utilisé la variable share sur la période 1986-1995. Leur résultat était un peu imprévu puisqu'ils dégagent un effet positif de la libéralisation financière sur la croissance que dans les pays industrialisés. Selon Klein et Olivei, leurs résultats proviennent essentiellement du fait que le niveau du développement financier n'est pas le même entre les pays de l'échantillon étudié. D'après ces auteurs, le développement financier est jugé comme étant un déterminant significatif de la croissance et que les effets bénéfiques de la déréglementation des mouvements de capitaux ne peuvent se produire que lorsqu'il existe un ensemble d'institutions susceptibles d'accompagner les changements amenés par la libre circulation des capitaux.
- **L'étude d'Edwards (2001)²**: Cet auteur a estimé ses régressions par la méthode des moindres carrés généralisés sur un échantillon hétérogène comprenant des pays développés et autres en développement (62 pays), en prenant l'indicateur de Quinn comme proxy de mesure du degré de l'ouverture du compte capital sur la période 1980-1989. Il a abouti que l'ouverture du compte de capital freine la croissance dans les pays à faible revenu, mais la stimule dans les pays industrialisés.
- **L'étude d'Arteta, Eichengreen and Wyplosz (2001)³** : Ces auteurs ont estimé leurs régressions par plusieurs méthodes sur un échantillon hétérogène comprenant des pays développés et autres en développement (61 pays), en prenant l'indicateur de Quinn comme proxy de mesure du degré de l'ouverture du compte capital sur la période 1973-1992.

Ils ont abouti que l'ouverture du compte de capital freine la croissance dans les pays à faible revenu notamment les pays en développement, mais la stimule dans les pays industrialisés (pays développés). D'après ces auteurs, le degré de stabilité macroéconomique peut être derrière cette différence entre les deux groupes de pays.

¹ M.Klein et G. Olivei, Op cite; P 67.

² S. Edwards, op cite; P180.

³ C.Arteta, B. Eichengreen and C. Wyplosz, Op-cite; P 78.

En d'autres termes, les pays qui ouvrent leurs comptes de capital ne peuvent bénéficier de la déréglementation que lorsqu'ils arrivent à éliminer les distorsions macroéconomiques avant de commencer leurs processus d'ouverture, sinon cette ouverture peuvent devenir même contre-productives.

- **L'étude de Loayaza et Rancière (2002):** Le but de cette étude est d'étudier les effets de la libéralisation financière interne sur la croissance économique, donc ils ont consacré deux études. Dans la première étude, ils ont estimé ces régressions par la méthode des moyennes générales moment GMM sur un échantillon de 74 pays sur la période 1974 -1995. En prenant les indicateurs de développement financier (CP / PIB), ils ont abouti au fait que la libéralisation financière exerce un effet positif en période de non-crise et un effet négatif en période de crise. Dans la seconde étude, ils ont estimé ces régressions avec un modèle auto régression avec retard sur un échantillon de 49 pays sur la période 1960- 1997 on utilisant un indicateur Depth ¹; les résultats étaient positifs à long terme et négatif à court terme.
- **L'étude d'Edison, Klein, Ricci and Sloek (2002)²:** Ils ont consacré deux études, dans la première étude, ils ont estimé ses régressions par la méthode des moindres carrés ordinaire et la méthode des variables instrumentales sur un échantillon de 89 pays, en prenant l'indicateur de Share, Quinn et BHL comme proxy de mesure du degré de la libéralisation financière externe sur la période 1976-1995. Ils ont abouti que l'ouverture financière externe exerce un effet positif sur la croissance économique de ces pays. Dans la deuxième étude, ils ont estimé ces régressions par les mêmes méthodes sur un échantillon de 57 pays, mais en prenant l'indicateur de restrictions du FMI tiré du rapport annuel sur les régimes et les restrictions de change, comme proxy de mesure du degré de la libéralisation des mouvements internationaux des capitaux sur la période 1980-2000. L'avantage de cet indicateur est qu'il tient compte de l'intensité des restrictions et non de son existence ou pas comme c'est le cas pour la variable du Quinn. Ils ont abouti que l'ouverture financière n'exerce pas d'effet sur la croissance économique de ces pays.

¹ Depth: ratio des engagements liquides sur le PIB.

² J. Edison, W. Klein, L. Ricci and T. Sloek, «Capital Account Liberalization And Economic Performance: Survey And Synthesis»; NBER Working Paper, N° 9100, National Bureau of Economic Research Cambridge, August 2002.

- **L'étude de Bekaert, Harvey and Lundblad (2003)¹**: Ils se sont intéressés à l'étude de l'effet de la déréglementation des flux des capitaux en destination du marché boursier sur la croissance économique. Ils ont construit leurs mesures du degré d'ouverture du marché boursier aux investisseurs étrangers et ceci en se basant sur les dates officielles de la libéralisation du marché boursier. En appliquant la méthode des moyennes mobiles aux données de panel pour un échantillon de 95 pays développés et en développement et pour la période 1981-1997, ils constatent que la libéralisation financière produit une augmentation de 1 % de la croissance (annuelle du PIB par habitant et ceci pour les pays à haut niveau d'éducation et que cet effet est statistiquement significatif.
- **L'étude de Bonfiglioli and Mendicino (2004)²**: Ils ont cherché à dégager les effets potentiels de la libéralisation financière sur la croissance économique en tenant compte de la présence des crises bancaires. Ces auteurs ont estimé leurs régressions en données de panel dynamique par la méthode des moments généralisée sur un échantillon hétérogène comprenant des pays développés et autres en développement (90 pays), quant aux indicateurs de la libéralisation financière, ils ont utilisé la variable dummy BHL de Bekaert et Harvey et Lundblad (2003) pour mesurer la libéralisation des marchés boursiers, et l'indicateur de restrictions du FMI tiré du rapport annuel sur les régimes et les restrictions de change comme proxy de mesure du degré de libéralisation du compte de capital. Ces auteurs ont conclu que la libéralisation financière exerce un effet positif sur la croissance économique, et que les pays qui libéralisent leurs comptes de capital et leurs marchés boursiers sont moins exposés aux effets négatifs de crises bancaires que les économies financièrement fermées.
- **L'étude de Dhingra (2004)³** : Il a mené une étude afin de dégager l'effet de flux des capitaux sur la croissance économique sur un échantillon composé de 58 pays en développement, et pour la période comprise entre 1975 et 2000, il a estimé un modèle à travers la méthode des moments généralisés. Quant aux indicateurs de la libéralisation financière, il a utilisé la variable dummy BHL de Bekaert et Harvey et Lundblad (2003) pour mesurer la libéralisation des marchés boursiers, et la variable

¹ G. Bekaert, R. Harvey and C. Lundblad, « Does financial liberalization spur growth? », Review of the Federal Reserve Bank of St. Louis, July 2003.

² Bonfiglioli et Mendicino, « Financial Liberalization, Bank Crises and Growth: Assessing the Links », Economics and Finance working paper no 567, October 2004.

³ S. Dhingra, « Equity Markets VS Capital Account Liberalization : A Comparaison of Growth Effects of Liberalizations Policies in Developing Countries », Rutgers University, July 2004, P 6.

dummy proposée par Wyplosz (2001) comme indicateur pour mesurer le degré de libéralisation du compte de capital. Dhingra a conclu que la libéralisation du marché boursier favorise la croissance économique et produit, de ce fait, une augmentation de 3.8 % du PIB annuellement. Alors que la libéralisation du compte de capital n'exerce aucun effet significatif sur la croissance économique.

- **L'étude de Klein (2005) :** Klein a mené une étude sur un échantillon de 71 pays sur la période comprise entre 1976 et 1995. Il a employé le revenu réel par tête comme variable exogène, et il a utilisé la variable Share comme indicateur du degré d'ouverture du compte de capital. De même, il a intégré une variable composée mesurant la qualité institutionnelle qui comprend des indicateurs comme la qualité bureaucratique, les règles de lois, la corruption, etc. Il a conclu que l'ouverture financière exerce un effet positif sur la croissance et que ce résultat est statistiquement significatif, seulement pour les pays qui ont tendance à avoir la meilleure qualité institutionnelle (25% de l'échantillon étudié).
- **L'étude de Ranciere, Tornell and Westermann (2006)¹ :** Ils ont cherché à dégager les effets potentiels de la libéralisation financière sur la croissance économique. Ils ont décomposé l'impact de la libéralisation financière sur la croissance en deux effets : Un effet positif direct et un effet négatif indirect via l'apparition des crises bancaires. L'effet global est calculé sur un échantillon composé de 60 pays pour la période comprise entre 1980 et 2002, ces auteurs ont conclu qu'à long terme, la libéralisation financière exerce un effet positif sur la croissance économique, quoiqu'elle mène également à des crises bancaires occasionnelles. L'effet direct positif de la libéralisation financière semble avoir dominé de loin les effets néfastes de cette dernière, d'où l'effet global est positif.

3-Les études empiriques traitant l'effet de la libéralisation financière sur la croissance économique en Algérie :

- **Etude Chekouri (2006):** L'objectif de l'étude est d'identifier le rôle de la politique de libéralisation financière dans le développement financier et l'étendue de sa contribution à la croissance économique en Algérie.

¹ Ranciere, R., A. Tornell et F. Westermann, « Decomposing the Effects of Financial Liberalization : Crisis vs. Growth », NBER Working Paper no 12806, 2006.

Il a utilisé la méthode des séries temporelle sur la période (1990- 2004) ; en utilisant la cointégration entre le taux de croissance et les indicateurs de développement financier.

Les résultats de l'étude n'observent pas une relation significative à long terme entre les indicateurs de développement financier et la croissance économique en Algérie. L'étude a conclu que l'économie algérienne n'a pas encore atteint un stade avancé de développement financier par rapport aux pays voisins.

- **Etude Ben Bouzienne et Gherbie (2009)¹ :**

Le titre est l'impact de la libéralisation des taux d'intérêt sur le volume de l'épargne, en utilisant la méthode de cointégration pour tester la relation à long terme entre le taux d'intérêt réel et les dépôts bancaires sur la période 1990-2004, les résultats étaient non significatives et préconisent la nécessité d'adopter un modèle de la finance islamique.

- **Etude Zeghoudi (2011)² :** cette étude a pour le but d'analyser l'impact de la libéralisation financière sur l'activité économique en Algérie au cours de la période (1990- 2008) en utilisant le modèle VAR (vecteur auto régressive) avec trois variables (libéralisation du secteur financier, la libéralisation du commerce et l'activité économique). L'étude a utilisé des tests comme l'Augmented Dickey Fuller variables, Philips Perron et la stationnarité des variables.

Les résultats ont montré que les variables de l'étude ne sont pas intégrées de même ordre. L'auteur a utilisé le test Cusum pour la stabilité des paramètres du modèle au cours de la période de l'étude ; les paramètres du modèle semblent être stables pendant la période de l'étude. Le test de Yamamoto Toda a assuré qu'il n'y a aucune causalité de long terme entre l'activité économique et la libéralisation financière.

L'étude a conclu que la libéralisation financière a un impact négatif au cours de la période d'étude, mais la libéralisation du commerce a trouvé un impact positif sur l'activité économique.

À partir de ces travaux empiriques, nous pouvons constaté qu'il existe un débat fort intense concernant l'effet de la libéralisation financière sur la croissance économique : les auteurs qui

¹ M. BENBOUZIANNE et N.GHERBI, « L'impact De Libéralisation Des Taux D'intérêt Sur Le Volume De L'épargne: Cas De l'Algérie »; Université De Tlemcen 2009.

² A.MALAWI et A.Zeghoudi, « L'impact De Libéralisation Financière Sur La Croissance Economique: Cas De l'Algérie (1990-2008); Revue Des Sciences Economique(Jordanie), vol.27, N°1 Juin 2011.

se sont intéressés à l'étude de la libéralisation financière ont dégagé des effets positifs considérables et parfois contradictoires sur la croissance.

À partir de cet aperçu des principaux travaux empiriques ayant cherché à établir une relation entre la libéralisation financière et la croissance économique, nous pouvons observer clairement le caractère hétérogène des résultats. Ceci est dû essentiellement à quatre facteurs:

- ✓ Les périodes des études sont différentes, ce qui peut influencer sur les résultats dans les pays qui n'ont pas connu des expériences de libéralisation financière durant la même période ;
- ✓ L'échantillon de pays étudié varie selon les auteurs, certains ont choisi de mener leurs travaux sur les pays développés, d'autres sur des pays en voie de développement alors que la majorité a eu recours à un échantillon hétérogène contenant les deux types de pays ;
- ✓ La méthode économétrique appliquée (coupe transversale ou panel, etc.) ainsi que la technique d'estimation (moindres carrés ordinaires (MCO) ou méthode généralisée des moments (MMG), etc.) varient selon les auteurs ;
- ✓ La mesure utilisée afin de quantifier le degré de libéralisation financière diffère d'un auteur à un autre et d'une étude à une autre.

D'une manière générale, les travaux empiriques qui traitent de ce sujet peuvent être classés en trois catégories :

- ✓ Ceux qui soutiennent l'hypothèse selon laquelle la libéralisation financière favorise la croissance économique ;
- ✓ Ceux qui mettent en doute cette relation ;
- ✓ Ceux qui confirment que la réussite de cette relation reste tributaire de certaines conditions financières, macroéconomiques et institutionnelles.

Conclusion du chapitre :

Dans ce chapitre on a présenté dans la première section la composante du système financier et l'impact de chaque composante sur la croissance économique. Mais en ce qui concerne la structure financière, les études convergentes sur le fait qu'un système financier dominé par les banques n'est pas forcément plus performant ou moins performant qu'un système basé sur les marchés financiers, la structure n'a pas d'impact significatif sur la croissance économique, mais c'est les caractéristiques du pays et la qualité des services financiers sont plus importantes dans la détermination de la croissance.

Dans une seconde section on a tenté de passer en une brève revue de littérature théorique et empirique sur la relation entre développement financier et croissance économique. Selon Levine le développement financier est une condition incontournable pour la réussite de toute politique de libéralisation financière.

Théoriquement les intermédiaires financiers assurent la mobilisation de l'épargne et son affectation aux projets les plus productifs, favorisent la gestion des risques, la diversification des actifs, encouragent l'innovation technologique. Ce faisant, leurs activités stimulent la croissance économique à travers l'accumulation du capital et l'augmentation de la productivité globale des facteurs.

Empiriquement les résultats entre développement financier et croissance économique sont divergents : la plupart des auteurs admettent l'existence de ce lien de causalité, ils ne sont pas toujours d'accord sur le sens de causalité.

Les études n'apportent pas une réponse commune comme le cas de toute théorie économique, car cela diffère selon les caractéristiques des pays étudiés et les variables utilisées et la période prise en considération dans leurs études.

Enfin, dans la troisième section on a déterminé les canaux de transmission qui affectent positivement la croissance économique, également on a présenté quelques études empiriques qui traitent le lien entre libéralisation financière et croissance économique, donc les études qui traitent le cas de l'Algérie.