

COLLOQUE INTERNATIONAL

Ouverture et émergence en Méditerranée

17 et 18 Octobre 2008

Rabat, Maroc

Organisé par

La Commission Economique pour l'Afrique des
Nations Unies (UNECA)

Le GATE UMR 5824 du CNRS, Université Lyon 2

L'Organisation Mondiale du Commerce

Libéralisation Financière, Crises Bancaires et Croissance Économique : Cas des Pays du Sud de la Méditerranée

Ousama Ben Salha[▲]

Tarek Bouazizi

Chaker Aloui

Octobre 2008

Résumé : *À travers cette étude, nous avons tenté d'apprécier les effets de la libéralisation financière sur la croissance économique tout en tenant compte de la présence de crises bancaires. Pour ce faire, nous avons eu recours à l'estimation d'un modèle dynamique en données de panel pour un échantillon de 10 pays de la rive sud de la Méditerranée durant la période (1980-2005). Les résultats obtenus suggèrent une relation positive et significative entre la libéralisation du marché boursier et la croissance économique, surtout en période de panique et des crises bancaires. Par contre, la libéralisation du compte de capital semble ne pas avoir soutenu la croissance économique dans ces pays. Les crises bancaires exercent un effet négatif sur la croissance économique. Une fois nous tenons compte de la présence d'un cadre macroéconomique sain et d'un secteur réel totalement ouvert sur l'extérieur, les effets de l'ouverture du compte de capital deviennent significatifs.*

Classification JEL : C23, F02, G15, O11.

Mots clés : *Libéralisation financière, crises bancaires, croissance économique, panel dynamique.*

Abstract: *In this study, we have tried to appreciate the effects of financial liberalization on economic growth in the presence of banking crises. For this purpose, we estimate a dynamic panel model for a sample of 10 South Mediterranean countries during the period (1980-2005). The results suggest that equity market liberalization positively impacts economic growth in those countries, especially in period of fragility and banking crises. Capital account liberalization, on the other hand, has no significant effects. The banking crises exert negative effect on economic growth. Once we control for the presence of macroeconomic stability and successful trade openness policy, the positive effects of capital account liberalization became significant. We concluded that macroeconomic reforms and trade openness are both crucial conditions to appreciate the effect of capital account liberalization on economic growth.*

JEL Classification : C23, F02, G15, O11.

Keywords: *Financial liberalization, banking crises, economic growth, dynamic panel data.*

[▲] Auteurs correspondants : Ousama BEN SALHA, Doctorant en Finance internationale à la Faculté des Sciences Economiques et de Gestion de Tunis et membre de L'IFGT (Bensalha.ousama@yahoo.com); Tarek BOUAZIZI, Doctorant en sciences économiques à la Faculté des Sciences Economiques et de Gestion de Tunis (Bouazizi.Tarek@yahoo.com); Chaker ALOUI, Docteur en Finance internationale, enseignant à la Faculté des Sciences Economiques et de Gestion de Tunis, Université Tunis-El Manar et directeur de l'unité de recherche IFGT (INTERNATIONAL FINANCE GROUP-TUNISIA) (chaker.aloui@fsegt.rnu.tn).

Introduction

La compréhension des effets de la libéralisation financière sur les économies en développement, en particulier, revêt une importance considérable. Bien que cette question n'a pas cessé de faire un sujet de controverse, les constatations sur lesquelles reposent les débats sur ce sujet ne sont ni uniformes ni dépourvues d'ambiguïté.

L'examen des statistiques collectées par les institutions financières internationales fournit des résultats selon lesquels le revenu moyen par habitant des pays en développement les plus ouverts financièrement évolue à un rythme plus favorable que celui des pays les moins ouverts. Cependant, il reste à tester, empiriquement, si ces statistiques sont capables de fournir une relation causale significative entre la libéralisation financière et la croissance économique.

Les travaux publiés sur ce sujet n'ont pas pu offrir des conclusions claires. Quelques études constatent un effet positif de la libéralisation financière sur la croissance (essentiellement Quinn (1997), Bekaert, Harvey et Lundblad (2003)). Cependant, la majorité ne dégage aucun effet ou au mieux un effet mitigé (Grilli et Milesi-Ferretti (1995), Kraay (1998), etc). Plus encore, d'autres chercheurs ont abouti à des résultats selon lesquels la libéralisation financière peut parfois ralentir la croissance économique (Edwards (2001), Daniel et Jones (2007)). Kose, Prasad, Rogoff et Wei (2006) ont examiné vingt articles réalisés entre 1994 et 2005 traitants empiriquement l'effet des mouvements internationaux de capitaux sur la croissance économique. Ces auteurs ont conclu que 80 % de ces études n'ont dégagé aucun effet significatif, ou à la limite des effets mixtes. À cela, une lecture objective de la majorité des travaux traitant ce sujet conduit à penser que l'argument théorique selon lequel la libéralisation financière *per se* contribue à la promotion de la croissance économique ne repose sur aucun élément éloquent et robuste.

Cette difficulté rencontrée lors de la détection des effets prévus de la libre circulation internationale des capitaux sur la croissance économique a été surtout amplifiée lorsqu'un grand nombre de pays en développement a subi des chutes grandioses de leurs niveaux de productions suite à des crises bancaires ou monétaires jugées dévastatrices, et que certains travaux empiriques ont pu établir un lien de causalité fort entre la libéralisation financière et les crises bancaires (Kaminsky et Reinhart [1996], Plihon et Miotti [2001], etc.).

Dans un monde de plus en plus multi-polaire où les économies développées et celles émergentes tendent à être considérées sur un pied d'égalité, le bassin euro-méditerranéen est appelé aujourd'hui à jouer un rôle plus important dans la carte économique mondiale. Depuis la déclaration de Barcelone en 1995, la mise en place des accords d'association en vue d'établir à terme une zone de libre-échange euro-méditerranéenne, a beaucoup progressé. Le premier accord qui est entré en vigueur a été celui avec la Tunisie en 1998, les accords avec Israël et le Maroc sont en vigueur depuis l'année 2000, mais ils ont été mis en application de façon anticipée (en 1995 pour certaines dispositions commerciales de l'accord avec le Maroc et en 1996 pour l'accord avec Israël), celui avec l'Égypte est entré en vigueur à partir de 2004. Les pays sud-méditerranéens ont révélé l'importance de créer un environnement sain afin d'attirer les flux des

capitaux, ce qui pourrait mener au transfert de la technologie et augmenter la production et la croissance.

Le principal objectif de ce papier est d'étudier l'impact que peut exercer la libéralisation financière sur la croissance économique en tenant compte de la possibilité d'apparition des crises bancaires, et ceci dans les économies du sud de la méditerranée¹.

Pour ce faire, cet article est subdivisé en trois parties. Dans la première, nous présenterons les éléments théoriques qui relient la libéralisation financière, les crises bancaires et la croissance économique. Dans la partie suivante, nous passerons brièvement en revue la littérature empirique liée à ce sujet. Enfin, une troisième partie sera consacrée à l'étude empirique traitant le lien entre la libéralisation financière, les crises bancaires et la croissance économique pour un échantillon de dix pays de la rive sud de la méditerranée.

1. Revue de la littérature théorique

Avant de passer en revue la synthèse des études théoriques relatifs à notre problématique, il serait utile de présenter brièvement, tout d'abord, les principales caractéristiques des flux de capitaux en destination des pays en développement, et plus précisément ceux vers les pays du sud du bassin méditerranéen.

Une des caractéristiques marquantes de la sphère économique mondiale pendant les deux dernières décennies est la croissance spectaculaire des transactions financières internationales et des mouvements internationaux de capitaux. En fait, les flux de capitaux ont connu une évolution considérable et ont été à l'origine de l'apparition du phénomène de la globalisation financière qui a exclu la notion des marchés financiers nationaux pour les substituer par un seul marché financier globalisé. De ce fait, les flux internationaux des capitaux ont augmenté considérablement pendant les deux dernières décennies passant de 1.2 billions de dollars en 1980 à 5.8 billions de dollars en 2004. En conséquence, le taux de croissance moyen des flux des capitaux (6.6 %) surpasse de loin celui du produit intérieur brut (ci-après PIB) mondial (1.7 % par an) et des exportations mondiales (3.1 % par an). En 2004, les pays développés ont représenté la source la plus importante des flux de capitaux avec une part de 92 % du total. De même, ces pays ont été la principale destination des flux avec une proportion de 91 % du total. Un petit nombre de pays en développement (communément connues sous l'appellation des économies émergentes) a reçu la part la plus importante (presque 70%) de ce qui reste des flux internationaux des capitaux en 2004 (Wei [2006], p. 2).

En ce qui concerne les pays du sud de la méditerranée, jusqu'à la moitié des années 90, ils n'ont pas reçu une part importante des flux internationaux des capitaux. En fait, ils ont représenté 3.3% du PIB de tous les pays en développement, mais ont reçu seulement 1.4% des flux des capitaux privés. Une étude concernant l'attractivité de la rive sud du méditerranée en investissements

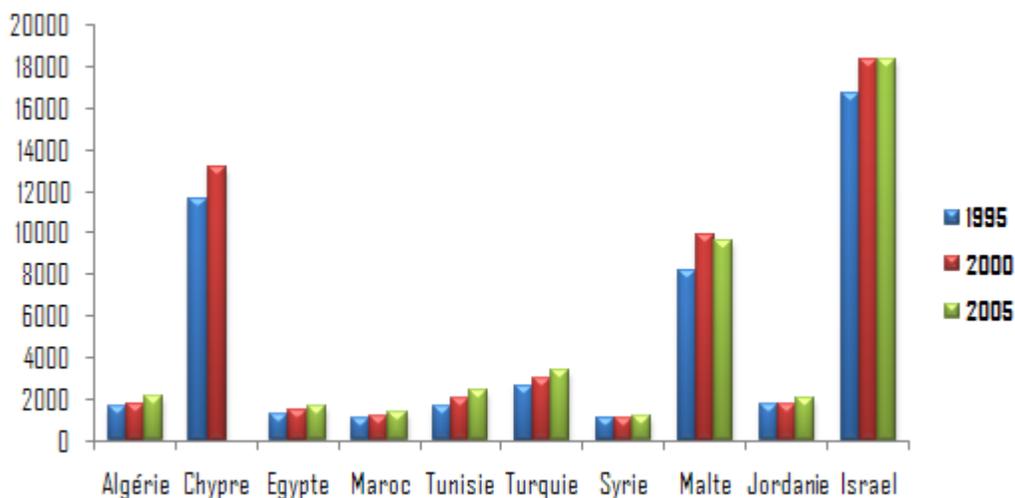
¹ L'échantillon comprend les pays qui ont signé la déclaration de Barcelone : Algérie, Egypte, Israël, Jordanie, Maroc, Tunisie, Syrie, Turquie, Malte et Chypre. Liban et l'Autorité Palestinienne ont été exclus à cause du manque des données.

directs étrangers a été réalisée par les Services Consultatifs en Investissements Etrangers (FIAS)² vers le milieu des années 90. Les résultats de cette étude semblent être éloquentes : seulement la Turquie a pu accueillir les grands investisseurs. D'autres pays appartenant au bassin méditerranéen étaient dans une « mauvaise » situation relativement à celles des pays de l'Europe Centrale et de l'Est (PECO) et du Sud-Est Asiatique. Cependant, depuis 1995, les marchés sont devenus plus actifs : le marché israélien est devenu le plus développé de la région et il attire aujourd'hui des parts significatives des flux de capitaux. De même, la capitalisation boursière en Egypte, au Maroc et en Tunisie a augmenté quatre fois et un bon marché est en train de se développer au Liban. Les investisseurs étrangers, attirés par des taux de croissance élevés, commencent à détenir des portefeuilles en actions sur les marchés financiers des pays MEDA. Entre 1980 et 2000, les actions ont passé d'une moyenne de 35 millions de dollars à 3.487 millions de dollars, s'installant surtout sur les marchés de l'Egypte et de la Turquie.

Bien que presque tous les pays du bassin méditerranéen aient mis en application des nouvelles législations afin de créer un environnement favorable aux IDE, la vitesse de leur intégration diffère entre eux. Ceci est dû principalement à des divergences au niveau des structures économiques et sociales de ces pays.

Comme le montre la figure 1, le taux de croissance du PIB par habitant varie considérablement entre les pays constituant la rive sud du méditerranée. En 2005, seuls Israël, Malte et Chypre ont réalisé un PIB par habitant supérieur au PIB moyen par habitant (qui est de l'ordre de 5646 dollars). Mis à part ces trois pays, la Turquie et la Tunisie ont réalisé en 2005 le PIB par habitant les plus élevés de la région (respectivement 3416 et 2412 dollars). D'une façon générale, le PIB par habitant a augmenté dans tous les pays de la région entre 1995 et 2005.

Graph 1. PIB par habitant dans la région du sud de la méditerranée

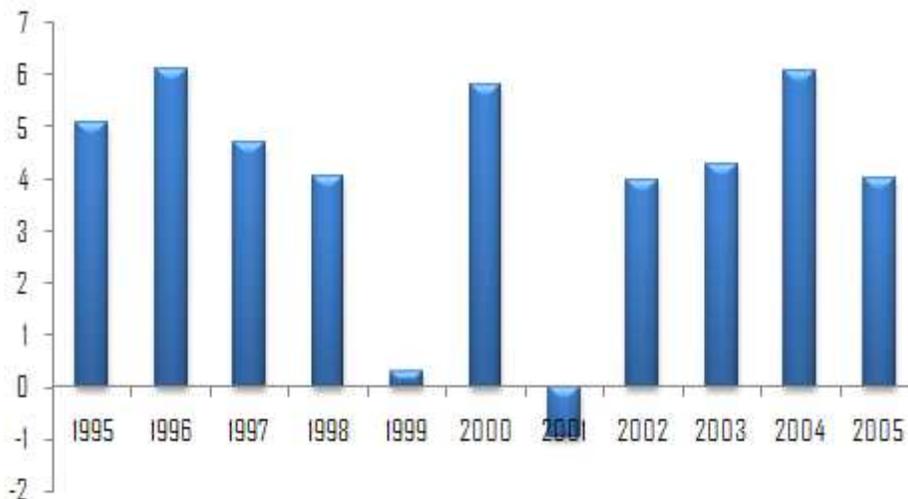


Note : Données extraites de WDI 2007

² FIAS (Foreign Investment Advisory Services) est un programme conjoint de la Banque Mondiale et de la SFI qui fournit des services consultatifs aux gouvernements pour les aider à mettre en place un cadre de politique plus favorable aux investissements étrangers privés.

La figure 2 met en relief le taux de croissance du PIB dans les pays du sud de la méditerranée. Il est clair que cette zone du monde a réalisé pendant les dix dernières années des taux de croissance prometteurs. Cependant, ceci ne doit pas cacher certaines disparités qui peuvent exister entre les économies qui constituent ce groupe de pays en développement. A titre indicatif, la Turquie et la Jordanie ont réalisé en 2005 des taux de croissance de 7.3 et 7.2 respectivement, alors que le Maroc n'a enregistré que 1.7 de croissance pendant cette même année. Hisarciklilar et al. (2006) ont conclu que le taux de croissance de PIB dans les pays de MEDA a été autour 4% pendant la dernière décennie, alors qu'il était autour de 3% pendant la période qui a précédé la déclaration de Barcelone (1975-1995). Toutefois, ceci ne permet pas de faire des affirmations fortes quant au rôle de la libéralisation (commerciale et/ou financière) dans l'expansion de la croissance économique dans ces pays.

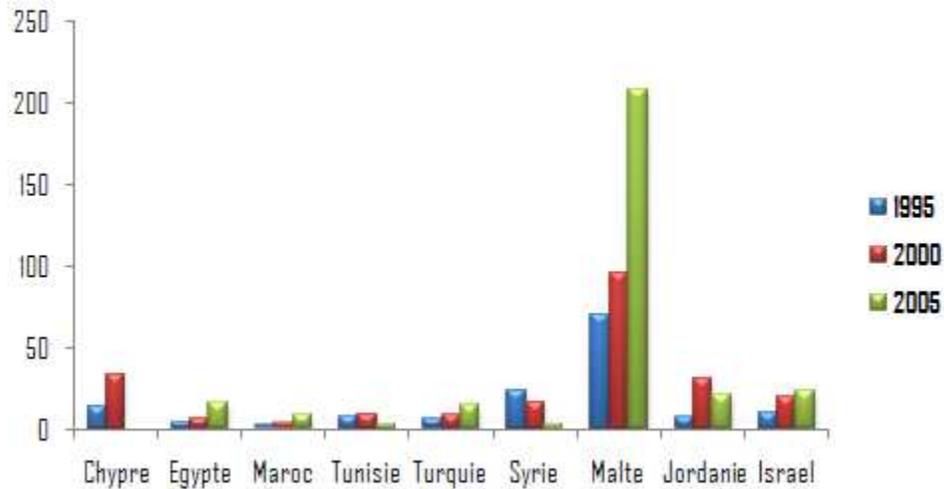
Graph 2. Taux de croissance du PIB entre 1995 et 2005



Notes : Groupe de pays constitué par : Algérie, Egypte, Israël, Jordanie, Maroc, Tunisie, Syrie, Turquie, Malte et Chypre. Données extraites de WDI 2007.

Enfin, la figure 3 fournit une idée sur l'évolution des flux privés des capitaux par rapport au PIB des pays du sud de la méditerranée. Comme on peut le remarquer, à l'exception de la Tunisie, la Jordanie et la Syrie, les pays de la rive sud de la méditerranée ont enregistré un ratio (flux privés des capitaux/PIB) croissant entre 1995 et 2005. En 2005, Malte a reçu un niveau record des flux atteignant 209 % de son PIB, alors que ces flux n'ont atteint que 3,2 % du PIB en Tunisie. De même, la distribution des flux des capitaux n'a pas été équitable entre les différents pays de la région. En effet, entre 1997-2003, 75% des IDE en destination du bassin méditerranéen ont été concentrés principalement sur quatre pays : L'Egypte, Israël, le Maroc et la Turquie.

Graph 3. Flux privés des capitaux rapportés aux PIB



Note : Source des données : WDI 2007.

D'un point de vue théorique, Les économistes et les praticiens ont longtemps débattu la question relative aux effets de la libéralisation financière sur la croissance économique. En fait, depuis les contributions de Goldsmith (1969), de McKinnon et Shaw (1973), la littérature économique s'est de plus en plus concentrée sur l'étude de la relation qui existe entre la libéralisation et la croissance économique. Cette notion de libéralisation financière est venue comme réponse à ce que McKinnon et Shaw ont appelé « *répression financière* ».

Roubini et Sala-I-Martin (1992) ont démontré théoriquement et empiriquement qu'une économie libéralisée se développe plus rapidement qu'une économie où la répression financière est pratiquée. Ils affirment que le faible taux de croissance qu'ont connu les pays d'Amérique Latine par rapport au reste du monde entre 1960 et 1985 est dû principalement aux politiques de répression financière mises en place dans ces pays. Ils ajoutent que dans une économie fortement réprimée, la répression financière peut être à l'origine du ralentissement de la croissance du PIB par habitant de presque 1 % par année (Creane, Goyal, Mobarak et Sab [2004], p. 5).

Malgré la multitude des études théoriques traitant ce sujet, l'objectif principal était de dégager les canaux à travers lesquels la libéralisation financière influence la croissance économique.

Cooper (1999) insiste sur le fait que les flux de capitaux Nord-Sud permettent aux pays développés et ceux en développement de réaliser des bénéfices potentiels. Ils fournissent un rendement plus élevé pour les pays développés, tandis qu'ils impliquent une augmentation de l'investissement dans les pays pauvres en capitaux.

Obstfeld et Krugman (1998) montrent qu'en diversifiant son portefeuille sur les marchés mondiaux, l'investisseur peut réaliser plus d'investissements rentables que dans son propre pays. Henry (2000), à travers l'étude d'un modèle théorique, montre que le coût de capital se réduit après la libéralisation du marché boursier domestique. C'est ainsi que les investisseurs des pays

pauvres en capitaux peuvent bénéficier d'une réduction du coût de capital pour financer leurs investissements à moindre coût, ce qui exerce un effet favorable direct sur la croissance.

Goldsmith (1969) et King et Levine (1993) ont identifié un autre canal à travers lequel la libéralisation financière peut agir sur la croissance économique. Selon ces auteurs, la libéralisation financière peut exercer un effet favorable sur la croissance économique à travers la stimulation du secteur financier. En effet, l'implantation des banques étrangères (généralement venant des pays développés) dans les pays en développement et l'intensification de la concurrence entre-elles peuvent exercer un effet positif sur le développement du secteur financier domestique, et sur la croissance économique par la suite.

Wang (1990) a mis en évidence l'importance du capital humain et de la diffusion technologique sur le développement économique via les mouvements internationaux des capitaux. Ce résultat a été déjà démontré par Findly (1978) qui, en se basant sur un modèle classique, a montré que les IDE diffusent le progrès technique dans les pays qui les reçoivent. Etant donné que les nouvelles technologies sont développées et adaptées par les pays développés, les IDE peuvent être perçus comme le canal le plus important pour transférer ces technologies aux pays en développement. De même, l'attraction des IDE exerce un effet important sur le plan managérial permettant ainsi le transfert des méthodes modernes de gestion vers les pays en développement. Toutefois, certains canaux jugés souvent comme étant des canaux indirects subsistent et peuvent transmettre les effets de la libéralisation financière vers la croissance économique.

Parallèlement, un second volet contestant la libéralisation financière s'est développé depuis le début des années 90. La principale motivation derrière l'apparition de ce volet réside dans l'apparition des crises financières. Le lendemain de la crise asiatique, beaucoup ont accusé la libéralisation financière d'être à l'origine de l'effondrement des marchés financiers et l'apparition des crises bancaires. Ceci a même incité certains à suggérer le retour à la situation de répression financière.

Théoriquement, il n'existe pas une littérature abondante traitant la relation qui peut exister entre la libéralisation financière et les crises bancaires. Généralement, l'apparition des certaines pratiques, qui n'existaient pas avant la libéralisation, de la part des banques a été à l'origine de la fragilisation des systèmes bancaires nationaux et le déclenchement des crises bancaires dans les pays en développement. Il s'agit essentiellement de la prise de risque excessive et du comportement spéculatif des banques.

Selon McKinnon et Shaw (1973), une économie réprimée financièrement est une économie dans laquelle un nombre restreint de banques domestiques opère. L'accès des nouvelles banques domestiques n'est pas libre, mais très réglementé. De même, la répression financière est caractérisée par l'absence de la concurrence loyale et parfaite entre les différents établissements bancaires et de crédit et ceci à cause de la fixation des taux d'intérêt pratiqués. La conséquence de tout cela serait la naissance d'un secteur bancaire concentré et fortement réglementé. Une fois le secteur financier est libéralisé, les banques domestiques vont se trouver dans une situation caractérisée essentiellement par la libre entrée et sortie des banques dans l'industrie. De même, dans ce nouvel environnement, les taux d'intérêt seront déterminés seulement par la loi de l'offre

et la demande. La libéralisation financière implique donc un changement radical dans les règles selon lesquelles les banques opèrent.

Dans ce nouvel environnement, les actionnaires et les dirigeants des banques sont de plus en plus incités à prendre de risques car la baisse des profits liée à la montée de la concurrence réduit la valeur économique de la banque. Samuelson (1999) affirme qu'en accroissant l'efficacité microéconomique, la libéralisation financière accroît paradoxalement les risques macroéconomiques. Particulièrement, l'aléa de moralité semble avoir joué un rôle important dans ce genre de comportement de la part des dirigeants. González-Hermosillo (1999) avance que « l'aléa moral peut survenir lorsque des banques prennent des risques excessifs en accordant des prêts à des conditions qui peuvent être très lucratives à court terme, mais dont les perspectives de remboursement à long terme sont réduites, et qu'elles s'attendent à ce que les éventuelles pertes soient absorbées par une tierce partie, comme le gouvernement du pays à travers les plans de sauvetage ou les organisations financières internationales » (González-Hermosillo [1999], p. 38). De même, l'acharnement de la concurrence dans le système bancaire et le développement du marché financier vont être à l'origine de la diminution de la rentabilité des opérations bancaires traditionnelles, ainsi qu'un transfert de nombreuses entreprises vers des financements directs sur le marché financier. Les banques, confrontées à une telle situation, vont chercher des nouvelles sources de liquidité et ceci en s'intéressant à des opérations à rendements élevés mais de nature spéculative. Particulièrement, le manque de supervision bancaire serait à l'origine de la motivation des banques à pratiquer un tel comportement, qui serait à son tour à l'origine de la fragilisation du système bancaire.

De même, la grande volatilité des flux et l'absence de contrôle sur les mouvements internationaux des capitaux ont joué un rôle primordial dans le déclenchement des crises bancaires dans les pays en développement pendant la moitié des années 90. En fait, pour l'ensemble des pays en développement, les flux ont commencé à croître très rapidement au début des années 1990, pour atteindre en terme brut 213 milliards de dollars en 1996, avant de s'effondrer à moins de 60 milliards de dollars en 1998. Lors de la crise du peso, le retournement des flux de capitaux entre le pic de 1993 et 1995 a représenté 13 % du PIB mexicain. Au cours de la seule année 1997, les cinq pays asiatiques les plus durement frappés par la crise (L'Indonésie, la Corée du sud, les Philippines, la Malaisie et la Thaïlande) ont connu un retournement équivalent, en moyenne, à plus de 10 % de leur PIB (Sandretto [2002], p. 6). Les effets des reflux de capitaux sur la situation économique et financière des pays asiatiques, perceptible en 1997, se sont fait notamment ressentir en 1998. En Thaïlande, Malaisie et Corée, les PIB ont enregistré des baisses allant de 6 à 8 % et de plus de 13 % en Indonésie, marquant l'entrée de ces économies dans une profonde récession que ni l'entrée de fonds officiels ni les IDE qui se maintiennent dans l'ensemble des pays asiatiques n'ont pu empêcher.

Grondin et Bernou (2001) notent que la fragilisation des différents secteurs bancaires asiatiques provient essentiellement du degré de dépendance des banques domestiques vis-à-vis des capitaux extérieurs et de la structure des capitaux empruntés. De même, les deux auteurs ajoutent que: « *Outre le gonflement de leur passif, les banques asiatiques ont fait également preuve d'une*

déformation au passif de la structure de la dette. Ces institutions se sont fortement dirigées depuis le début des années 90 vers une structure des emprunts essentiellement libellés en dollars, d'une part, et contractés pour de courtes maturités, d'autre part. C'est ainsi que le fort reflux des capitaux au début de 1997 a plongé la région dans des crises bancaires et financières qui ont coûté trop chères pour des pays qui espéraient soutenir leurs croissances économiques à travers la libéralisation de leurs marchés financiers. » (Grondin et Bernou [2001], p.12).

Pour récapituler, nous pouvons dire que : i) la libéralisation interne des activités bancaires et notamment du crédit a facilité le financement d'activités à faible rentabilité, à risque mal évalué (investissements immobiliers), voire d'opérations douteuses (crédits "politiques") ; ii) l'ouverture financière sur l'extérieur a élargi les possibilités de collecter des ressources à court terme empruntées à l'extérieur, remboursables en devises, employées au financement de prêts en monnaie nationale, servant à des opérations à long terme.

2. Revue de la littérature empirique

À la lumière de l'analyse théorique, nous pouvons constater que les effets produits par la libéralisation financière sont multiples et que l'impact positif est, à priori, évident à déterminer. Cependant, le nombre des travaux empiriques ayant trait à tester cette relation est très important, alors que les résultats sont très controversés et parfois contradictoires³.

Grilli et Milesi-Ferretti (1995) ont estimé une régression des taux de croissance sur cinq ans tout en utilisant un indicateur *Share* tiré du Rapport Annuel sur les Régimes et les Restrictions de Change. Leur étude a porté sur 61 pays entre 1966 et 1989. Leurs résultats ne confirment pas l'hypothèse d'un effet positif de la libéralisation du compte de capital sur la croissance.

Quinn a contredit ce résultat en 1997. Son étude, réalisée sur un échantillon de 58 pays entre 1960-1989, a été l'une des premières à dégager un lien favorable entre la libre circulation des flux de capitaux et la croissance. Il a ajouté aux variables comprises dans la littérature de la croissance économique l'indicateur *Quinn* comme proxy du degré de l'ouverture du compte de capital. 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 l'indicateur du FMI).

Rodrik (1998) a mené une étude sur un échantillon d'environ 100 pays développés et en développement. Il n'observe aucun effet significatif de la libre circulation des mouvements de capitaux sur la variation du revenu réel par habitant pour la période (1975-1989).

Klein et Olivei (2000) ont étudié 82 pays développés et en développement sur la période 1986-1995. Leur résultat était non anticipé puisqu'ils ont dégagé un effet positif de la libéralisation sur la croissance dans les pays développés, tandis que pour les pays en développement, ces auteurs n'ont pas abouti à une conclusion claire.

Quand à Bekaert, Harvey et Lundblad (2003), ils se sont intéressés à l'étude de l'effet de la libéralisation du marché boursier sur la croissance économique. En appliquant la méthode des moyennes mobiles aux données de panel pour un échantillon de 95 pays développés et en

³ Voir tableau 2 pour une synthèse des travaux relatifs au sujet.

développement, ils constatent que la libéralisation des marchés boursiers produit une augmentation de 1 % de la croissance annuelle du PIB par habitant et ceci pour les pays à haut niveau d'éducation. Klein (2005) a mené une étude sur un échantillon de 71 pays sur la période 1976-1995. Il a employé le revenu réel par tête comme variable exogène, alors que la variable *share* a été utilisée comme indicateur du degré d'ouverture du compte de capital. De même, il a intégré une variable composite mesurant la qualité institutionnelle comprenant plusieurs indicateurs comme la qualité bureaucratique, les lois et règles, la corruption, etc. Les résultats sont assez proches de ceux dégagés en 2000, quoique Klein ait insisté sur l'importance qu'occupe la qualité institutionnelle d'un pays dans la détermination de l'effet de la libéralisation financière sur la croissance. En effet, il a conclu que l'ouverture financière exerce un effet positif sur la croissance et que ce résultat est statistiquement significatif, seulement, pour 25% de l'échantillon retenu, c'est-à-dire pour les pays qui ont tendance à avoir la meilleure qualité institutionnelle.

Hisarciklilar et al. (2006) ont cherché à dégager les effets qu'ont exercés les flux des capitaux sur la croissance économique dans un échantillon de pays appartenant à la rive sud du méditerranée⁴ entre 1970 et 2003. Des tests de racine unitaire et de co-intégration entre les flux d'IDE et la croissance du PIB ont été réalisés. À long terme, aucun rapport significatif entre les flux d'IDE et la croissance économique n'a été détecté, et ceci dans la majorité des pays étudiés.

Laureti et Postiglione (2006) ont étudié un échantillon composé de 11 pays du sud de la méditerranée sur la période 1990-2000. En ayant recours à l'estimation en données de panel dynamique, ces auteurs n'ont pas pu dégager d'affirmations fortes quant aux effets des flux de capitaux sur la croissance économique. Les IDE, qui sont généralement considérés comme étant un catalyseur de la production dans les pays en développement; n'ont exercé aucun effet significatif sur la croissance économique dans les pays méditerranéens pendant la période 1990-2000.

Ranciere, Tornell et Westermann (2006) ont cherché à dégager les effets potentiels de la libéralisation financière sur la croissance économique, et ceci en adoptant une procédure distincte de celle des travaux précédents. 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. Ensuite, un effet global sera calculé. Sur un échantillon composé de 60 pays sur la période 1980-2002, 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.

⁴ L'échantillon comprend 9 pays : Algérie, Chypre, Egypte, Israël, Jordanie, Maroc, Syrie, Tunisie et Turquie.

3. Libéralisation financière, crises bancaires et croissance économique: une investigation empirique

Comme nous l'avons mentionné précédemment, la libéralisation financière peut affecter la croissance économique par plusieurs voies. Les prédictions fournies par les recherches théoriques consacrées à la question sont robustes. Alors que la revue de la littérature empirique sur le sujet présente des résultats très hétérogènes.

À la lumière de toutes ces considérations, il nous a semblé intéressant de voir dans quelle mesure la libéralisation financière peut affecter la croissance économique dans les pays du sud de la méditerranée qui ont signé la déclaration de Barcelone, tout en tenant compte de la possibilité d'apparition des crises bancaires. Pour ce faire, nous progressons comme suit: une première partie sera consacrée à la présentation du cadre général et des objectifs de l'étude. Dans une deuxième, nous présenterons la spécification générale du modèle et la définition des variables. Ensuite, une présentation de l'échantillon étudié sera exposée. Enfin, dans les deux dernières parties, nous exposerons la méthodologie économétrique, ainsi que les résultats des estimations et les implications économiques.

3.1. Cadre général et objectif de l'étude

Notre essai d'investigation empirique s'inscrit dans le cadre des études cherchant à dégager l'effet de la libéralisation du compte de capital et du marché boursier sur la croissance économique. En s'inspirant des différents travaux réalisés dans ce sillage, et dans la même lignée de l'étude de Bonfiglioli et Mendicino (2004), nous allons essayer de vérifier si la libéralisation financière a été à l'origine de la stimulation de la croissance économique dans les pays du sud de la méditerranée, et ceci en prenant en considération l'existence des crises bancaires. Cependant, par rapport aux études antérieures, l'avantage de notre étude réside dans les aspects suivants : i) Elle n'utilise pas les codes binaires pour mesurer le degré de libéralisation du compte de capital et du marché boursier; ii) Elle prend en considération le rôle que peut jouer les crises bancaires dans la relation qui existe entre la libéralisation financière et la croissance économique.

3.2. Spécification générale du modèle et définition des variables

Notre étude exploite un échantillon de 10 pays du Sud de la méditerranée qui ont signé la déclaration de Barcelone, pendant la période s'étalant de 1980 à 2005. Le choix de l'échantillon et de la période a été dicté principalement par la disponibilité des données.

La spécification générale du modèle que nous allons estimer afin de dégager l'effet de la libéralisation financière sur la croissance économique, tout en tenant compte de la présence des crises bancaires, peut s'écrire de la manière suivante :

$$y_{i,t} = \alpha y_{i,t-1} + \beta x_{i,t} + \delta Lib_{i,t} + \eta_i + v_t + \varepsilon_{i,t}$$

Où $y_{i,t}$ est le PIB par habitant de l'année (t), $x_{i,t}$ est la matrice des variables de contrôle, $Lib_{i,t}$ représente l'indice de la libéralisation financière (Compte de capital ou marché boursier), $Cb_{i,t}$ est la variable de crise bancaire. Finalement, η_i , v_t , et $\varepsilon_{i,t}$ représentent respectivement les effets spécifiques individuels, les effets spécifiques temporels et le terme d'erreur.

3.2.1. Les variables de contrôle:

C'est l'ensemble de variables réelles souvent utilisées afin d'expliquer la croissance économique. Il s'agit essentiellement de:

- i. **GC** : La dépense courante du gouvernement rapporté au PIB comme proxy de la taille de l'Etat. Le signe attendu est négatif. L'hypothèse sous-jacente est que plus la consommation courante de l'Etat est élevée, plus il devrait avoir besoin de ressources pour financer son déficit à venir. Face au risque de déficit budgétaire, les investissements seront moins importants et donc le revenu par tête reculerait.
- ii. **TPOP** : Selon Barro (2000), la croissance économique est négativement liée au taux de fertilité. Ainsi, avoir plus d'enfants dans la même famille va engendrer un taux de croissance de la population plus élevé. Une augmentation du taux de croissance de la population peut être à l'origine de la baisse du PIB par habitant
- iii. **GCF** : Les dépenses d'investissement par rapport au PIB. L'investissement privé domestique est mesuré par la variation du stock de la formation brute du capital fixe déduction faite des IDE, pris en pourcentage du PIB. Le signe attendu est positif.

3.2.2. Les variables de la libéralisation financière

La littérature sur la libéralisation financière a proposé plusieurs types d'indicateurs. Généralement, les études empiriques sur la libéralisation financière utilisent des variables *dummies* qui prennent la valeur un en absence de restrictions, et zéro lorsque celles-ci existent. Dans notre étude, nous aurons recours à deux types d'indicateurs de la libéralisation: le premier pour mesurer le degré de restrictions sur le compte de capital, alors que le deuxième servira à spécifier le degré de restrictions imposées sur le marché boursier :

- i. En ce qui concerne la libéralisation du compte de capital, l'indicateur *Kaopen* de Chinn et Ito (2005) sera employé. 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 majorité des indicateurs d'ouverture du compte de capital). Construis essentiellement par la méthode de l'analyse en composantes principales, cet indicateur est compris entre -1,7 et 2,6. Plus sa valeur est importante, plus le compte de capital du pays concerné est libéralisé.

- ii. Le degré de libéralisation du marché boursier, et contrairement à celui du compte de capital, n'a pas été suffisamment abordé dans la littérature empirique. Comme Komulainen et Lukkarila (2003) et Neumann et Penl (2008), « *the portfolio investment liabilities /PIB* » extraite des 'Statistiques Financières Internationales' (ligne 78bgd) a été utilisé comme proxy du degré de libéralisation du marché boursier.

3.2.3. La variable spécifiant les crises bancaires

Généralement, la littérature relative aux crises bancaires s'attache à identifier et à décrire les crises après leurs avènements. Ainsi, la majorité des études utilisent des indicateurs binaires donnant la valeur de zéro aux périodes tranquilles et la valeur un aux épisodes de fragilité bancaire. Toutefois, la principale limite de ce type d'indice est qu'il ne couvre pas un grand nombre de pays. D'où l'utilité de construire un indice de fragilité bancaire, analogue à l'indice de pression sur le marché de change dans le cas des crises monétaires. En fait, un indice de fragilité est une agrégation de plusieurs variables qui reflètent les symptômes d'une crise bancaire. Kibritcioglu (2002) a construit un indice mensuel afin de détecter les périodes de fragilité du secteur bancaire (ci-après *FSB*). Particulièrement, l'indice *FSB* est composé de la combinaison de trois variables : i) les dépôts bancaires ; ii) les crédits bancaires au secteur privé ; et iii) l'engagement extérieur des banques domestiques. Les fluctuations qui peuvent affecter ces trois variables sont censées engendrer des changements dans le degré de la fragilité bancaire. Autrement dit, les crises qui peuvent toucher le système bancaire d'un pays sont souvent provoquées par des importantes chutes de ces variables. Ces variables ont été extraites de la base des données 'Statistiques Financières Internationales' (*IFS en ligne, Mars 2008*).

L'indice *FSB* est construit en se basant sur la formule suivante :

$$FSB_t = \frac{\left(\frac{DB_t - \mu_{db}}{\sigma_{db}} \right) + \left(\frac{CBSP_t - \mu_{cbSP}}{\sigma_{cbSP}} \right) + \left(\frac{EEB_t - \mu_{eeb}}{\sigma_{eeb}} \right)}{3}$$

Où DB_t représente la variation annuelle des dépôts bancaires pendant l'année t, $CBSP_t$ est la variation annuelle des crédits bancaires au secteur privé. Enfin, EEB_t représente la variation annuelle des engagements extérieurs des banques domestiques. (μ) et (σ) représentent respectivement la moyenne arithmétique et l'écart type de ces variables.

3.2.4. Autres variables

La théorie ainsi que les travaux empiriques insistent sur le fait que l'effet de la libéralisation financière sur la croissance économique reste tributaire de certaines conditions. C'est pour cela que nous avons inclus :

- i. **LINF** : La stabilité macro-économique est représentée essentiellement par la stabilité du niveau général des prix et la modération du déficit budgétaire. Ainsi, l'inflation est choisie comme proxy afin de saisir le niveau de stabilité macroéconomique d'un pays quelconque.
- ii. **COR** : Elle mesure le degré de la corruption au sein du gouvernement. Cette variable est extraite de la base des données *International Country Risk Guide*.
- iii. **TOC** : À la lumière de Berthélemy et Varoudakis (1998), nous utilisons le taux d'ouverture commerciale que nous estimons en calculant le ratio (Exportations + Importations) / PIB.

3.3. Échantillon de l'étude

L'échantillon initial comprenait 11 pays de la région du sud de la méditerranée, mais pour des raisons de disponibilité des données, le Liban a été écarté. L'échantillon final comprend l'Algérie, l'Égypte, Israël, la Jordanie, le Maroc, la Tunisie, Syrie, la Turquie, Malte et Chypre. Pour nos estimations, nous adopterons la démarche d'Arellano et Bond (1991) et ceci pour se prémunir contre les biais qui résultent de l'introduction de la variable dépendante retardée parmi les variables explicatives de la régression de croissance.

3.4. Méthodologie économétrique

Nous nous basons sur la méthode GMM développé, dans le contexte des données de panel dynamique, par Holtz-Eakin et al. (1990), Arellano et Bond (1991), et Arellano et Bover (1995). Notre panel est constitué de dix pays du bassin sud méditerranéen⁵ durant la période 1979-2005.

Le modèle de base est donné par :

$$y_{it} - y_{it-1} = (\rho - 1)y_{it-1} + \beta' X_{it} + \eta_i + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Avec y est le logarithme de PIB par tête, X représente l'ensemble des variables explicatives autre que le PIB retardé, η est un effet spécifique individuel, ε est un terme d'erreur supposé *iid*, et les indices i et t désignent respectivement l'indice individu et l'indice temps.

L'équation (1) peut être réécrite sous la forme :

$$y_{it} = \rho y_{it-1} + \beta' X_{it} + \eta_i + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Pour éliminer l'effet spécifique individuel nous prenons la différence première de cette équation :

$$y_{it} - y_{it-1} = \rho(y_{it-1} - y_{it-2}) + \beta'(X_{it} - X_{it-1}) + (\varepsilon_{it} - \varepsilon_{it-1}) \quad (3)$$

⁵ L'échantillon comprend les pays qui ont signé la déclaration de Barcelone : Algérie, Égypte, Israël, Jordanie, Maroc, Tunisie, Syrie, Turquie, Malte et Chypre.

L'estimation de ce modèle est soumise à deux problèmes : i) l'endogénéité des variables explicatives, ii) la corrélation du nouveau terme d'erreur ($\varepsilon_{it} - \varepsilon_{it-1}$) avec la variable endogène retardée ($y_{it-1} - y_{it-2}$). Pour remédier à ces deux problèmes il faut recourir à l'instrumentation. Sous les hypothèses que i) les variables explicatives sont exogènes au sens faible (les variables explicatives ne sont pas corrélées avec les futures réalisations du terme d'erreur), et ii) l'absence de corrélation sérielle des termes d'erreurs, l'estimateur de GMM en données de panel dynamique utilise les conditions de moment suivantes :

$$E[y_{it-s}(\varepsilon_{it} - \varepsilon_{it-1})] = 0 \text{ pour tout } s \geq 2; t = 3, \dots, T$$

$$E[X_{it-s}(\varepsilon_{it} - \varepsilon_{it-1})] = 0 \text{ pour tout } s \geq 2; t = 3, \dots, T$$

L'estimateur basé sur ces deux conditions est appelé estimateur en différence. Lors de l'estimation de la relation (2), nous allons exploiter les conditions des moments ci-dessus y compris les instruments retardés de deux périodes, et appliquer la procédure GMM pour générer des estimateurs convergents. Toutefois, la consistance de l'estimateur GMM dépend de deux hypothèses cruciales.

Commençant par la première hypothèse relative à l'absence d'autocorrélation d'ordre deux des termes d'erreurs. Si l'hypothèse nulle d'absence de corrélation sérielle de premier ordre est rejetée, ($E(\Delta\varepsilon_{it} \Delta\varepsilon_{it-1}) \neq 0$), les résultats fournis par la méthode GMM resteront économétriquement interprétables sous l'hypothèse d'absence de corrélation sérielle d'ordre deux des termes d'erreurs ($E(\Delta\varepsilon_{it} \Delta\varepsilon_{it-2}) = 0$). Pour tester cette hypothèse, Arellano et Bond ont construit la statistique m_2 donnée par:

$$m_2 = \frac{\Delta\varepsilon_{it} \Delta\varepsilon_{it-2}}{(\Delta\varepsilon_{it})^{1/2}} \rightarrow N(0,1)$$

Le non rejet de l'hypothèse nulle signifie que les termes d'erreurs ne sont pas sériellement corrélés à l'ordre deux. En conséquence, les estimateurs du modèle dynamique sont convergents.

La deuxième hypothèse est relative à la validité des instruments utilisés dans l'estimation du modèle. De ce fait, un test de Sargan de sur-identification des restrictions peut être appliqué pour tester une possible spécification erronée du modèle. L'hypothèse nulle de ce test stipule que toutes les restrictions des moments pour la spécification dynamique sont satisfaites.

Le test est donné par la statistique suivante :

$$S = \left(\sum_i \Delta\varepsilon_i^* Z_i \right) A_N \left(\sum_i Z_i' \varepsilon_i^* \right) \rightarrow \chi^2 (P - K - 1)$$

Où (P) le nombre de colonne de (Z_i) et (K) le nombre de variables exogènes.

Si la statistique S calculée est supérieure à la valeur théorique de chi-deux, alors on rejette l'hypothèse nulle.

3.5. Résultats des estimations et interprétation des résultats

Nous rappelons que notre objectif est de dégager les effets qu'exerce la libéralisation financière sur la croissance économique en tenant compte de la fragilité qui peut exister dans le système bancaire des pays nouvellement libéralisés. Il faut bien noter que le nombre faible⁶ des travaux empiriques ayant intégré la variable de crise bancaire dans l'étude de la relation entre la libéralisation financière et la croissance économique ne permet pas de dégager des affirmations fortes, exception faite de quelques travaux qui s'intéressent soit à l'étude de la relation entre la libéralisation financière et les crises bancaires soit à l'étude de la relation entre la libéralisation financière et la croissance économique.

Le tableau 3 regroupe les résultats des estimations pour l'échantillon global et ceci pour diverses spécifications.

Dans la première spécification, nous introduisons uniquement la matrice des variables de contrôle à savoir : le logarithme de la variable endogène retardée d'une période, les dépenses gouvernementales, l'investissement domestique, et enfin le taux de croissance de la population. Le but de cette spécification est de vérifier les résultats des travaux antérieurs relatifs à la croissance endogène. Les spécifications 2, 3 et 4 mettent en exergue les effets de la libéralisation du compte de capital ainsi que ceux des crises bancaires. Alors que dans les spécifications 5, 6 et 7, un indicateur de libéralisation du marché boursier et une variable des crises bancaires seront introduits afin de dégager leurs effets sur la croissance économique.

La première intuition concerne les spécifications du modèle général. La totalité des spécifications testées n'est rejetée par le test de sur-identification de Sargan. Nous acceptons, de ce fait, la validité des instruments utilisés.

Les résultats de la première spécification sont conformes aux travaux empiriques antérieurs puisque les coefficients sont tous statistiquement significatifs au seuil de 1 % et de signe prévu par la théorie (sauf le taux de croissance de la population qui est significatif à 5%). En effet, l'investissement domestique est de signe positif et statistiquement significatif suggérant une relation positive entre ce dernier et la croissance économique (0.0035). Les dépenses gouvernementales interviennent dans l'explication de la croissance économique par un signe négatif et significatif au seuil de 1 % dans toutes les spécifications. En fait, ce coefficient confirme les résultats de Barro, Mankiw et Sala-I-Martin (1995) qui suggèrent que plusieurs aspects non productifs des dépenses publiques telle que la corruption politique peuvent être à l'origine du ralentissement de la croissance économique. Comme le notent Bekaert, Harvey et Lundblad (2001), le logarithme du taux de croissance de la population affecte la croissance économique négativement et d'une manière significative. Une augmentation du taux de croissance de la population peut être à l'origine de la baisse du PIB par habitant.

Dans la deuxième spécification, nous avons introduit la variable *Kaopen*, proxy du niveau de la libéralisation du compte de capital, et ceci pour tester son effet sur la croissance du PIB par habitant dans la région du sud de la méditerranée. L'ensemble des variables de contrôle demeure

⁶ À notre connaissance, il existe deux principaux travaux, Bonfiglioli et Mendicino (2004) et Ranciere Tornell, et Westermann (2006).

de signe attendu et significatif, mais ce qui importe dans cette spécification, c'est que la variable de libéralisation du compte de capital (*Kaopen*) exerce un effet positif mais non significatif sur la croissance économique dans ces pays. Le résultat obtenu est conforme à celui obtenu par Dhingra en 2004 qui, en menant une étude sur un échantillon de pays en développement sur la période 1975-2000, a montré que la libéralisation du compte de capital n'exerce aucun effet significatif sur la croissance économique. Ceci est peut être dû à ce que la libéralisation du compte de capital dans ces pays n'a pas été achevée jusqu'à nos jours. De même, et comme le notent Ben Gamra et Plihon (2007), certains pays de la région ont libéralisé leurs secteurs financiers dans des conditions macroéconomiques médiocres. Tel est le cas de la Turquie, mais des efforts de stabilisation ont été fournis par la suite. Par contre, le Maroc et l'Égypte ont libéralisé leurs systèmes financiers durant des périodes fortement inflationnistes, et avec des déficits assez importants, sans essayer de mettre en place aucun programme de stabilisation.

Comme il a été montré dans la littérature économique (Kaminsky et Reinhart [1999], Demirgüç-Kund et Detragiache [1998])⁷, la suppression des restrictions sur la libre circulation de capitaux peut exposer les économies libéralisées à des périodes de fragilité voire même à des crises bancaires coûteuses. Ainsi, et pour vérifier cette hypothèse, nous avons introduit dans la troisième spécification la variable *FSB* comme proxy du niveau de fragilité du système bancaire.

Pour la totalité de l'échantillon, le coefficient relatif à la crise bancaire est négatif (- 0.0319) et statistiquement significatif à 1%. En fait, l'apparition des crises bancaires dans les pays sud-méditerranéens pendant les deux dernières décennies a été à l'origine de la réduction du PIB par tête d'environ 3%. Toutefois, le coefficient de libéralisation du compte de capital est positif mais demeure toujours non significatif statistiquement.

Pour mieux cerner l'interaction qui pourrait exister entre la libéralisation du compte de capital et les crises bancaires, nous avons construit une variable d'interaction entre *FSB* et *Kaopen*, qui a été intégrée par la suite dans la quatrième spécification. Le signe de cette variable est négatif mais non significatif statistiquement. Le coefficient associé à la crise bancaire est toujours négatif mais devient plus important par rapport à la spécification précédente passant ainsi de (-0.0319) à (-0.0395). De même, le coefficient de *Kaopen* s'intensifie mais reste toujours non significatif statistiquement une fois nous avons introduit ces deux variables.

Bonfiglioli et Mendicino (2004), en menant une étude en panel dynamique sur un échantillon de 90 pays développés et en développement, suggèrent que les pays qui libéralisent leurs comptes de capital sont moins exposés aux effets négatifs des crises bancaires que les économies financièrement fermées. Elles expliquent ceci par le fait que, pendant les périodes de fragilité et des crises bancaires, les agents économiques peuvent recourir aux marchés internationaux de capitaux afin de se financer.

Dans la spécification 5, l'indicateur du degré de libéralisation du marché boursier a été introduit dans la régression de croissance endogène. La lecture de la cinquième colonne montre que la variable relative à la libéralisation du marché boursier est affectée d'un signe positif et

⁷ Voir Aizenman (2002) pour une présentation détaillée de ces travaux.

statistiquement significatif à un seuil de 5 %. En fait, ce coefficient est égal à 0.0066. Par conséquent, nous pouvons conclure que la libéralisation boursière a permis un accroissement de 0.66 % du PIB par habitant dans les pays méditerranéens. Ce résultat peut être surprenant vu que la majorité des pays qui composent notre échantillon est caractérisée par des marchés boursiers peu ou pas développés. Bekaert, Harvey et Lundblad ont révélé en 2001 que la libéralisation du marché boursier produit une augmentation de 1 % de la croissance annuelle du PIB par habitant et ceci sur les cinq premières années de la libéralisation boursière.

Comme on a procédé précédemment, nous avons introduit respectivement dans les spécifications 6 et 7 la variable de crise bancaire ainsi qu'une variable d'interaction entre cette dernière et l'indicateur de la libéralisation du marché boursier (*EML*). La variable de crise bancaire exerce toujours un effet significatif et négatif (- 0.0352), alors que le signe d'*EML* demeure positif (0.0053) mais significatif à 10% seulement. La variable d'interaction intervient dans la septième spécification avec un signe positif et statistiquement significatif à 10%. Ceci laisse penser que l'ouverture du marché boursier aux investisseurs étrangers a diminué les effets négatifs que peuvent engendrer les crises bancaires sur la croissance économique dans ces pays. Les entreprises domestiques, pendant les périodes de panique et des crises bancaires, se trouvent face à deux solutions :

- i. Soit elles vont se financer sur les marchés financiers domestiques à travers les fonds venant de l'extérieur. D'où, les flux des portefeuilles peuvent constituer une source de financement en cas de panique des banques domestiques, d'où elle permet d'alléger les effets néfastes des crises bancaires.
- ii. Soit elles vont émettre des titres sur les marchés financiers internationaux et se financer par la suite et ceci à cause des paniques qui existent dans les marchés financiers nationaux.

Toutefois, il faut noter aussi que, suite à l'inclusion de la variable d'interaction, le coefficient associé à la libéralisation boursière a passé de 0.0053 à 0.0039 et devient non significatif. Ainsi, et contrairement à l'ouverture du compte de capital, la libéralisation des marchés financiers, bien qu'elle n'a été mise en place que pendant les années 90, semble avoir promu la croissance économique, surtout en période de panique et des crises bancaires.

Pour récapituler, on peut dire que l'ouverture du compte de capital n'a pas exercé des effets significatifs sur la croissance économique dans le cas des pays du sud de la méditerranée. La libéralisation du marché boursier, au contraire, a exercé un effet positif, même s'il est parfois peu significatif, sur la croissance économique. Les crises bancaires exercent toujours un effet négatif et se trouvent parfois à l'origine du ralentissement de la croissance économique de presque 4%. Autre constat, nous n'avons trouvé aucune interaction entre l'ouverture du compte de capital et les crises bancaires. Par contre, la libéralisation du marché boursier peut parfois minimiser les effets négatifs des crises bancaires pendant les périodes de panique.

Plusieurs travaux théoriques et empiriques ont montré que la détermination de la relation entre la libéralisation financière et la croissance économique reste largement tributaire de certaines conditions. Il s'agit essentiellement du niveau de la stabilité macroéconomique (McKinnon

[1993], Ben Gamra et Plihon [2007]), de la solidité du cadre institutionnel (Chinn et Ito [2002], Klein [2005]), et enfin de l'ouverture commerciale (McKinnon [1991], Ito [2006]). Selon McKinnon, la libéralisation du compte de capital ne doit être mise en place qu'une fois l'ouverture commerciale est achevée.

Dans cette étape de l'étude, nous allons nous intéresser à chacune de ces conditions afin de dégager les effets de la libéralisation du compte de capital sur la croissance économique dans les pays du sud de la méditerranée. Plus précisément, nous voulons tester les effets qu'exerce la libéralisation du compte du capital sur la croissance économique, tout en tenant compte de ces conditions, une par une.

Pour ce faire, nous avons retenu le taux d'ouverture commerciale (*TOC*) et ceci pour tester l'hypothèse selon laquelle la libre circulation des biens et services constitue une condition nécessaire pour la réussite d'une politique de la libéralisation du compte de capital. Le niveau de la stabilité macroéconomique a été représenté par l'inflation (*LINF*)⁸. Un taux d'inflation élevé caractérise essentiellement les économies réprimées financièrement. Or, une telle inflation défavorise les investissements à long terme et exerce un effet nuisible sur la croissance. Enfin, l'indicateur 'Corruption au sein du gouvernement' (*COR*) extrait de la base des données de l'*ICRG* a été sélectionné comme proxy du niveau de la qualité institutionnelle. Ainsi, des termes d'interaction seront construits entre l'indicateur de la libéralisation du compte de capital et l'une de trois variables précédemment citées. Donc, notre modèle va intégrer, outre que les variables de contrôle et la variable *Kaopen*, l'une des variables d'interaction déjà mentionnées. La variable de crise bancaire sera éliminée à ce stade de l'étude et ceci afin de ne tenir compte que de l'effet de ces conditions sur la relation entre la libéralisation du compte de capital et la croissance économique.

La nouvelle équation à estimer serait de la forme suivante :

$$y_{i,t} = \alpha y_{i,t-1} + \beta x_{i,t} + \lambda k + \delta(Kaopen_{i,t} * k) + \eta_i + \nu_t + \varepsilon_{i,t}$$

Le tableau 4 récapitule les résultats de ces régressions. Chaque régression met en exergue l'importance de l'une de ces conditions. Dans la spécification 1, on a introduit l'inflation ainsi qu'une variable d'interaction entre cette dernière et *Kaopen*. Les variables de contrôle sont toujours de signe prévu et significatif. De même, l'inflation exerce un effet négatif et statistiquement significatif sur la croissance économique (-0.0122). *Kaopen*, qui n'a jamais été significatif auparavant, porte un signe positif et significatif lorsqu'on a introduit l'inflation (0.0196). Quant à la variable interactive, son coefficient est de signe négatif et significatif à 10% suggérant ainsi que plus l'inflation est élevée, plus les effets positifs de l'ouverture du compte de capital sur la croissance économique se réduisent. On peut conclure donc que la maîtrise de l'inflation est une condition nécessaire pour la réussite d'une politique d'ouverture du compte de capital. Or, et comme on a déjà mentionné, plusieurs pays de la région sud de la méditerranée ont

⁸ Bien que plusieurs indicateurs de la stabilité du cadre macroéconomique existent, nous avons retenu l'inflation pour des raisons de disponibilité des données.

libéralisé leurs comptes de capital dans un cadre macroéconomique instable caractérisé essentiellement par une inflation élevée (En 1995, l'inflation a atteint 30% en Algérie, 16% en Egypte et 10% en Israël...).

Dans la deuxième colonne du tableau 2, la corruption ainsi qu'une variable d'interaction entre cette dernière et l'indicateur du degré d'ouverture du compte de capital ont été introduites à côté des variables de contrôle et de l'indicateur de la libéralisation compte de capital. Dans cette spécification, le coefficient de *Kaopen* intervient avec un signe négatif mais non significatif statistiquement. De même, le coefficient de la corruption n'est pas significatif, malgré qu'il porte un signe négatif (-0.0122). La variable d'interaction est de signe positif mais statistiquement non significatif.

Selon McKinnon (1991), l'ouverture commerciale doit impérativement précéder la libéralisation du compte de capital. C'est ce qu'on se propose de tester dans ce qui suit. Pour cela, on a intégré dans l'équation de la croissance un indicateur du degré de l'ouverture commerciale ((Exports+Imports)/PIB) ainsi qu'une variable interactive entre cette dernière et *Kaopen*. Le coefficient de *TOC* est négatif mais pas significatif statistiquement. Quant à *Kaopen*, il intervient dans l'équation avec un signe négatif et significatif à un seuil de 5%. Mais, ce qui importe dans cette spécification, c'est que le coefficient de la variable d'interaction *TOC* Kaopen* est de signe positif et statistiquement significatif à 1%. On peut dire donc que plus un pays est ouvert commercialement sur l'extérieur, plus les effets qu'exerce la libéralisation de son compte de capital sur la croissance économique seraient importants. Par conséquent, on peut affirmer que l'ouverture commerciale constitue une pré-condition nécessaire pour la réussite d'une politique d'ouverture de compte de capital. Les pays du sud de la méditerranée, semblent ne pas tenir compte de cette condition, puisque la majorité d'entre eux ont commencé à libéraliser leurs comptes de capital sans avoir veillé à entamer le processus d'ouverture commerciale.

Conclusion et recommandations

Nous avons tenté dans le cadre de cet article d'analyser la relation entre la libéralisation financière, les crises bancaires et la croissance économique dans les pays du sud de la méditerranée. Après avoir présenté une brève synthèse de la littérature théorique sur le sujet, nous avons pu conclure que la libéralisation financière exerce un effet positif sur la croissance et ceci à travers divers canaux de transmission. Toutefois, la libéralisation encourage les institutions financières et surtout les banques à adopter des nouveaux comportements compte tenu du changement de l'environnement économique dans lequel elles opèrent.

Cependant, ceci devrait être vérifié empiriquement, et c'est ce que nous nous sommes proposés de faire dans la dernière partie. En fait, nous avons essayé, tout au long de notre investigation empirique, d'apprécier les effets de la libéralisation financière sur la croissance économique, tout en tenant compte de la possibilité de présence des crises bancaires. À cette fin, nous avons eu recours à l'estimation en données de panel dynamique pour un échantillon de 10 pays de la rive sud de la méditerranée sur la période 1980-2005.

Les résultats auxquels nous avons abouti suggèrent une relation positive et significative entre la libéralisation du marché boursier et la croissance économique. Par contre, l'ouverture du compte de capital n'a pas exercé des effets significatifs sur la croissance économique dans les pays du sud de la méditerranée. Les crises bancaires exercent toujours un effet négatif et se trouvent parfois à l'origine du ralentissant de la croissance économique de presque 4%. Autre constat, nous n'avons trouvé aucune interaction entre l'ouverture du compte de capital et les crises bancaires. Par contre, la libéralisation du marché boursier peut parfois minimiser les effets négatifs des crises bancaires pendant les périodes de panique.

Par la suite, nous avons ré-estimé le même modèle pour le cas de l'ouverture du compte de capital, mais sous certaines conditions. Plus précisément, nous avons testé si les effets qu'exerce la libéralisation du compte de capital sur la croissance économique dépendent de l'ouverture commerciale, du cadre institutionnel et enfin de la situation macroéconomique. Ainsi, nous avons pu constater que la stabilité de la situation macroéconomique (représentée ici par l'inflation) et l'ouverture commerciale représentent les principales conditions pour la réussite du processus de l'ouverture du compte de capital dans les pays sud méditerranéens. Une fois nous avons tenu compte de ces deux conditions, l'effet de l'ouverture du compte de capital sur la croissance économique devient significatif. Toutefois, il n'y a pas une forte évidence que les effets de la libéralisation du compte de capital sur la croissance économique dépendent du niveau de la corruption dans ces pays.

À la lumière de la présente étude, plusieurs recommandations d'ordre économique peuvent être présentées. En ce qui concerne l'ouverture du compte de capital, les résultats n'ont pas été jusque là encourageants pour les pays du sud de la méditerranée. Ceci peut être le résultat d'un processus inachevé de libéralisation de compte de capital dans presque tous les pays de la région. Donc, à nos jours, on ne peut pas espérer grande chose en terme de croissance de l'ouverture du compte de capital, puisque cette dernière n'est pas encore achevée. À ce propos, l'expérience des pays de l'Amérique Latine et ceux du sud-Est Asiatique nous enseigne tant de leçons. Ces deux

groupes des pays se sont presque engagés à libéraliser leurs comptes de capital pendant presque la même période⁹. Pourtant, ni l'approche adoptée ni les effets de cette politique n'ont été les mêmes. Totale dans des pays d'Amérique Latine comme le Chili, la libéralisation financière a été plus 'timide' dans des pays du Sud-Est asiatique comme la Corée du Sud ou Taiwan. Dans le premier cas, la libéralisation financière s'est soldée par un échec. Dans le second cas, même si elle ne s'est traduite que par une faible croissance, la libéralisation financière n'a pas provoqué la faillite de ce secteur (Venet, p. 15). Il s'avère donc très dangereux d'adopter une approche du *big-bang* et de lever brusquement toutes les restrictions. De même, une politique de libéralisation de compte de capital doit impérativement être précédée par des efforts de stabilisation des prix et l'achèvement du processus de l'ouverture commerciale. En fait, l'ouverture du compte de capital figure dans la dernière position dans une série de suppression des restrictions. On exige souvent que l'ouverture externe du compte de capital ne précède pas la libéralisation du secteur financier domestique. De même, la libéralisation de ce dernier ne devrait être mise en place qu'une fois le secteur réel est totalement libéralisé.

En ce qui concerne les pays du sud de la méditerranée, il ne faut pas se soucier trop quant aux effets de la libéralisation financière sur la croissance économique. Ces pays sont appelés aujourd'hui à poursuivre graduellement leurs processus de libéralisation financière, mais jamais en interrompre, et veiller à mettre en place des réformes macroéconomiques et d'autres visant à libéraliser le commerce extérieur.

⁹ Dès le milieu des années 70, l'Argentine a mis en place un processus de libéralisation financière. Elle fut bientôt suivie par le Chili. Au début des années 80, Des pays du Sud-Est Asiatique tels que la Corée du Sud et Taiwan ont commencé à libéraliser leurs systèmes financiers.

REFERENCES

- Aizenmann, J. (2002), “Financial Opening: Evidence and Policy Options“, NBER Working Paper n° 8900.
- Arellano, M. et S. Bond (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. 277-97.
- Arellano, M. et O. Bover (1995), “Another look at the instrumental-variable estimation of error-components models“, *Journal of Econometrics*, Vol. 68, pp. 29-52.
- Arteta, C., B. Eichengreen et C. Wyplosz (2001), “When Does Capital Account Liberalization Help More than It Hurts?“, NBER Working Paper n° 8414.
- Barro, R. J. (1997), “Determinants of Economic Growth: A Cross-Country Empirical Study“, *Harvard Development Discussion Paper n° 579*, Institute for International Development.
- Barro, R. J., N. G. Mankiw et X. Sala-i-Martin (1995), “Capital Mobility in Neoclassical Models of Growth“, *American Economic Review*, pp. 103-15.
- Bekaert, G., C. Harvey et C. Lundblad (2003), “Does Financial Liberalization Spur Growth?“, NBER Working Paper n° 8245.
- Ben Gamra S. et D. Plihon (2007), “ Politiques de libéralisation financière et crises bancaires“, *Economie Internationale*, N° 112 ;
- Bernou N. et M. Grondin (2000), “Réconciliation entre libéralisation financière et croissance économique dans un modèle fondé sur la banque“, *Groupe d’Analyse et de Théorie Economique*, document de travail n° 00/12.
- Bonfiglioli, A. et C. Mendicino (2004). “Financial Liberalization, Banking Crises and Growth: Assessing the Links“, *Working Paper Series in Economics and Finance n° 567*, Stockholm School of Economics.
- Chinn, M. D. et H. Ito (2002), “Capital Account Liberalization, Institutions and Financial Development: Cross Country Evidence“, NBER Working Paper n° 8967.
- _____ et H. Ito (2005), “What matters for Financial Development? Capital Controls, Institutions, and Interactions“, NBER Working Paper n° 11370.
- Cooper (1999), “Should capital controls be banished? ”, *Brookings Papers in Economic Activity*, Vol. 1, pp. 89-125.
- Creane, Goyal, Sab et Mobarak (2004), « Financial Sector Development in the Middle East and North Africa», IMF working paper n° 201.
- Daniel, B., et J. B. Jones (2007) “Financial Liberalization and Banking Crises in Emerging Economies”, *Journal of International Economics*, Volume 72, Issue 1, 202–221.
- Demirgüç-Kunt, A. et E. Detragiache (1998), “The Determinants of Banking Crises: Evidence from Developed and Developing Countries “, *IMF Staff papers*, Vol. 45 (1).

_____ et E. Detragiache (1998), "Financial Liberalization and Financial Fragility," IMF Working Papers n° 98/83.

Dhingra, S. (2004), "Equity Market vs. Capital Account Liberalization: A Comparison of Growth Effects of liberalizations Policies in Developing Countries", Rutgers University

Edwards, S. (2001), "Capital Mobility and Economic Performance: Are Emerging Economies Different? ", NBER Working Paper n° 8076.

Grilli, V. et G. M. Milesi-Ferretti (1995), "Economic Effects and Structural Determinants of Capital Controls", IMF Staff Paper n° 42, p. 517-51.

Goldsmith (1969), "Financial Structure and Development", New Haven, Yale University Press.

Henry, P. B. (2000), "Stock Market Liberalization, Economic Reform, and Emerging Market Equity Prices", Journal of Finance, Vol. 55(2), pp. 529-64.

Hisarciklilar, M., L. Ozkale, S. Kayam et M.O. Kayalica (2006), "Foreign Direct Investment and Growth in Mediterranean Countries", Edition F. Praussello, in "Sustainable Development and Adjustment in the MEDA Countries Following the EU Enlargement".

Ito, H. (2006), "Financial development and financial liberalization in Asia: Thresholds, institutions and the sequence of liberalization", North American Journal of Economics and Finance, Vol. 17, pp. 303–327.

Kaminsky, G. et K. Reinhart (1999), "The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems", American Economic Review, Vol. 89 (3), pp. 473-500.

Kibritcioglu, A. (2002), "Excessive Risk-Taking, Banking Sector Fragility, and Banking Crises", Working Paper n° 02/114, University of Illinois at Urbana-Champaign.

King, R. G. et R. Levine (1993), "Finance, entrepreneurship and growth: Theory and evidence", Journal of Monetary Economics, Elsevier, Vol. 32(3), pp. 513-42.

Klein, M. W. et G. Olivei (1999), "Capital Account Liberalization, Financial Depth and Economic Growth", NBER Working Paper n° 7384.

_____ (2005), "Capital Account Liberalization, Institutional Quality and Economic Growth: Theory and Evidence", NBER Working Paper n° 11112.

Komulainen et Lukkarila (2003), "What drives financial crises in emerging markets?", Emerging Markets Review, Vol.4 , pp. 248–272

Kose, M., E. Prasad, K. Rogoff, et S. J. Wei (2006), "Financial Globalization: A Reappraisal", IMF Working Paper n° 06/189.

Kraay, A. (1998), "In Search of the Macroeconomic Effects of Capital Account Liberalization", Mimeo, The World Bank, Washington, D.C.

Laureti, L. et P. Postiglione (2005), "The effects of capital inflows on the economic growth in the Med Area", Journal of Policy Modeling, Vol. 27, pp. 839–851.

Michelini, S. (2003), "Etat des lieux des négociations de la zone de libre-échange euro-méditerranéenne", Options Méditerranéennes, Série A, n°52.

- McKinnon, R. (1973), "Money and Capital in Economic Development", Washington DC, Brookings Institution.
- _____ (1993), "The Order of Economic Liberalization: Financial Control in the Transition to a Market Economy", The Johns Hopkins Studies in Economic Development.
- Neumann, R. et R. Penl (2008), " Volatile capital flows: Interactions between de jure and de facto financial liberalization." *Economics Bulletin*, Vol. 6, No. 2 pp. 1-10
- Quinn, D. (1997), "The Correlates of Change in International Financial Regulation", *American Political Science Review*, Vol. 91, pp. 531-551.
- Ranciere, R., A. Tornell et F. Westermann (2006), "Decomposing the Effects of Financial Liberalization: Crisis vs. Growth", NBER Working Paper n° 12806.
- Rodrik, D. (1998), "Who Needs Capital Account Convertibility?", mimeo; (Cambridge, Massachusetts: Harvard University).
- Roubini et Sala-i-Martin (1992), "Financial Repression and Economic Growth", *Journal of Development Economics*, Vol 39, pp. 5–30.
- Plihon, D. et L. Miotti (2001), "Libéralisation financière, spéculation et crises bancaires", *Revue Economie Internationale*, n° 85, pp. 3-36.
- Sandretto, "Les risques de la libéralisation financière vus à travers le prisme des crises financières récentes des pays émergents, Colloque International, GDR Economie et Finance Internationales, Ouverture Economique et Développement, Tunis 23 – 24 juin.
- Shaw, E. (1973), "Financial Deepening in Economic Development", New-York, Oxford University Press.
- Wei, S. J. (2006), "International Capital Flows", *The New Palgrave Dictionary of Economics*, Second Edition.

TABLEAU1. SOURCES ET DEFINITIONS DES VARIABLES

Variable	Définition et Construction	Source
PIB réel par habitant (PIB)	Logarithme du PIB réel par tête	World Development Indicators 2007
Libéralisation du compte de capital (KAOPEN)	Kaopen	Chinn et Ito (2002, 2005)
Libéralisation du marché boursier (EML)	Le ratio (<i>'portfolio investment liabilities'</i>) / PIB	International Financial Statistics online, Mars 2008, ligne 78bgd
Crise bancaire (FSB)	Indice de Fragilité du Secteur Bancaire	International Financial Statistics online, Mars 2008 World Development Indicators 2007
Taux d'ouverture commerciale (TOC)	(Exportations+Importations) / PIB	World Development Indicators 2007
Taille du gouvernement (GGC)	(Dépenses courantes du gouvernement) / PIB	World Development Indicators 2007
Investissement domestique(GCF)	(Dépenses d'investissement) /PIB	World Development Indicators 2007
Croissance de la population (TPOP)	Taux de croissance de la population	World Development Indicators 2007
Stabilité macroéconomique (LINF)	Log (1+ inflation)	World Development Indicators 2007
Qualité institutionnelle (COR)	Corruption au sein du gouvernement	International Country Risk Guide

TABLEAU 2. PRINCIPAUX TRAVAUX RELATIFS A L'EFFET DE LA LIBERALISATION FINANCIERE SUR LA CROISSANCE ECONOMIQUE

Études	Nombre de pays	Période	Indice de la libéralisation	Méthode d'estimation	Effet sur la croissance
<i>Grilli et Milesi-Ferretti, 1995</i>	61	1966-1989	Share	Variables instrumentales (V.I)	Pas d'effet
<i>Quinn, 1997</i>	58	1960-1989	Quinn	Coupe transversale, M.C.O	Effet positif
<i>Kraay, 1998</i>	117	1985-1997	Share, Quinn, ou Volume	Coupe transversale, MCO et V.I	Pas d'effet
<i>Rodrik, 1998</i>	100	1975-1989	Share	Coupe transversale, M.C.O	Pas d'effet
<i>Klein et Olivei, 2000</i>	67	1986-1995	Share	Coupe transversale, VI.	Effet positif
<i>Arteta, Eichengreen et Wyplosz, 2001</i>	51 à 59	1973-1992	Quinn	M.C.O, SLS et V.I	Effet mixte
<i>Bekaert, Harvey et Lundblad, 2003</i>	30	1981-1997	Dates officielles de libéralisation du marché boursier (BHL)	Panel, Moyenne mobile	Effet positif
<i>Edwards, 2001</i>	55 à 62	1980-1989	Quinn	Coupe transversale, M.M C	Effet positif
<i>Edison, Klein, Ricci et Sløk, 2002</i>	89	1976-1995	Share, Quinn et BHL	M.C.O et V.I	Effet mixte
<i>Edison, Klein, Ricci et Sløk, 2002</i>	57	1980-2000	IMF	Panel, M.C.O et V.I	Pas d'effet
<i>Bonfiglioli et Mendicino, 2004</i>	90	1975-1999	IMF et BHL	Panel dynamique, G.M.M	Effet positif
<i>Klein, 2005</i>	71	1976-1995	Share	Variables instrumentales	Effet positif
<i>Ranciere, Tornell et Westermann, 2006</i>	60	1980-2002	Indice de BHL	Probit	Effet positif

Source: Adapté de Prasard, Rogoff, Wei et Kose, «Financial Globalization: A Reappraisal».

TABLEAU 3. LIBERALISATION FINANCIERE, CRISES BANCAIRES ET CROISSANCE ECONOMIQUE

	S 1	S 2	S 3	S 4	S 5	S 6	S 7
LGDP_{t-1}	0.9738*** (0.0291)	0.9424*** (0.0367)	0.9327*** (0.0346)	0.9337*** (0.0347)	0.9218*** (0.0416)	0.9133*** (0.0387)	0.9134*** (0.0385)
GBC	-0.0089*** (0.0019)	-0.0090*** (0.0019)	-0.0078*** (0.0018)	-0.0076*** (0.0018)	-0.0097*** (0.0020)	-0.0087*** (0.0018)	-0.0084*** (0.0018)
GCF	0.0035*** (0.0010)	0.0032*** (0.0010)	0.0032*** (0.0009)	0.0032*** (0.0009)	0.0034*** (0.0011)	0.0037*** (0.0010)	0.0035*** (0.0010)
POP	-0.0092** (0.0041)	-0.0087** (0.0041)	-0.0093** (0.0039)	-0.0092** (0.0039)	-0.0069 (0.0045)	-0.0080* (0.0042)	-0.0084** (0.0042)
KADPEN	-	0.0090 (0.0068)	0.0065 (0.0065)	0.0076 (0.0065)	-	-	-
EML	-	-	-	-	0.0066** (0.0031)	0.0053* (0.0030)	0.0039 (0.0031)
FSB	-	-	-0.0319*** (0.0069)	-0.0395*** (0.0102)	-	-0.0352*** (0.0075)	-0.0389*** (0.0077)
KADPEN*FSB	-	-	-	-0.0081 (0.0080)	-	-	-
EML*FSB	-	-	-	-	-	-	0.0123* (0.0069)
Observations	244	244	243	243	218	217	217
Nombre d'instruments	28	29	30	31	29	30	31
Test d'autocorrélation d'ordre 2	0.639	0.630	0.582	0.697	0.246	0.076	0.075
Test de Sargan	0.898	0.865	0.876	0.827	0.854	0.882	0.813

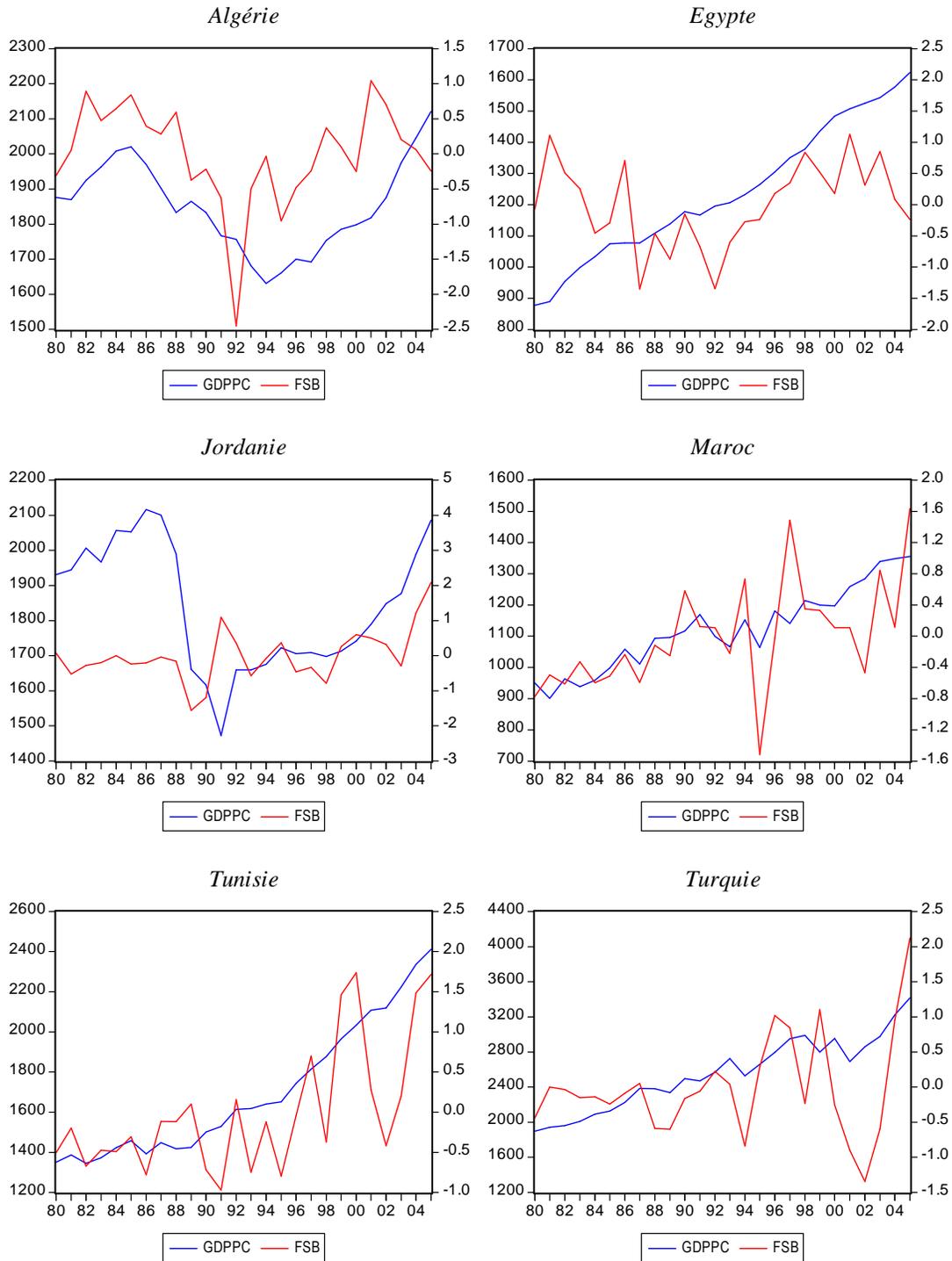
Notes: Variable dépendante: PIB par habitant pris en Logarithme. (***), (**) et (*) correspondent respectivement à la significativité statistique à 1%, 5% et 10%; (.) correspond à l'écart type.

TABLEAU 4. LIBERALISATION DU COMPTE DE CAPITAL, PRECONDITIONS ET CROISSANCE ECONOMIQUE

	S1	S2	S3
LGDP_{t-1}	0.9163 *** (0.0412)	0.9581*** (0.0638)	0.9625*** (0.0604)
GGC	-0.0099 *** (0.0019)	-0.0084*** (0.0024)	-0.0074*** (0.0021)
GCF	0.0037 *** (0.0010)	0.0040*** (0.0012)	0.0052*** (0.0013)
POP	-0.0069 * (0.0042)	-0.0086* (0.0047)	-0.0070 (0.0046)
KAOPEN	0.0196** (0.0099)	-0.0115 (0.0249)	-0.0483** (0.0177)
LINF	-0.0122** (0.0061)	-	-
KAOPEN*LINF	-0.0064* (0.0041)	-	-
COR	-	-0.0122 (0.0097)	-
KAOPEN*COR	-	0.0041 (0.0063)	-
TO	-	-	-0.0005 (0.0004)
KAOPEN*TO	-	-	0.0007*** (0.0002)
Observations	234	175	248
Nombre d'instruments	31	31	31
Test d'autocorrélation d'ordre 2	0.221	0.100	0.686
Test de Sargan	0.789	0.853	0.939

Notes: Variable dépendante: PIB par habitant pris en Logarithme. (***), (**) et (*) correspondent respectivement à la significativité statistique à 1%, 5% et 10% ; (.) correspond à l'écart type.

FIGURE 1. PIB PAR HABITANT ET CRISES BANCAIRES *



* La courbe en bleu correspond au PIB par habitant (échelle à gauche). La courbe en rouge correspond à l'indice de fragilité du secteur bancaire (échelle à droite).

FIGURE 1. PIB PAR HABITANT ET CRISES BANCAIRES (suite)

