



Munich Personal RePEc Archive

**International financial integration: A  
descriptive comparison of the effects on  
industrial and emerging countries**

Saadaoui, Zied

Université Tunis El Manar

July 2007

Online at <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/25330/>

MPRA Paper No. 25330, posted 22 Sep 2010 22:22 UTC

---

# L'intégration financière internationale : Une comparaison descriptive des effets sur les pays industrialisés et les pays émergents<sup>1</sup>

---

## Résumé

Après un survol des littératures qui identifient et mesurent l'effet de l'intégration financière sur la profondeur et l'efficacité des marchés financiers dans les PE, sur les mouvements des flux de capitaux en direction de ces pays et enfin sur la croissance économique, ce papier fournit une analyse descriptive de l'effet de l'intégration financière (la libéralisation du secteur bancaire et la levée des restrictions sur les investissements financiers) sur les moyens de financement de l'économie, c'est à dire le secteur bancaire d'une part et le marché financier d'autre part. Pour cela, j'ai eu recours à plusieurs recherches identifiant les dates exactes de libéralisation financières et à une base de données sur un échantillon de 32 pays (22 PE et 10 PI). L'étude a permis, en outre, de vérifier si les pays économiquement avancés ont profité davantage de l'intégration financière que les pays émergents afin de développer leurs marchés des valeurs boursières et de créer un équilibre entre financement direct et financement indirect. L'analyse descriptive des données montre que la libéralisation du système financier domestique avait, surtout, profité aux nouveaux pays industrialisés de l'Asie du sud-est et aux pays avancés, en terme de liquidité des marchés financiers et de distribution des crédits.

---

*Réalisé par*

**Mr. Zied SAADAoui**

Juillet, 2007

---

<sup>1</sup> Ce papier a fait l'objet d'une communication lors des 24<sup>ème</sup> journées Journées d'Economie Monétaire et Bancaire, Rennes, 14 et 15 juin 2007.

# **L'intégration financière internationale : Une comparaison descriptive des effets sur les pays industrialisés et les pays émergents**

## *I- Introduction*

L'effet de l'intégration financière sur le développement économique et financier des pays émergents (PE) demeure assez ambigu. Cet effet dépend principalement de trois facteurs qui constituent le « triangle macroéconomique » (Obstfeld et Taylor, 2002), à savoir : l'ouverture et la libéralisation des marchés de capitaux, le régime de change fixe, et l'indépendance de la politique monétaire. Levine et Zervos (1996) ont prouvé empiriquement que l'intégration financière permet, outre l'augmentation de la croissance économique, d'apaiser la volatilité des rendements boursiers et de stimuler la capitalisation des marchés financiers dans les PE. Tandis que Kaminsky et Schmuckler (2002) montrent que les pays émergents peuvent être soumis à des crashes<sup>2</sup> financiers s'ils n'arrivent pas à maîtriser les différentes étapes de l'intégration financière et s'engagent rapidement vers une libéralisation totale de leurs systèmes financiers. D'un autre côté, Anderson et Moreno (2005) identifient trois inconvénients de l'intégration financière sur les pays en développement : L'imposition de contrôles excessifs sur les flux financiers comme c'est le cas en Chine et en Inde, la volatilité des flux de capitaux en direction des PE principalement au cours des années 90 et le fait que, contrairement aux fondements théoriques de l'intégration, les flux de capitaux se dirigent plutôt des PE vers les pays industriels (PI). Comme le montre le cas des Etats Unis d'Amérique dont le déficit courant ne cesse d'augmenter depuis 1997. Ce déficit est toujours compensé par des sorties de capitaux des PE notamment l'Asie du sud-est. Korajczyk (1995) montre en se basant sur la loi du prix unique que l'intégration financière a été plus évidente dans les marchés financiers matures qualifiés de complets que dans les marchés émergents qualifiés de segmentés. L'auteur décrit aussi la difficulté pour les PE, probablement handicapés par des difficultés financières, à s'intégrer. D'un autre côté, l'intégration financière requiert une levée des restrictions sur les mouvements des flux de capitaux (investissements directs étrangers (IDE), investissements financiers à court terme, flux bancaires...). L'expérience des pays émergents a montré que malgré les efforts de

---

<sup>2</sup> Quoique, selon Kaminsky et Schmuckler (2002), les crash marchés financiers dans les PE ayant entamé d'une façon précoce leurs intégration financière, se limitent au court terme.

déréglementation, ces pays demeurent dépendants aux facteurs *push* c'est à dire des facteurs externes à leurs performances économiques, comme le montrent Fernandez-Arias (1994) et Chuhan, Claessens et Mamingi (1993). Par ailleurs, les pays émergents souffrent d'une dépendance aux flux (très liquides) de court terme. La volatilité de ces flux (Chuhan, Perez-Quiros et Popper, 1996) avait conduit le Mexique à la récession économique en 1994 qui s'est ensuite répandue, sous l'effet *Tequilla*, pour atteindre les pays voisins et les Philippines (Sachs, Velasco et Tornell, 1996).

Dans ce papier je me suis exclusivement intéressé au développement financier (bancaire et boursier) avant et après la libéralisation financière dans les PE et les PI. Après un survol des littératures qui identifient et mesurent l'effet de l'intégration financière sur la profondeur et l'efficacité des marchés financiers dans les PE, sur les mouvements des flux de capitaux en direction de ces pays et enfin sur la croissance économique, j'ai essayé d'évaluer empiriquement l'effet de l'intégration financière (la libéralisation du secteur bancaire et la levée des restrictions sur les investissements financiers) sur les moyens de financement de l'économie, c'est à dire le secteur bancaire d'une part et le marché financier d'autre part. Pour cela, j'ai eu recours à plusieurs recherches identifiant les dates exactes de libéralisation financières et à une base de données sur un échantillon de 32 pays (22 PE et 10 PI). L'étude a permis, en outre, de vérifier si les PI ont profité davantage de l'intégration financière que les PE afin de développer leurs marchés des valeurs boursières et de créer un équilibre entre financement direct et financement indirect. L'analyse des données a révélé trois conclusions importantes :

- 1- Après la libéralisation financière, les pays de l'Amérique Latine ont échoué à orienter les objectifs de l'intégration financière vers l'augmentation de la taille de leurs marchés financiers.
- 2- Même après la libéralisation de leurs marchés financiers, les pays du Moyen Orient et de l'Afrique du Nord (MOAN)<sup>3</sup> dégagent une dépendance importante vis à vis de leurs secteurs bancaires.
- 3- La libéralisation du système financier domestique avait, surtout, profité aux nouveaux pays industrialisés de l'Asie du sud-est et aux pays avancés, en terme de liquidité des marchés financiers et de distribution des crédits.

---

<sup>3</sup> Middle East and North Africa (MENA).

## *II- Effets de l'intégration financière sur les économies émergentes : Evaluation des Avantages et des inconvénients*

### *1- Effets sur les marchés financiers : Les pays émergents moins avantagés que les pays industriels ?*

Kaminsky et Shmuckler (2002) proposent une mesure de la libéralisation financière (LF). Les auteurs indiquent que la LF globale doit couvrir trois secteurs : Le secteur financier domestique, le compte de capital et les bourses de valeurs mobilières. La libéralisation du compte de capital est évaluée à partir :

- De la régulation des emprunts off-shore contractés par les institutions financières domestiques et les institutions non financières domestiques.
- Du marché du taux de change multiple et du contrôle des reflux de capitaux. Sachant que la régulation s des emprunts off-shore contractés par les institutions domestiques (financières et non financières) définissent le contrôle sur les flux de capitaux.

D'autre part la libéralisation du système financier domestique est évaluée par la régulation qui touchent les dépôts bancaires, les taux d'intérêts sur crédits ainsi que l'allocation du crédit et des dépôts en devise. Tandis que la libéralisation du marché des valeurs mobilières est identifiée par la régulation des acquisitions de titres boursiers par les étrangers, la répartition du capital et la répartition des dividendes.

Les auteurs construisent un indice de libéralisation financière à travers lequel ils remarquent en se basant sur une observation de 28 pays durant une période allant de 1973 à 1999, que la libéralisation globale (c'est à dire la libéralisation des trois secteurs) a été vérifiée ou observée d'abord dans les PI ensuite dans les PE. Les auteurs montrent aussi que dans les PI les marchés des titres ont été libéralisés, d'une manière effective en 1970, bien avant les autres secteurs (compte de capital et secteur financier domestique) dont la libéralisation a été instaurée en 1980. Tandis que pour les PE, selon les observations des auteurs c'est le processus inverse de libéralisation qui s'est mis en place, puisque les secteurs financiers domestiques et le compte de capital ont été libéralisés dès le milieu des années 70 alors que le marché financier a été libéralisé vers la fin des années 80 en Asie du sud-est et l'Amérique Latine. La vague de libéralisation du capital et du secteur financier<sup>4</sup> prend fin dans les PE en

---

<sup>4</sup> Première vague de libéralisation financière.

1982 avec la crise de la dette. Les pays latino américains adoptent la libéralisation de leur secteur financier en premier lieu, L'Asie du sud-est par contre choisit une stratégie mixte : Une partie des pays optent pour la dérégulation du secteur financier domestique en premier lieu et l'autre pour une libéralisation du marché financier. La libéralisation du compte de capital vient en dernier lieu pour les PI et les PE lors de la deuxième vague de libéralisation<sup>5</sup>. Les auteurs remarquent aussi, que l'amplitude des cycles financiers (mouvement des prix des valeurs mobilières) augmente à court terme de 20% (juste après la libéralisation financière). L'effet de la libéralisation financière est plus prononcé dans les PE que dans les PI. Les premiers ont enregistré une forte volatilité à court terme et une stabilisation à long terme si la politique de libéralisation persiste, tandis que les PI ont bénéficié d'une faible volatilité à court terme et une stabilisation à long terme.

D'autre part, afin de rendre compte de l'effet de la libéralisation par secteur sur l'amplitude des fluctuations des titres domestiques les auteurs estiment le modèle suivant :

$$ampl_i = \alpha' X_i + \rho d_i^r + \beta_1 d_i^{sr,1,2} + \beta_2 d_i^{sr,2} + \beta_3 d_i^{CA} + \beta_4 d_i^{SM} + \lambda d_i^{lr,2} + \varepsilon_i$$

$d_i^{sr,1,2}$  est une variable dichotomique égale à l'unité si le cycle est observé juste après la LF, c'est à dire dans un intervalle de temps inférieur à quatre années.

$d_i^{sr,2}$  est égale à 1 si le cycle survient juste après la LF (dans l'intervalle cité ci-dessus) du deuxième secteur.

$d_i^{CA}$  Prend la valeur 1 si le cycle est observé durant les quatre années qui suivent l'ouverture du compte de capital.

$d_i^{SM}$  est égal à l'unité si le cycle se situe dans l'intervalle de quatre ans après la libéralisation du marché financier.

Les résultats indiquent que les crashes sont plus aigus dans les pays émergents si ces derniers procèdent à l'ouverture de leur compte de capital en premier lieu.

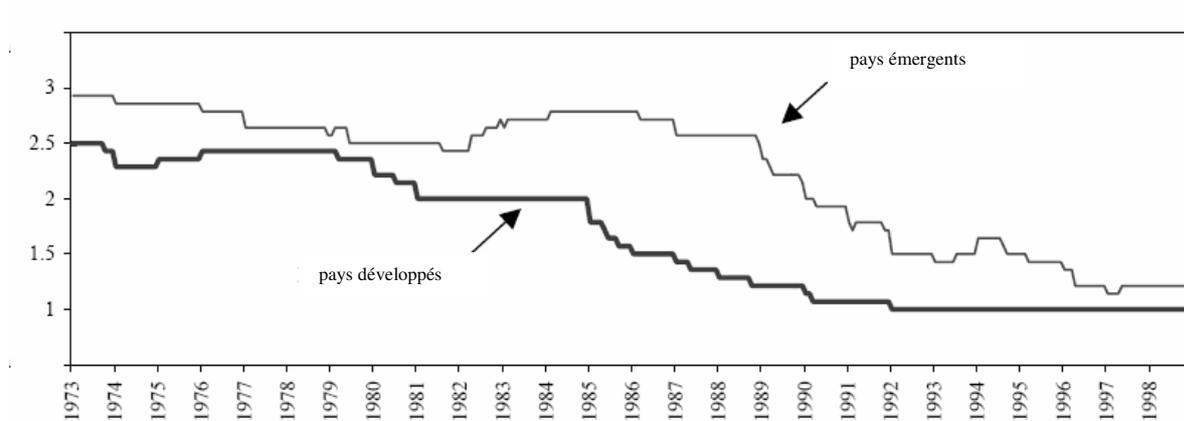
Korajczyk (1995) entreprend une analyse théorique sur la différence entre les marchés financiers émergents et les marchés financiers matures en terme de segmentation et de

---

<sup>5</sup> Vers la fin des années 80, début des années 90.

restriction des flux de capitaux. L'analyse de l'auteur met en évidence la difficulté des PE à se lancer dans un processus durable de libéralisation financière, comme le montre la figure 1.

### Indice de libéralisation financière



\* La valeur 1 sur l'axe des ordonnées indique une libéralisation complète, 2 et 3 indiquent respectivement une libéralisation financière partielle et une répression financière.  
Source : Kaminsky et Schmuckler (2002)

Cette difficulté se traduit par l'imposition répétée de barrières à la libre circulation des flux financiers. Ainsi, l'une des manières de mesurer le niveau d'intégration relatif au marché financier est d'estimer la déviation des cours des actions par rapport à la loi du prix unique (LOP)<sup>6</sup>. Korajczyk (1995) définit, en premier lieu le modèle de la théorie de l'arbitrage des prix des actifs financiers (APT)<sup>7</sup> qui permet d'évaluer le prix d'une action en fonction de plusieurs facteurs de risques communs (facteurs généraux) ainsi qu'un ensemble de risques idiosyncratiques (facteurs spécifiques) :

$$\tilde{R}_i = E_i + b_{iF_1} \tilde{F}_1 + b_{iF_2} \tilde{F}_2 + \dots + b_{iF_N} \tilde{F}_N + b_{iC_i} \tilde{C}_i \quad (1)$$

$\tilde{R}_i$  : Rendement du titre

$\tilde{F}_i$ ,  $i = \{1, 2, 3, \dots, N\}$  : Ensemble des facteurs de type causal qui déterminent la variabilité et la co-variabilité des taux de rendement des titres.

<sup>6</sup> *Law of one price*: Dans un marché efficient, deux titres ayant des caractéristiques identiques doivent avoir le même prix. En d'autres termes, si un titre est émis sur la bourse de New York et le même titre, ayant la même espérance de rendement, est émis sur la bourse de Paris, ces deux titres doivent avoir le même prix d'émission.

<sup>7</sup> *Arbitrage Pricing Theory*

$\tilde{C}_i, i = \{1, 2, 3, \dots, N\}$  : Facteur de risque spécifique à chaque titre

L'auteur s'intéresse plus particulièrement au terme  $E_i$  qui traduit le rendement espéré de l'actif  $i$  à la date  $t$ . Ce terme se décompose comme suit :

$$E_i \approx \alpha_i + \lambda_0 + b_{i,1}\lambda_1 + \dots + b_{i,k}\lambda_k \quad (2)$$

$\lambda_0$  : Le rendement réalisé pendant la période  $(t-1)$

$\lambda_k$  : Prime de risque relative au  $k^{\text{ème}}$  facteur de risque cités dans (1)

$\alpha_i$  : Paramètre qui estime l'erreur d'évaluation, en d'autres termes la déviation du rendement espéré d'un actif par rapport aux prédictions du modèle APT multi-facteur

Dans le cas d'absence d'arbitrage (intégration financière complète) le paramètre  $\alpha_i$  devrait s'annuler. Donc, l'hypothèse est la suivante : Un marché segmenté (marché émergent) où deux économies mettent en place des limites à la libre circulation des flux de capitaux, et dont l'évolution des titres est influencée par un seul facteur de risque global mais sous différentes conditions,

$$\text{Marché } a : E_i^a = \lambda_0^a + b_{i,1}\lambda_1^a$$

$$\text{Marché } b : E_i^b = \lambda_0^b + b_{i,1}\lambda_1^b$$

Sachant que  $(\lambda_0^a, \lambda_1^a) \neq (\lambda_0^b, \lambda_1^b)$

Sous l'hypothèse que le marché a et le marché b soient totalement intégrés, alors leurs facteurs communs de risque se présenteraient comme suit :

$$\bar{\lambda}_0 = \frac{(\lambda_0^a + \lambda_0^b)}{2} \quad \text{et} \quad \bar{\lambda}_1 = \frac{(\lambda_1^a + \lambda_1^b)}{2} \quad (3)$$

A partir de (3), le niveau de segmentation des deux marchés a et b sera mesuré, selon l'auteur, en utilisant le paramètre  $\alpha_j$  (déviations du rendement) mesuré pour chaque actif  $j$  :

$$\alpha_j^a = (\lambda_0^a - \bar{\lambda}_0) + b_{j,1}(\lambda_1^a - \bar{\lambda}_1) \quad (4.a)$$

$$\alpha_j^b = (\lambda_0^b - \bar{\lambda}_0) + b_{j,1}(\lambda_1^b - \bar{\lambda}_1) \quad (4.b)$$

Les deux équations (4.a) et (4.b) peuvent être réécrites ainsi :

$$\alpha_j^{a,b} = (\lambda_0^{a,b} + b_{i,1}\lambda_1^{a,b}) - (\bar{\lambda}_0 + b_{i,1}\bar{\lambda}_1) \quad (5)$$

Le paramètre  $\alpha_j$  mesure, donc, la déviation selon l'APT, du cours d'une action par rapport à la loi du prix unique, en d'autre terme d'après (3) et (5), ce paramètre exprime l'écart entre le rendement espéré d'un titre sur le marché segmenté  $(\lambda_0^{a,b} + b_{i,1}\lambda_1^{a,b})$  et le l'espérance du rendement du même titre sur un marché parfaitement intégré  $(\bar{\lambda}_0 + b_{i,1}\bar{\lambda}_1)$  ; si  $\alpha_j^{a,b}$  s'annule les marchés segmentés deviennent intégrés et il y aurais absence d'opportunité d'arbitrage.

L'étude économétrique de Korajczyk (1995) s'intéresse, principalement, au comportement du paramètre  $\alpha_j$  dans 20 PE<sup>8</sup> et 4 PI. La période d'observation totale s'étale entre janvier 1976 et décembre 1992 utilisant des données mensuelles sur le rendement des actions traitées sur chaque marché. Par ailleurs, l'auteur utilise un estimateur ajusté  $(\hat{\theta})^9$  de déviation des rendements par rapport à la LOP à l'échelle de chaque marché financier des 24 pays de l'échantillon. Cet estimateur garde les mêmes caractéristiques que  $\alpha_j$ . Il remarque, entre autres, la sensibilité de cet estimateur aux événements politiques et réglementaires qui ont animé la scène économique dans chaque pays.

Concernant l'Argentine, l'auteur cite l'influence de la loi de réforme mise en place durant 1989 dont le principal objectif était d'attirer les flux financiers privés étrangers à travers l'élimination des restrictions sur la propriété étrangère et sur la répartition du capital. L'indice  $\hat{\theta}$  relatif à cette période enregistre des valeurs négatives assez élevées en valeur absolue ce qui prouve que l'Argentine avait connu, durant l'année 1989, son niveau d'intégration financière le plus élevé. L'équation (5) fournit aussi les mêmes interprétations puisque si  $\alpha_j^{a,b}$  est négatif alors  $(\lambda_0^{a,b} + b_{i,1}\lambda_1^{a,b})$  serait inférieur à  $(\bar{\lambda}_0 + b_{i,1}\bar{\lambda}_1)$  donc le marché serait davantage intégré que si  $\alpha_j^{a,b}$  était nul.

---

<sup>8</sup> A partir de 1980.

Au Brésil, la politique gouvernementale<sup>10</sup> mise en place durant les années d'observation imposait un contrôle strict sur les biens, les bénéfices et le taux de change, ce qui avait entraîné une forte augmentation de l'estimateur  $\hat{\theta}$  entre 1985 et 1989. Tandis qu'en Inde l'augmentation de  $\hat{\theta}$  durant la période 1991-1992 avait coïncidé avec une crise de la balance des paiements survenue durant 1991 suivie d'une série de perturbations qui avaient touché le marché de change et le secteur bancaire.

Concernant les PI les valeurs de  $\hat{\theta}$  étaient assez faibles durant la période d'étude, ce qui prouve que l'intégration financière n'a pas été abordée par les PE de la même manière, politiquement et économiquement. Les PI, pour de multiples raisons politiques, économiques, institutionnels et probablement culturels ont su tirer les meilleurs résultats de leurs engagements sur la scène financière internationale.

Dans une démarche similaire à celle utilisée par Korajczyk (1995), Levine et Zervos (1996) utilisent six indicateurs (ou facteurs *pull*) qui mesurent le degré d'intégration financière dans six pays émergents :

- Trois indicateurs du développement du marché financier domestique : La capitalisation du marché en pourcentage du PIB, le taux de transaction en pourcentage du PIB et le taux de rotation du marché (Turnover) qui est égal au rapport des deux premiers indicateurs.
- - Un indicateurs de la déviation du rendement des actifs par rapport au modèle IAPT et ICAPM<sup>11</sup>, utilisé dans l'étude de Korajczyk (1995) analysée ci-dessus.
- Un indicateur de volatilité du rendement boursier.

Les auteurs mettent en place deux indices supplémentaires relatifs au développement global de chaque marché financier par rapport à la moyenne de tout l'échantillon. En d'autres termes, ces deux indices composites utilisent la variation d'une variable  $X_i$ , spécifique à un pays, relativement à la variation de cette même variable pour tout l'échantillon :

---

<sup>9</sup> $\hat{\theta} = \hat{\alpha}'_n \hat{\alpha}_n / n - v'_{n,t} / n$ , où  $\hat{\alpha}'_n \hat{\alpha}_n / n$  représente le coefficient moyen de déviation des rendements de l'ensemble des actions traités sur un marché financier. Le terme  $v'_{n,t} / n$  traduit la variance moyenne de  $\alpha_j$ . L'auteur explique davantage la procédure de calcul de l'estimateur  $\hat{\theta}$ .

<sup>10</sup> *Cruzado Plan*.

<sup>11</sup> ICAPM : International Capital Asset Pricing Model, Modèle d'Evaluation des Actifs Financiers (MEDAF). IAPT: International Arbitrage Pricing Model.

$X_i$  (Indice 1) incorpore des informations sur la capitalisation boursière, le volume des transactions, et le turnover.

$X_i$  (Indice 2) incorpore, en plus des informations contenues dans Indice 1, l'ajustement de la mesure de l'intégration à partir de l'IAPM.

$$X_i^m = \frac{(X_i - \bar{X})}{|\bar{X}|} \quad (6)$$

$X_i^m$  représente la moyenne de  $X_i$  pour le pays  $i$  durant la période 1976-1993, alors que  $\bar{X}$  est la moyenne de  $X_i$  pour l'ensemble de l'échantillon durant la même période.

Levine et Zervos (1996) étudient le comportement de ces deux indices après le changement de la politique vis à vis de la libéralisation des flux de capitaux dans chaque pays. Ils estiment pour un échantillon de 27 pays (16 PE et 11 PI<sup>12</sup>), la relation entre l'évolution de ces indices et les changements des restrictions sur : les flux internationaux, la politique de distribution des dividendes et la politique de libéralisation du capital. L'étude s'appuie sur des données mensuelles afin de construire les deux indices définis dans (6). Les auteurs remarquent une nette augmentation de l'activité des marchés des valeurs en terme de capitalisation et de taux de transactions ainsi que du niveau d'intégration tout au long de la période d'étude (1976-1993) et pour l'ensemble des pays. Concernant, l'évolution de la volatilité des rendements sur les marchés financiers des 16 PE, selon les observations, elle accuse une diminution (atténuation) pour 7 des 16 pays entre les périodes avant et après les modifications des réglementations des flux internationaux et des dividendes.

Néanmoins le **tableau 1** donne l'évidence que certes l'intégration financière a stimulé la capitalisation des marchés financiers émergents, cependant elle a provoqué une diminution du *turnover* dans la majorité de ces marchés. Ces remarques prouvent que les PE n'ont pas totalement réussi à dynamiser les transactions au sein de leurs bourses de valeurs mobilières de façon à ce que les taux de transactions suivent le rythme de croissance de la capitalisation. Ce qui explique, d'un autre point de vu, le faible pouvoir de financement du marché financier

**Tableau 1 :** Le développement financier avant et après la libéralisation financière dans les pays émergents

	Capitalisation du marché / PIB		Turnover		Volatilité des rendements	
	avant	après	avant	après	avant	après
Argentine	0.0115	0.0658	1.617	3.595	0.281	0.428
Brésil	0.0565	0.3268	4.361	3.790	0.184	0.291
Mexique	0.0762	0.2894	7.477	3.561	0.107	0.103
Philippines	0.0712	0.2457	4.513	2.015	0.070	0.069
Thaïlande	0.0682	0.4172	6.213	0.8561	0.056	0.068
Inde	0.0749	0.2397	5.059	3.343	0.036	0.070
Pakistan	0.0581	0.1620	0.720	1.474	0.030	0.060
Jordanie	0.4205	0.5714	0.607	2.026	0.044	0.042

Source : Levine et Zervos (1996).

dans les PE par rapport aux secteurs bancaires. Le **tableau 1** d'un autre côté indique une augmentation de la volatilité des rendements après la libéralisation des flux de capitaux.

## ***2- Effets sur les flux de capitaux : composition des flux et dépendance à l'égard des facteurs 'push'***

La décomposition des flux de capitaux permet de donner une appréciation sur, *primo* l'effet de la composition de ces flux sur le risque financier, *deusio* si les flux à court terme influencent d'une manière différente l'état d'une économie que les flux à long terme et *tertio* sur les relations entre ces flux au sein d'un même pays et entre différents pays. Afin d'analyser ces arguments Chuhan, Perez-Quiros et Popper (1996) décomposent les flux de capitaux<sup>13</sup> en direction d'un échantillon composé des pays du G7 et huit pays émergents entre 1985 et 1994. Les auteurs remarquent que les mouvements de ces flux semblent avoir des points communs, mais l'analyse de ces mouvements pris ensembles montre des différences entre leurs comportements. Ainsi, en utilisant un modèle auto-régressif<sup>14</sup> les auteurs estiment la persistance d'un choc subit par une catégorie de flux. Les auteurs observent que pour les PE l'effet cumulatif d'un choc sur les IDE persiste durant une année, contrairement aux investissements à court terme qui ne dégagent pas un effet durable suite à un choc. D'autre part, Chuhan et alii (1996) ont mis en place un modèle qui met en relation les différents types de flux de capitaux. Le modèle de base se présente ainsi :

<sup>12</sup> L'auteur classe la Corée du sud parmi les PI.

<sup>13</sup> Investissements à court terme, investissements à long terme, investissements de portefeuilles et investissements directs.

<sup>14</sup> Modèle AR avec quatre retards.

$$y_t = \beta_y y_{t-1} + \varepsilon_{yt} \quad (7)$$

$$x_t = \beta_x y_{t-1} + \varepsilon_{xt} \quad (8)$$

Les relations (7) et (8) donnent l'évidence que, même si  $x$  et  $y$  disposent de caractéristiques économétriques identiques,  $x$  est influencé par  $y$  alors que  $y$  n'est pas expliquée par  $x$ . Selon les auteurs, les IDE pourraient être assimilés à la variable  $y$  (puisque c'est la seule catégorie qui dégage une persistance due à un choc). A partir de ce modèle les auteurs procèdent à un test de causalité Granger sur les PE. Le test conclut que pour ces pays comme pour les PI, les flux à court terme sont causés au sens de Granger par les autres catégories de flux, alors que les IDE ne sont pas influencés<sup>15</sup> par aucune des catégories. Les auteurs estiment un modèle VAR afin d'identifier l'effet des flux de capitaux sur les investissements de portefeuille, d'une part, et sur les IDE d'autre part. Chaque catégorie de flux est estimée en fonction de ses valeurs retardées de quatre années et en fonction des valeurs retardées des autres flux. Les résultats indiquent que dans les PI et les PE les flux à court terme ou *hot money* sont plus sensibles aux mouvements des autres flux que les IDE.

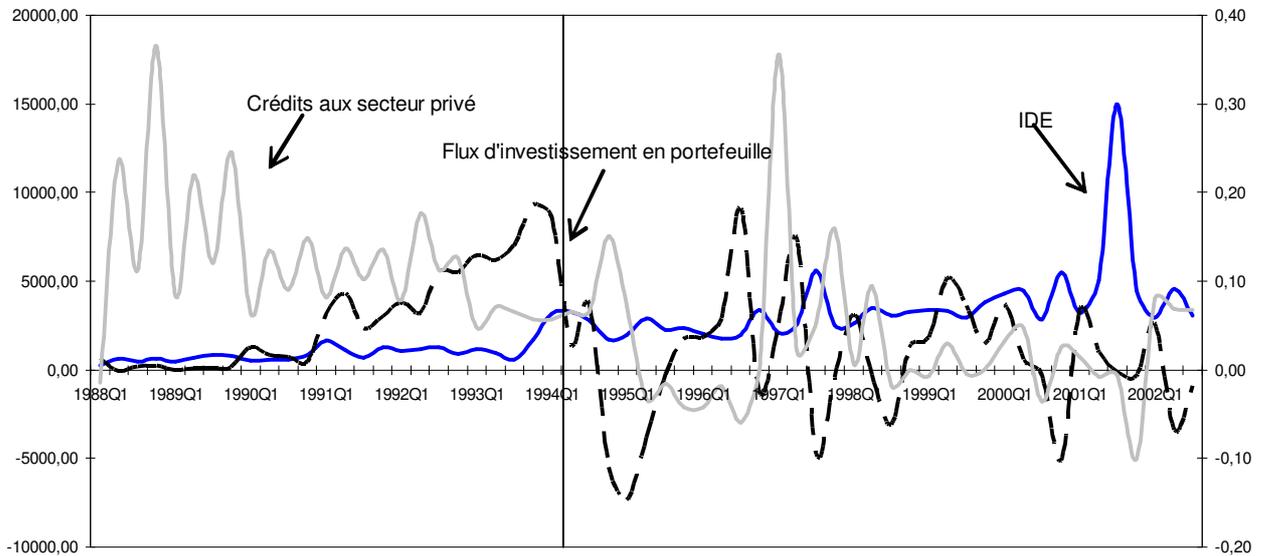
D'autre part, les auteurs identifient une causalité entre les investissements à court terme au Mexique, vers cette même catégorie d'investissement au Brésil et en Argentine, mais cette causalité disparaît quand il s'agit d'étudier les IDE. Ceci argumente en faveur de la crise du *tequilla effect*. L'effet de contagion, s'est, principalement, construit *via* l'instabilité des investissements à court terme dans les pays d'Amérique Latine jusqu'aux Philippines (**Figure 2**), malgré que les effets des *hot money* sur les systèmes bancaires dans ces pays n'étaient pas assez clairs selon Sachs et alii (1996). Alors que les investissements directs étrangers (IDE) dont bénéficient le Mexique, le Brésil et l'Argentine ne sont pas corrélés entre eux. D'autre part, l'effet *tequilla* ne semble pas avoir été causé par la variation des IDE dans la zone de l'Amérique Latine, ceci explique, éventuellement, le fait que les secteurs bancaires dans ces pays avaient été extrêmement affectés, puisque ces établissements prennent, principalement, en charge l'intermédiation des flux à court terme. En analysant le niveau d'intégration des pays sud-est asiatiques dans le marché international d'obligations, Mc Cauley, Fung et Gadanez (2002) remarquent que plus de la moitié (54%) des émissions d'obligations sur le marché international ont été prises en charge par des firmes américaines (charge de

---

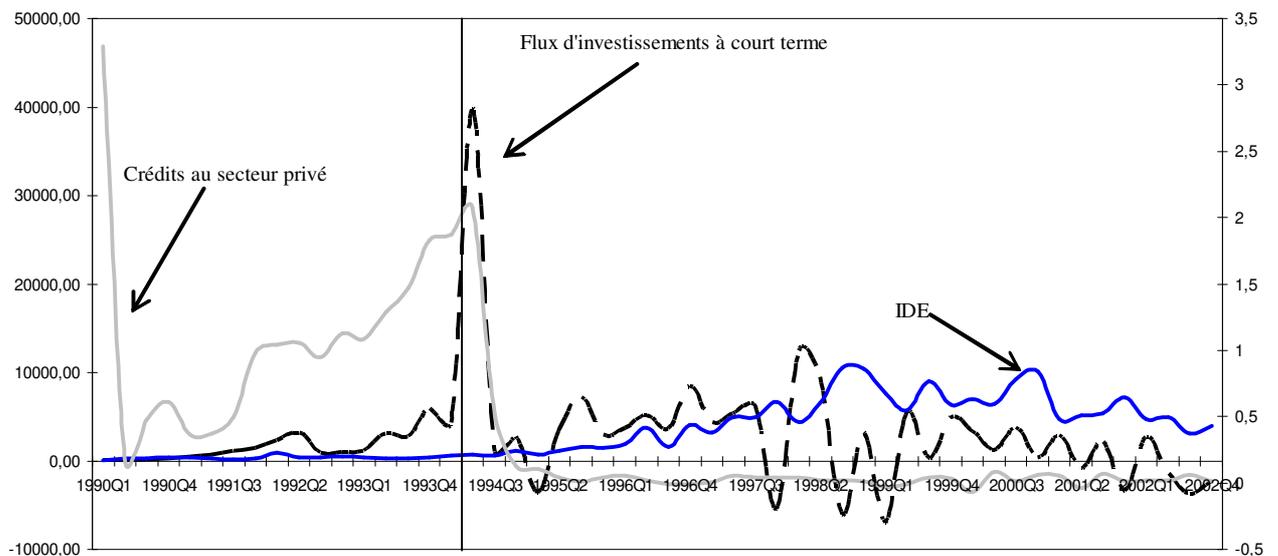
<sup>15</sup> Le sens de causalité se déplace des IDE vers les investissements à court terme.

souscription et d'intermédiation) durant la période 1999-2002. A travers l'analyse de l'émission de 71 titres obligataires dans sept pays asiatiques, les auteurs

**Figure 2. a :** IDE, flux privés à court terme et resserrement des crédits bancaires au Mexique\*



**Figure 2. b :** IDE, flux privés à court terme et resserrement des crédits bancaires au Brésil\*



\* : Les IDE et les flux privés de capitaux à court terme sont exprimés en millions de dollars américains (échelle de gauche). L'échelle de droite exprime le taux de croissance trimestriel des crédits bancaires au secteur privé. Source : Financial Statistic Indicators (2006)

affirment que l'intégration régionale en Asie du sud-est avait été mise à mal par l'intervention massive des firmes étrangères (américaines et européennes) afin d'assurer l'intermédiation et la redistribution dans la région. Ainsi les flux financiers inter-régionaux se développent principalement sur des places off-shore, principalement par l'intermédiaire des banques européennes et américaines (J. Guérin et S. SA, 2006). D'autant plus que la demande

asiatique s'oriente, selon les observations des auteurs, vers des titres à qualité inférieure, tandis que les firmes américaines se sont investis principalement dans des émissions plus sûres traitant des obligations à maturité de plus de dix ans. Cependant, selon Mc Cauley et alii (2002) l'intégration financière internationale des pays asiatiques est assez importante en terme de prêts bancaires syndiqués, puisque les banques de la région fournissent 40% à 80% de l'offre de fonds de financement sur le marché international des prêts syndiqués. La décomposition de ces prêts selon leur rating, la devise traitée, la maturité, le montant et les objectifs de l'investissement<sup>16</sup>, révèle un point commun avec les investissements en obligations, à savoir que la demande des pays asiatiques pour ce genre de prêts sur le marché international est plus concentrée sur les projets les plus risqués qui bénéficient de conditions de facilité négligeable.

L'intégration financière internationale, ne profite pas nécessairement aux pays émergents, ces derniers éprouvent en effet des difficultés financières intrinsèques (imperfection des marchés financiers, dépendance à l'égard du financement bancaire provenant des PI, faiblesses institutionnelles et légales...) qui les empêchent de tirer des avantages (palpables) de leurs stratégies d'intégration. Néanmoins, Noolridge, Domanski et Cobau (2002) affirment que l'écart de performance entre les PI e les PE est entrain de s'amincir progressivement vu que la dépendance des PED vis à vis des crédits bancaires internationaux a accusé un ralentissement ces dernières années (1998-2002). En effet, les auteurs indiquent dans leur papier que les stratégies des banques internationales dans les PI sont entrain de subir une transition notable en matière de gestion et de création d'opportunité de profits. Ils remarquent une diminution de la tendance du ratio *Dettes domestiques / (Dettes domestiques + Dettes internationales)*, c'est à dire que les crédits accordés par ces banques sont de plus en plus domestiques qu'internationaux. De plus, ces banques sont en train de limiter progressivement leurs produits d'intérêts en s'orientant vers des activités hors intérêt (gestion du risque d'actifs, souscription à l'émission d'actions et d'obligations) qui englobent des services dont le principal bénéficiaire sont les marchés émergents. Selon les auteurs cette mutation de la stratégie est derrière l'amélioration des performances et de l'augmentation de la taille des marchés financiers dans les PE, en particulier les marchés des produits dérivés et des obligations.

---

<sup>16</sup> Les objectifs d'investissement sont évalués à partir du rating de l'emprunteur, son secteur d'activité et sa localité)

Les flux de capitaux vers un pays quelconque, selon Chuhan, Claessens et Mamingi (1993), sont motivés par trois éléments :

- Le rendement du marché des valeurs,
- Le rating des crédits,
- Le prix de la dette souveraine sur le marché secondaire.

Ces éléments sont qualifiés de facteurs *pull*, c'est à dire qu'ils sont spécifiques au pays en question. A travers leur papier Chuhan et alii (1993) ont essayé d'estimer la relation entre les flux de capitaux étrangers et les facteurs *push* (facteurs externes) et *pull* relatifs aux pays du sud-est asiatique et latino américain. Les auteurs utilisent des données sur l'investissement en provenance des Etats Unis d'Amérique vers neuf pays d'Asie et neuf pays d'Amérique latine entre janvier 1988 et septembre 1992. Pendant cette période l'économie américaine était en récession. L'objectif de l'étude était alors de déterminer quels ont été les facteurs qui ont le plus stimulés les achats nets et bruts de titres non-américain dans les marchés de l'Asie du sud-est et L'Amérique Latine. Afin d'évaluer les facteurs *push* les auteurs utilisent deux indicateurs économiques : le taux d'intérêt et la production industrielle aux Etats Unis<sup>17</sup>. Tout d'abord, les auteurs observent une corrélation entre les flux d'actions et d'obligation et les variables *push* et *pull* : La relation est négative entre ces flux et les taux d'intérêt américain, alors qu'elle est positive entre le rating des crédits et le prix de la dette sur le marché secondaire. L'estimation des données de panel à effet fixe se présente sous la forme suivante :

$$y_{it} = \alpha_i - x_{it} \beta_{it} + z_i \delta_i + \mu_{it} \quad (9)$$

$y_{it}$  : Flux nets d'investissement en actions et flux bruts d'investissement en obligations

$x_{it}$  : Facteurs *pull* spécifiques au pays

$z_i$  : Facteurs *push* spécifiques aux conditions externes

$\beta_{it}$  : Vecteur des paramètres de sensibilité des flux nets aux variations des facteurs *pull*

$\delta_i$  : Vecteur des paramètres de sensibilité des flux nets aux variations des facteurs *push*

Dans un premier temps, l'auteur teste l'effet d'un changement du rating, du prix sur le marché secondaire et des taux d'intérêts américains sur les flux nets et dans un deuxième temps, ils

---

<sup>17</sup> Taux à court terme (LIBOR 6 mois sur dépôts), taux d'intérêts à moyen terme et à long terme, ainsi que le taux d'intérêt réel.

estiment ces derniers en fonction des variables citées en ajoutant les ratios relatifs au PER (*Price earning ratio*) et au rendement des valeurs mobilières du pays hôte.

Concernant les facteurs *pull*, les résultats montrent que le rating et le prix de la dette expliquent significativement la variation des flux bruts d'investissement en obligations, alors que le PER est significativement lié aux flux nets investis en actions. Tandis que le rendement des marchés de valeurs de la région sud-est asiatique possède le signe attendu (positif), alors qu'il demeure non significatif concernant les pays sud américains. Concernant les facteurs *push*, l'estimation affirme l'importance de ces facteurs dans la détermination du mouvement des flux de capitaux. Une augmentation des taux d'intérêts et du niveau de production américains conduit à une baisse significative des investissements en portefeuille orientés vers ces deux régions.

L'auteur vérifie ensuite le degré d'influence de chaque facteur (*push* et *pull*) sur la variation des flux d'actions et d'obligations en Amérique Latine et en Asie. Ils remarquent que les pays sud américains sont beaucoup plus sensibles aux facteurs globaux (*push*) que les pays asiatiques. Tandis que dans ces derniers, les facteurs *pull*, sont trois fois plus déterminants dans l'explication de l'évolution des flux financiers étrangers à court terme (principalement les flux d'obligations). Ainsi, ces résultats suggèrent que les pays asiatiques sont plus aptes à attirer les investissements étrangers en comptant sur les performances de leurs marchés financiers que ne le sont les pays sud américain<sup>18</sup>. Mais d'une façon globale les flux nets et bruts d'investissement en provenance des Etats Unis sont plus sensibles aux facteurs *push*, ce qui argumente en faveur des résultats trouvés par Fernandez-Arias (1994).

Le risque de défaut ainsi que les performances des crédits bancaires sont deux facteurs déterminants dans l'attraction des investisseurs étrangers vers les économies en développement (PED). A ce sujet, Fernandez-Arias (1994) dans une étude qui vise à déterminer les facteurs *push* et les facteurs *pull* qui déterminent l'intensité des flux privés de capitaux vers les PED a élaboré un modèle d'allocation privée internationale de portefeuille en supposant l'absence des conditions d'arbitrage. L'auteur suppose que l'investisseur fait face à trois facteurs de décision :

- Dst : L'espérance du rendement du projet dans le pays visé,
- Cst : La solvabilité du projet,

- $Rst$  : Le coût d'opportunité du projet représenté par son rendement dans un pays développé (PI).

Lorsque la solvabilité du projet dans un PED est fragile, les flux « volontaires » ou spontanés d'investissements étrangers se transforment en flux « involontaires » qui résultent selon l'auteur d'un ensemble de manœuvres de restructuration de la dette et de rationnement de capital. En d'autres termes ces flux ne dépendent plus (sont exogènes) de la situation financière domestique. Néanmoins, l'auteur s'intéresse exclusivement aux flux spontanés qui dépendent des performances de crédits dans l'économie cible, ainsi que du rendement de l'investissement dans les PI. La condition d'équilibre marginal des flux volontaires s'illustre ainsi<sup>19</sup>:

$$Dst \cdot Cst = Rst \quad (10)$$

$Rst$  est supposé exogène vu la faible influence des PE sur la stabilité des prix sur les marchés financiers internationaux. La condition (9) s'établit en absence d'arbitrage. Par ailleurs, l'auteur suppose, d'une part, que le rendement domestique  $Dst$  diminue avec l'augmentation des flux privés  $Ft$ , et que la solvabilité se détériore avec l'augmentation du stock de la dette externe  $St$  de fin de période et d'autre part, que les flux privés de capitaux sont positivement liés aux paramètres  $dt$  et  $ct$  qui expriment le changement de l'environnement économique influençant le rendement du projet et le risque de solvabilité. Ceci abouti à la condition de non-arbitrage suivante :

La figure 1 expose la relation d'équilibre entre facteurs push ( $Rst$ ) et facteurs pull ( $Dst$  et  $Cst$ ) qui détermine le stock d'équilibre de flux privés spontanés  $Ft$ .

Le traitement empirique du modèle considère non-observable la variable  $dt$  et l'intègre dans le résidu du modèle, l'auteur remarque en effet que même en se référant au marché boursier<sup>20</sup> ou au niveau d'épargne<sup>21</sup> ce paramètre est difficile à estimer.

$$Dst (dt, Ft) = Rst / Cst (ct, St) \quad (11)$$

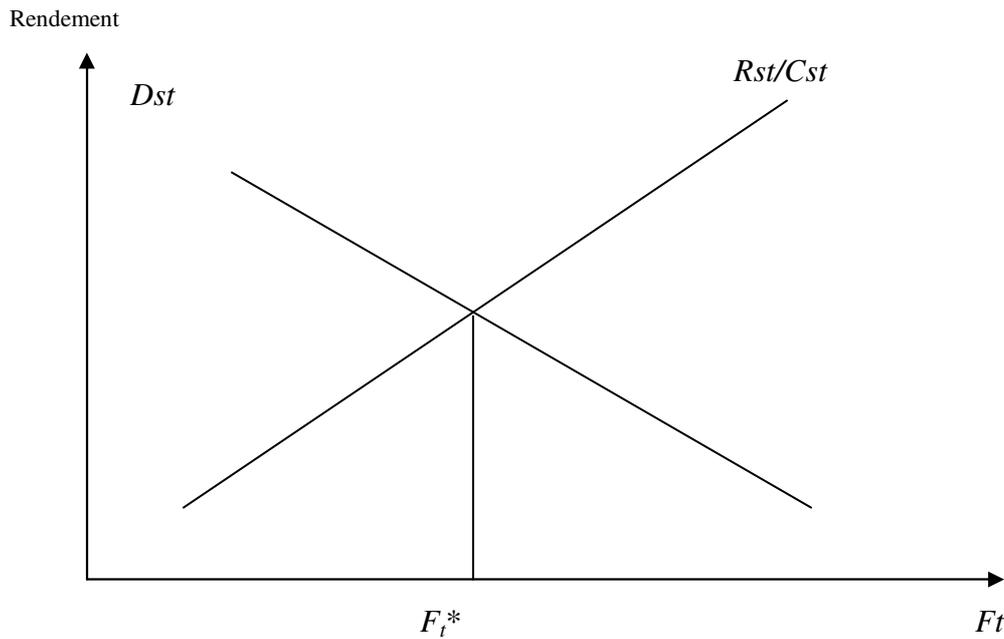
<sup>18</sup> La deuxième partie de cette section confirmera cette conclusion.

<sup>19</sup> ( $Dst \cdot Cst$ ) représente le rendement ajusté perçu par l'investisseur étranger.

<sup>20</sup> Evaluation de la rigidité de ce marché, du manque d'opportunité d'investissement afin de déduire  $dt$ .

<sup>21</sup> Instabilité des taux d'intérêts.

Figure1



L'échantillon de l'étude se compose de treize pays en développement<sup>22</sup> dont les flux d'investissements en portefeuille (actions et créances) ont été observés entre le premier trimestre de l'année 1990 et le deuxième trimestre de l'année 1993 ([1990 :Q1 – 1993 :Q2]). La régression utilisant les techniques de panel et les estimations MCO<sup>23</sup> indique entre autres que les facteurs *push* – Taux d'intérêt international<sup>24</sup> - sont plus à même d'influencer les flux de capitaux vers les PED que les facteurs *pull* – prix du stock de dette des banques commerciales sur le marché secondaire. L'auteur indique aussi que la solvabilité des pays hôtes joue un rôle moins important que le taux d'intérêt international.

Les arguments de Fernandez-Arias (1994) affirment donc que la tendance des flux de capitaux privés, considérés comme un élément crucial dans le maintien d'un développement financier durable et dans l'ancrage des pratiques financières efficaces au sein des marchés émergents, ne dépendent pas assez de l'environnement financier propre aux PE. Ceci prouve que l'environnement financier dans les PE n'a pas atteint un niveau de développement et de profondeur similaire à celui enregistré dans les PI. Si ce niveau avancé est atteint par les économies émergentes, il est évident que les décisions des investisseurs étrangers se

<sup>22</sup> Pays à revenu moyen: Algérie, Argentine, Brésil, Chili, Corée du sud, Malaisie, Mexique, Panama, Philippines, Pologne, Thaïlande, Uruguay et Venezuela.

<sup>23</sup> Moindres Carrés Ordinaires.

<sup>24</sup> Rendement *nominal* des obligations américaines dont la maturité est de 10 ans. Ce rendement est selon l'auteur intimement corrélé au LIBOR trois mois, au cours de la période d'étude.

soumettront davantage aux caractéristiques financières du pays émergent dans lequel ils souhaitent investir.

### 3- Effets sur la croissance économique : Un effet ambigu

La globalisation financière, assimilée à l'augmentation des flux financiers internationaux, pourrait aussi avoir des effets néfastes sur la croissance économique d'une part et la volatilité macroéconomique d'autre part. Kose et alii (2004) cherchent à identifier ces effets en expérimentant les techniques de panel sur un échantillon de 85 pays<sup>25</sup> dont les fondamentaux ont été observés en données annuelles entre 1960 et 2002. L'observation des différentes catégories de pays en développement (Les plus intégrés financièrement<sup>26</sup> (MFI) et les moins intégrés financièrement<sup>27</sup> (LFI)) montre que d'une part la volatilité économique dans ces pays augmente avec le niveau d'intégration financière. Les PI et les MFI ont subi une forte volatilité de leurs niveaux de production la libéralisation financière, ce qui ne fut pas le cas pour les LFI. Par ailleurs, Les MFI ont exhibé une augmentation de la croissance de leur niveau de production, de consommation, d'investissements d'exportation et surtout de leurs niveaux d'importation, après la libéralisation financière<sup>28</sup>. Néanmoins, ces pays ont bénéficié d'une atténuation de la volatilité de ces fondamentaux après l'ouverture financière. le **tableau 2** décrit le comportement de ces économies avant et après la libéralisation.

**Tableau 2**

	Production		Consommation		Investissement		Exportations		Importations	
	Avant	Après	Avant	Après	Avant	Après	Avant	Après	Avant	Après
Croissance	1.88	2.73	1.60	2.45	1.75	2.73	4.71	6.70	2.58	7.13
Volatilité <sup>29</sup>	3.87	3.62	5.10	4.78	16.73	15.94	9.15	6.69	15.73	12.43

Source : Kose et alii (2004)

Les auteurs régressent la croissance du Produit Intérieur Brut (PIB) par tête en fonction de la volatilité des variables macroéconomiques ainsi que d'autres variables liées à l'intégration

<sup>25</sup> 21 pays industrialisés, 64 pays en développement. Le groupe des PED se décompose en 23 pays dont le stade de libéralisation financière est avancé (most financial integrated (MFI)) et 41 pays dont la phase de libéralisation n'est qu'à son stade embryonnaire (less financial integrated (LFI))

<sup>26</sup> Asie Centrale, Asie du sud est, Amérique Latine et quelques pays du Moyen Orient ainsi que l'Afrique du Sud.

<sup>27</sup> Afrique du nord (sauf le Maroc), Afrique sub-saharienne, ainsi que l'Iran, le Paraguay et l'Uruguay.

<sup>28</sup> Observation de l'échantillon entre 1980 et 2000.

<sup>29</sup> Ecart-type de la variable.

financière (entrées et sorties des flux de capitaux<sup>30</sup> en pourcentage du PIB) et à l'ouverture financière (la somme des entrées et des sorties de capitaux). Les observations des résultats montrent en effet qu'en décomposant l'échantillon en PI, MFI et LFI, il s'avère que la volatilité augmente parallèlement à la croissance économique dans les deux premiers groupes de pays, alors que les LFI souffrent moins de la volatilité après la libéralisation. Mais la relation demeure, selon les auteurs, assez ambiguë puisque les PI et les LFI ont moins souffert de la volatilité de la consommation (et de l'investissement) que les MFI après l'ouverture financière. Les estimations en *cross-section* indiquent l'existence d'une relation positive et significative entre la croissance des fondamentaux et la volatilité dans les PI. Cette relation demeure positive mais assez faible pour les MFI, alors qu'elle est négative mais non significative pour les LFI. D'autre part, les résultats de l'estimation donnent l'évidence que l'intégration financière (et commerciale) permet de limiter la relation inverse qui existe entre la volatilité et la croissance. Pourtant, Kose et alii (2004) affirment que le sens de causalité entre la croissance et la volatilité, après la libéralisation financière, n'est pas encore formellement identifié, ces conclusions sont d'autant plus évidentes lorsque l'échantillon est décomposé. Donc, Est-ce qu'il est prudent de conclure que l'intégration financière limite la relation négative entre volatilité et croissance économique et conduit *in fine* à une amélioration de cette dernière ? Cette problématique se pose vu que les PE ont enregistré, lors des années 90 une augmentation de la croissance, mais en même temps une augmentation de la volatilité de leur fondamentaux.

De leur côté Kose et alii (2003) analysent la relation éventuelle qui existe entre l'intégration financière et la croissance économique. Afin de mesurer le niveau d'intégration les auteurs utilisent deux indicateurs : l'intégration financière *de jure* et l'intégration financière *de facto*. Le premier indicateur est mesuré par une variable binaire qui indique s'il existe ou non des restrictions au niveau de la libre circulation des capitaux. Tandis que le deuxième indicateur est calculé à partir des mouvements des flux bruts d'actifs étrangers en direction des PE. Cependant, Kose et alii (2003) n'identifient pas une causalité claire entre l'intégration et la croissance économique, le **tableau 3** en est la preuve. Les auteurs confirment ces résultats en se basant sur plusieurs recherches. Donc, l'intégration financière n'est ni suffisante ni nécessaire à la dynamisation de croissance, en effet, selon les auteurs la différence entre les niveaux de croissance du PIB ne s'expliquerait plus par la dichotomie capital-travail mais plutôt par le facteur total de productivité qui s'explique par quelques contraintes simples à vérifier : La

---

<sup>30</sup> Investissements directs étrangers, investissement en portefeuille et autres investissements (prêts bancaires))

gouvernance, l'application et le respect des lois et des droits de propriété (développement institutionnel<sup>31</sup>).

**Tableau 3**

	Pays	Croissance économique entre 1980 et 2000 (PIB par tête en monnaie locale (%))
Intégration financière avancée	Corée du sud	234.0
	Singapour	155.5
	Afrique du Sud	-13.7
	Jordanie	-10.9
Intégration financière moyenne ou faible	Chine	391.6
	Inde	103.2
	Botswana	135.4
	Venezuela	17.3

Source : Kose et alii (2003).

Par ailleurs, l'effet de l'intégration financière est plus dépendant du comportement du taux de change d'une part et du volume de la dette publique d'autre part, comme le soulignent Anderson et Moreno (2005). Les auteurs insistent sur l'importance du risque de change dans le déclenchement des crises financières liées à l'intégration financière et sur l'urgence d'une maîtrise de la dette publique (à l'égard du Chili qui a su maintenir le ratio dettes publiques/ PIB assez bas) ce qui n'est pas le cas pour le Maghreb.

### *III- Des faits stylisés : l'intégration financière et le développement financier dans les pays émergents*

Les études citées dans cette section fournissent des conclusions théoriques et empiriques sur l'effet de l'intégration financière sur le développement des économies émergentes. Les arguments des différents chercheurs n'ont pas été toujours en faveur des politiques de la libéralisation financière mises en œuvre dans ces pays, vu l'effet négatif qu'elle a introduit au niveau de la volatilité macroéconomique et de l'aggravation des fréquences de détresses financières qui ont frappé ces pays. L'objectif de l'étude est de savoir si l'intégration financière a effectivement dynamisé l'économie des pays émergents et si elle a réussi à développer le système bancaire et le marché financier dans ces pays. La partie qui suit s'intéressera aux différences entre les PE et les PI dans leurs performances liées à la libéralisation des secteurs financiers et la limitation du contrôle et de la réglementation qui touchent les investissements financiers locaux et étrangers. J'entreprends à travers cette section une analyse graphique des faits stylisés relatant la divergence entre les PI et les PE

<sup>31</sup> Ce sujet sera traité davantage ultérieurement.

dans leur réactions face à la mutation de leurs secteurs financiers, et ce en comparant :

- Les niveaux des crédits au secteur privé avant et après la date de la libéralisation complète du système financier domestique, ce qui donnera une idée sur l'apport de cette échéance dans la stimulation du financement du secteur privé et dans le développement économique
- Les capitalisations boursières dans chaque catégorie de pays avant et après l'échéance de la libéralisation financière afin de vérifier si cette dernière avait stimulé les marchés financiers ainsi que le recours de l'économie à se financer auprès de ce secteur.

L'étude s'intéressera à la problématique suivante :

- La libéralisation financière a-t-elle introduit un équilibre de financement entre le secteur bancaire et le marché financier ?
- Quel est le poids du secteur bancaire dans le financement à l'économie dans les pays émergents durant la période post-libéralisation ? Le démantèlement des restrictions à la libre circulation des capitaux et l'ouverture des marchés financiers ont-t-ils compensé une partie du rôle joué par les banques de dépôts dans l'allocation des ressources financières ?
- Quel est l'impact des initiatives de déréglementation introduites par les gouvernements des pays émergents dans l'approfondissement de la structure des marchés financiers et dans l'accentuation des transactions sur ce marché ?
- Les pays industrialisés ont-t-ils profité davantage de l'intégration financière que les PE afin de développer leurs marchés des valeurs boursières et de créer un équilibre entre financement direct et financement indirect ?

L'hypothèse derrière cette étude est qu'une économie qui se base principalement sur le financement bancaire au dépend du développement du marché financier, se trouve exposée à un risque plus grand en matière :

- D'efficacité de l'allocation des ressources,
- De dépendance plus grande à l'égard du gouvernement et du déficit budgétaire de l'Etat,
- De concentration bancaire et de dysfonctionnements institutionnels,

- De distribution de crédits plus disproportionnée<sup>32</sup> en faveur d'un ensemble de secteurs économiques spécifiques.

**Tableau 1** : Les dates de la libéralisation financière et de la libéralisation des marchés de valeurs

	<b>Date de libéralisation financière</b>	<b>Date de libéralisation du marché des valeurs**</b>	<b>Pays économiquement avancés</b>	<b>Date de libéralisation financière</b>	<b>Date de libéralisation du marché des valeurs</b>
<b>Amérique Latine</b>					
Argentine	Novembre 1989	1989	Etats Unis d'Amérique	Juillet 1973	1973
Brésil	Juin 1991	Juin 1991	Royaumes Unis	Janvier 1981	1973
Chili	Janvier 1992	Janvier 1992	Allemagne	Janvier 1973	1973
Colombie	Février 1991	1991	France	Juin 1985	1973
Mexique	Avril 1989	1991	Japon	Janvier 1985	Janvier 1985
Venezuela	Janvier 1990	Janvier 1990	Italie	Mai 1987	1973
			Canada	Janvier 1973	1973
<b>Asie</b>					
Corée du sud	1992	1988	Finlande	1990	1990
Indonésie	1988	Août 1989	Suède	1980	1980
Malaisie	Février 1991	1988	Norvège	1980	1984
Pakistan	Février 1991	1991			
			<b>Pays de l'Europe Centrale et Orientale</b>		
Philippines	1994	1994	Bulgarie	1998	1998
Thaïlande	Janvier 1992	Janvier 1989	Croatie	1996	1997
			Estonie	1997	1996
			Pologne	1991	1997
<b>Moyen Orient et Afrique du Nord</b>					
Egypte	1997	1997	République Tchèque	1994	1998
Jordanie	1995	1995	Russie*	1997	1997
Maroc	1997	1996	Turquie	Juin 1989	1989
Tunisie	1995	1994	Grèce	1987	1987

Remarque : - Bekaert et alii (2001, 2003) et Kaminsky et Reinhart (1996) reportent les dates de libéralisation financière officielles du secteur financier de chaque pays, alors que Kaminsky et Schmukler (2002) reportent les différents événements de libéralisation interne et externe du secteur financier ainsi que celles relatives à la libéralisation du marché financier (marché boursier), donc j'ai jugé utile de prendre en considération les dates reportées dans les travaux de Kaminsky et Schmukler (2002) en premier lieu, puis celles présentées dans les travaux de bekaert et alii.(2001, 2003) si les deux références ne correspondent pas.

- Dans le cas où la date de la libéralisation du marché des valeurs boursières ne figurerait dans aucune des références, la date officielle de la libéralisation financière est prise en compte.

- Les dates de libéralisation financière des pays de l'Europe centrale ont été sélectionnées à partir des données de Bekaert et Campbell sur la chronologie des événements économiques, politiques et financiers dans les pays émergents : [www.duke.edu/~charvey/countryrisk/couindex.htm](http://www.duke.edu/~charvey/countryrisk/couindex.htm).

\* La date de libéralisation du marché des valeurs boursières est prise par défaut vu le manque des données relatives à la date effective de la libéralisation financière de la Russie (1992).

\*\* Pour certains pays (principalement les pays économiquement avancés) les données relatives à la date de la libéralisation du marché financier ne sont pas disponibles, dans ce cas la date de la libéralisation financière domestique (ou complète) est prise en compte.

Comme l'indique le **tableau 1**, la chronologie de la libéralisation financière se divise en trois parties. D'abord se sont les pays économiquement avancés qui ont entamé, dès les années 70, un processus d'intégration et de déréglementation financière. Les pays anglo-saxons (Etats

<sup>32</sup> Concernant les produits à haute technologie et qui opèrent dans un environnement en mutation rapide et continue, les entreprises auront l'avantage à s'adresser au marché financier afin d'attirer les capitaux. En effet, la banque sachant que l'entreprise opère dans un environnement technologique instable augmentera le coût du financement vu qu'il n'existe pas de consensus concernant la compétence de management et le rendement espéré (*Bank and capital flows*, [www.iie.com](http://www.iie.com))

Unis d'Amérique, Royaume Unis et Canada) et l'Allemagne ont, en effet, libéralisé leurs secteurs financiers les premiers, suivis de la France, du Japon, de l'Italie et des pays scandinaves. Ces derniers, en effet, ont, en premier lieu, libéralisé leurs marchés financiers avant de procéder à une libéralisation complète du système financier domestique durant les années 80 (Kaminsky et Schmukler, 2002). Vers la fin des années 80, c'est au tour des pays de l'Amérique Latine de lever les restrictions financières liées aux activités nationales et internationales et de libéraliser, vers le début des années 90, leurs marchés des valeurs. Enfin durant les années 90, les pays asiatiques, les PECO et les pays du MENA ont entamé le processus de l'intégration financière internationale, quoique, le PECO et le MENA ont partiellement libéralisé leurs marchés.

D'après le **tableau 2**, il est intéressant de remarquer les différents stades de développement financier atteint par les 4 groupes de PE classés par zone géographique et par les pays économiquement avancés. Ce tableau permet, entre autres, d'évaluer l'apport de l'intégration financière dans l'amélioration du volume des crédits distribués aux secteurs privés par pays et par zone économique. Par ailleurs, à travers le **tableau 2**, il est possible de vérifier à quel degré la libéralisation financière a provoqué une accélération et un approfondissement de l'activité des marchés boursiers. En effet, la période d'observation (par pays et par groupe de pays) est divisée en deux sous-périodes : une période de dix ans avant la date de la libéralisation financière et une période de dix ans après la libéralisation financière. Cependant, vu le manque de données relatives années pré-libéralisation financière domestique (pour le PECO, et le MENA) et pré-ouverture des marchés financiers (pour les Etats Unis d'Amérique, l'Allemagne et le Canada et l'Estonie) le calcul de résultats a été impossible à élaborer pour certains pays.

### **1- La croissance des crédits au secteur privé (CSP)<sup>33</sup> : Avantage aux pays asiatiques<sup>34</sup>**

L'intégration financière a été remarquablement exploitée et gérée par les pays sud-est asiatiques au niveau du financement bancaire des secteurs privés (contrairement aux autres régions émergentes), ce qui explique forcément les taux de croissance économiques élevés enregistrés dans cette région durant les années 90 et 2000 (sauf durant la crise financière de 1997-1998). En effet, d'après le **tableau 2**, la libéralisation du système financier domestique avait, surtout, profité aux nouveaux pays industrialisés de l'Asie du sud-est, l'Indonésie et les

---

<sup>33</sup> Proportion des crédits au secteur privé par rapport au PIB.

Philippines ont enregistré les taux de croissance les plus élevés, 193.13% et 133.14% respectivement, tandis que le Pakistan (Asie centrale) a enregistré une baisse de la croissance moyenne des crédits bancaires de -0.43%. Cependant c'est la Corée du sud qui bénéficie du plus haut niveau de CSP avec un ratio moyen qui avoisine les 220% après la libéralisation financière. Les pays sud-est asiatiques ont atteint un niveau moyen de CSP de l'ordre de 103.11% pendant la période post-libéralisation, ce qui représente un taux relativement élevé même en comparaison avec les pays économiquement avancés.

En ce qui concerne les pays de l'Amérique Latine, ces derniers ont enregistré le taux de croissance moyen des CSP le plus faible de l'échantillon (12.54%). Cette performance moyenne est due éventuellement à l'incapacité des économies de cette région à stimuler, *via* la levée des restrictions et *via* la privatisation des banques, le financement de leurs secteurs privés. D'autre part, la faible croissance des CSP en Amérique Latine n'a pas été causé par les tensions financières dont ont souffert le Mexique (1994) et le Brésil (1999), puisque ces deux pays enregistrent les taux de croissance des CSP les plus élevés de la région (78.57% et 125.70% respectivement). Quoique l'Argentine qui a souffert du *Tequilla effect* vers le milieu des années 1990 et d'un effondrement de son système de change rigide (*currency board*) en 2001-2002, a enregistré une baisse non négligeable des CSP de l'ordre de -15.38%. D'après le tableau, c'est la mauvaise performance des crédits au Venezuela qui a tiré vers le bas le financement des activités privées en Amérique Latine. Ce résultat est de tout point de vue logique à cause des différences d'ordre institutionnel (décentralisation, de bureaucratie, et de gouvernance) qui existent entre le système bancaire vénézuélien et les autres systèmes plus libéralisés du Mexique, du Brésil et de l'Argentine.

L'impact de l'intégration financière semble être intimement lié au rythme de développement institutionnel et aux initiatives de déréglementation financières. En effet, Malgré des taux de croissance des CSP (entre la période pré-libéralisation et post-libéralisation) plus élevés dans les pays de l'ex-Union soviétique (en plus de la Turquie) qu'en Amérique Latine, les pays du PECO exhibent une faiblesse au niveau des CSP, avec un taux moyen de 15.21% durant la période de répression et 20.87% durant l'ère de libéralisation.

Du côté du MENA, il s'avère que le taux moyen de croissance des CSP a été principalement stimulé par l'augmentation des crédits bancaires en Egypte et au Maroc de l'ordre de 51.92% et 102.33%, respectivement. Malgré que les ratios CSP pré-libéralisation en Jordanie et en

---

<sup>34</sup> Graphiques 3.a et 3.b dans l'annexe.

Tunisie sont proches de la moyenne des PI (environ 50%), ne semblent pas avoir profité du démantèlement des restrictions financières<sup>35</sup>. La Tunisie a en effet subi une décroissance moyenne de ses crédits aux secteurs privés par rapport au PIB de l'ordre de -3.75%, tandis que la Jordanie a enregistré un taux de croissance assez faible des crédits bancaires (12.38%) relativement aux taux observés au Maroc et en Egypte.

Enfin, les pays avancés montrent une certaine stabilité au niveau des CSP par rapport aux PE, puisque tous les PI ont réussi à renforcer le financement bancaire du secteur privé. Les CSP dans ces pays enregistrent un taux de croissance moyen de 36.30% et un ratio moyen égal à 70.65% dix ans après la libéralisation financière. L'Allemagne, les Royaumes Unis et le Japon sont les plus performants avec des CSP respectifs de 140.23%, 78.40% et 112.58%.

## 2- Le développement du marché des valeurs boursières : Des performances moyennes<sup>36</sup>

Selon Levine et Zervos (1996), trois mesures permettent d'évaluer le développement du marché financier : La capitalisation du marché boursier, le volume des titres traités ou le taux de transaction du marché et le taux de rotation du marché (*turnover*). La base de données relatives à ces mesures a été construite à partir du papier de Beck, Demirgüç-Kunt et Levine (1999) actualisé afin de contenir des données sur 172 pays couvrant la période entre 1960 et 2003. Les trois indicateurs boursiers sont calculés de la manière suivante :

- La capitalisation du marché des valeurs (Capitalisation du marché) est égale à :

$$\frac{1/2(c_t/ipc_{ft} + c_{t-1}/ipc_{ft-1})}{PIB_t/ipc_{mt}}$$

La capitalisation boursière de l'année  $t$  est représentée par  $c_t$ , tandis que  $ipc_{ft}$  et  $ipc_{mt}$  mesurent, respectivement, l'indice des prix à la consommation de fin de période et la moyenne de l'indice des prix durant l'année  $t$ .

- Le volume de transaction du marché financier ( Taux de transaction) est mesuré par le volume total des actions négociées en bourse durant une année divisée par le PIB.

<sup>35</sup> Concernant, principalement, la participation étrangère dans le capital domestique des compagnies nationales, les prêts aux entreprises étrangères et la privatisation.

<sup>36</sup> Graphiques 1 et 2 dans l'annexe.

- Le taux de rotation du marché (*Turnover*) est calculé comme suit :

$$\frac{T_t/ipc_{mt}}{[1/2(c_t/ipc_{t-1} + c_{t-1}/ipc_{mt-1})]}$$

$T_t$  mesure la valeur totale des actions traitées durant l'année  $t$ .

La capitalisation du marché ou la taille du marché financier enregistré sont plus grand taux moyen de croissance (entre les périodes pré-libéralisation et post-libéralisation) chez les pays économiquement avancés et les pays du sud-est asiatique, avec respectivement une augmentation de 329,83% et 328,82%. Ceci constitue une confirmation des résultats précédents, à savoir que les pays asiatiques ont réussi à adopter un rythme de développement financier<sup>37</sup> semblable à celui observés dans les PI. Durant la période de dix ans après l'ouverture des marchés boursiers La Malaisie enregistre le plus haut niveau moyen de capitalisation (166,14%) suivie des Philippines (62,58%) et de la Thaïlande (48,24%). Il est important de remarquer que la Corée du sud est la plus performante<sup>38</sup> en terme de crédits aux secteurs privés alors qu'elle est la moins performante en terme de capitalisation du marché financier et que le contraire se vérifie pour la Malaisie. Ceci confirme que la Malaisie et les Philippines ont tiré les bénéfices de l'intégration financière *via* le renforcement de l'équilibre entre financement direct et financement indirect qui a conduit certainement à une amélioration des modalités de distribution et d'allocation des crédits au sein de leurs économies. Cependant la capitalisation des marchés matures demeure la plus élevée avec un taux moyen post-libéralisation de 66.86% (70% pour les crédits aux secteurs privés par rapport au PIB).

D'un autre côté les pays de l'Amérique Latine, à l'exception du Chili, ont vraisemblablement échoué à orienter les objectifs de l'intégration financière vers l'augmentation de la taille de leurs marchés financiers. L'Argentine, le Brésil et le Mexique enregistrent des taux post-libéralisation presque identiques (28.44%, 28.02% et 29.87% respectivement) et sont donc loin des ratios de capitalisation enregistrés en Asie ou dans les PI. Tandis que le Venezuela et la Colombie produisent les plus faibles taux (9.81% et 14.71% respectivement) ce qui confirme les arguments déjà cités, à savoir que le développement financier de ces deux pays a

---

<sup>37</sup> Quoique Levine et Zervos (1996) présument que la capitalisation du marché boursier est considérée comme un indicateur de développement financier « sous l'hypothèse que la taille des marchés financiers est positivement corrélée avec la capacité de mobilisation du capital et de diversification des risques » (p. 4)

été fort probablement handicapé par la faiblesse et l'irrégularité de leurs environnements institutionnels.

---

<sup>38</sup> Par rapport à la Malaisie, aux Philippines et au Thaïlande.

**Tableau 2 : Evolution des crédits au secteur privé et du marché financier dans 32 pays (22 PE et 10 PI) avant et après la libéralisation financière**

Pays	Crédits au secteur privé (%)			Capitalisation du marché (%)			Taux de transactions (%)			Turnover (%)		
	Avant	Après	Croissance	Avant	Après	Croissance	Avant	Après	Croissance	Avant	Après	Croissance
Argentine	22,17	18,76	-15,38	2,53	28,44	1024,11	0,70	4,03	4,7571	0,2776	0,2718	-0,0209
Brésil	12,49	28,19	125,70	9,75	28,02	187,38	4,80	14,72	2,0667	0,4672	0,5412	0,1584
Chili	51,31	55,82	8,79	25,85	86,40	234,24	1,91	8,50	3,4503	0,0659	0,0966	0,4659
Colombie	13,17	17,01	29,16	2,79	14,71	427,24	0,24	1,13	3,7083	0,077	0,0769	-0,0013
Mexique	12,18	21,75	78,57	4,71	29,87	534,18	3,01	10,29	2,4186	0,6534	0,3296	-0,4956
Venezuela	23,63	10,34	-56,24	4,94	9,81	98,58	0,25	1,96	6,84	7,10*	22,26*	2,1352
<b>Moyenne Amérique Latine</b>	<b>22,49</b>	<b>25,31</b>	<b>12,54</b>	<b>8,43</b>	<b>32,88</b>	<b>290,05</b>	<b>1,82</b>	<b>6,77</b>	<b>2,7241</b>	<b>0,2687</b>	<b>0,2565</b>	<b>-0,0455</b>
Corée du sud	153,55	219,20	42,75	8,61	39,97	364,23	6,30	81,29	11,9032	0,704	1,9319	1,7442
Indonésie	14,11	41,36	193,13	0,10	20,10	20000,00	0,01	8,27	826	0,0844	0,4308	4,1043
Malaisie	57,77	86,66	50,01	48,61	166,14	241,78	8,14	78,22	8,6093	0,1769	0,4079	1,3058
Pakistan	23,06	22,96	-0,43	4,72	16,06	240,25	0,56	26,34	46,0357	0,1096	1,8822	16,1734
Philippines	66,36	154,71	133,14	14,99	62,58	317,48	3,88	15,39	2,9665	0,2821	0,2357	-0,1645
Thaïlande	49,16	93,74	90,68	5,31	48,24	808,47	3,01	37,59	11,4884	0,45	0,8344	0,8542
<b>Moyenne Asie</b>	<b>60,67</b>	<b>103,11</b>	<b>69,95</b>	<b>13,72</b>	<b>58,85</b>	<b>328,82</b>	<b>3,65</b>	<b>41,18</b>	<b>10,2831</b>	<b>0,3012</b>	<b>0,9538</b>	<b>2,1671</b>
Etats Unis d'Amérique	28,32	32,08	13,28									
Allemagne	124,52*	140,23	12,62									
Royaumes Unis	29,09	78,40	169,51	35,23*	107,29	204,54	7,51*	63,07	7,3981	21,39%*	0,5325	1,4895
France				7,47	46,83	526,91	1,43	30,59	20,3916	0,1924	0,5719	1,9725
Japon	85,42	112,58	31,80	33,29	79,56	138,99	15,32	44,44	1,9008	0,4803	0,5491	0,1432
Italie				6,14	29,36	378,18	1,98	22,93	10,5808	0,2702	0,6168	1,2828
Canada	21,78	37,89	73,97									
Finlande	270,23	440,91		14,80	91,32	517,03	2,52	59,86	22,754	0,1994	0,5391	1,7036
Suède	40,44	44,50	10,04	6,70*	62,03	825,82	0,31*	42,55	136,2581	5,40*	0,5297	8,8093
Norvège	33,28	48,88	46,88	5,26*	51,65	881,94	0,51*	17,49	33,2941	11,34*	0,603	4,3175
<b>Moyenne pays avancés</b>	<b>51,84</b>	<b>70,65</b>	<b>36,30</b>	<b>15,56</b>	<b>66,86</b>	<b>329,83</b>	<b>4,23</b>	<b>40,13</b>	<b>8,4973</b>	<b>0,2177</b>	<b>0,5632</b>	<b>1,5874</b>
Bulgarie	11,77*	12,19*	3,57	0,29*	5,27*	1717,24	0,02*	0,70*	34	4,95*	14,16*	1,8606
Croatie	35,82*	38,65*	7,90	5,91*	15,40*	160,58	1,04*	0,65*	-0,375	10,69*	4,30*	-0,5978
Estonie	13,35*	26,01*	94,83									
Pologne	3,47*	16,93	387,90	2,45	14,59	495,51	57,19*	5,39*	-0,9058	114,35*	37,31*	-0,6737
Russie	10,00*	12,71*	27,10	1,78	27,01	1417,42	0,32*	8,29*	24,9063	104,93*	27,14*	-0,7414
Turquie	16,84	18,74	11,28	1,38	21,51	1458,70	0,06*	30,68	510,3333	3,11*	1,2853	40,328
<b>Moyenne PECO</b>	<b>15,21</b>	<b>20,87</b>	<b>37,24</b>	<b>2,36</b>	<b>16,76</b>	<b>609,40</b>	<b>11,73</b>	<b>9,14</b>	<b>-0,2204</b>	<b>0,4761</b>	<b>0,4229</b>	<b>-0,1117</b>
Egypte	28,58	51,92	81,67	7,41	31,34*	322,94	1,62	6,63*	3,0926	0,1584	21,11*	0,3327
Jordanie	61,13	68,70	12,38	51,99	70,87	36,31	10,01	10,24	0,023	0,1839	0,1382	-0,2485
Maroc	26,18	52,97	102,33	5,68	31,77	459,33	1,28	3,37	1,6328	0,124	0,1006	-0,1887
Tunisie	54,12	52,09	-3,75	5,66	13,90	145,58	0,19	1,77	8,3158	0,0366	0,1263	2,4508
<b>Moyenne MOAN</b>	<b>42,50</b>	<b>56,42</b>	<b>32,75</b>	<b>17,69</b>	<b>36,97</b>	<b>109,05</b>	<b>3,28</b>	<b>5,50</b>	<b>0,6802</b>	<b>0,1257</b>	<b>0,1441</b>	<b>0,1458</b>

Avant : Moyenne sur dix ans de la période pré-libéralisation (répression) ; Après : Moyenne sur dix ans de la période post-libéralisation ; Croissance = (%après - %avant)/(%avant) ; le signe (\*) indique que la période d'observation est de cinq ans au lieu de dix ans.

Source des données statistiques : Fond Monétaire International (Financial Statistics Indicators (2005)) ; World Bank (World Development Indicators (2003)), Beck, Demirgüç-Kunt et Levine (1999)

Les calculs relatifs au MENA montrent les mêmes résultats que précédemment, puisque, l’Egypte, le Maroc et la Tunisie ont souffert d’une incapacité à stimuler la capitalisation de leurs marchés. Après la libéralisation, la Tunisie enregistre le taux moyen de capitalisation le plus faible (13.90%) alors que la Jordanie semble avoir réussi à hisser vers le haut le volume de son financement direct (70.87% du PIB) malgré un taux de croissance moyen relativement faible, de l’ordre de 36%.

D’autre part, il semble évident que la libéralisation financière n’a pas encore eu un effet sur le développement financier dans la région PECO, puisque la capitalisation moyenne post-libéralisation de cette région s’élève à 16.76% du PIB, la Russie avait réussi la plus haute capitalisation (27.01%) tandis que la Bulgarie dispose du niveau de capitalisation le plus faible de l’échantillon (5.07%).

Le taux de transaction du marché constitue un complément de la capitalisation du marché dans l’évaluation du développement boursier. Le taux de transaction mesure en effet le niveau d’activité du marché. Bien qu’un marché soit grand de taille, le volume des transactions qui s’opèrent sur ce marché peut être faible ce qui diminue l’efficacité de ce marché et handicape son rôle financier dans l’économie. C’est le cas particulièrement de l’Amérique Latine et de la région PECO.

En effet, l’Amérique Latine a enregistré un taux de transaction moyen durant la période post-libéralisation avoisinant les 6% ce qui est insuffisant afin de couvrir la croissance moyenne de capitalisation dans cette zone. L’Argentine, le Mexique et la Colombie ont, de ce fait, subi une baisse, respective, de leur *turnover* de -2.09%, -0.13% et de -49.56%. En d’autres termes, ces pays n’ont pas réussi à garantir la liquidité de leurs marchés financiers.

La région PECO a aussi montré des insuffisances au niveau du volume de transaction avec une décroissance qui a atteint -22.04% et une baisse du *turnover* de -11.17%. Sauf la Turquie qui a rattrapé son retard au niveau du taux de transaction, ce qui lui a permis d’atteindre un *turnover* moyen post-libéralisation de 128.53%.

Une fois Encore, selon le **tableau 2**, l’Asie du sud-est et les pays avancés confirment leur supériorité en matière de développement financier. Le taux moyen de transaction post-libéralisation des marchés de valeurs est presque identique dans ces deux groupes de pays,

41.18% pour l'Asie et 40.13% pour les PI. La Malaisie, a réalisé le ratio turnover le plus élevé de la région, ce qui confirme la tendance de ce pays à allouer au marché financier un rôle de plus en plus important dans l'allocation des ressources dans l'économie, diminuant ainsi les risques d'une dépendance à l'égard du financement bancaire. Cependant les Philippines n'ont pas profité de leur haut niveau de capitalisation, puisque le taux moyen de transaction du marché boursier dans ce pays n'a atteint que 15.39% durant la période post-libéralisation, enregistrant ainsi une décroissance de la fréquence des transactions de -16.45%. Par ailleurs, la Corée du sud a compensé la faiblesse de la capitalisation de son marché boursier par une dynamisation du taux de transaction. Ce taux a atteint 81.29% du PIB en Corée durant la période post-libéralisation, ce qui a certainement stimulé la liquidité de ce marché, remplaçant ainsi une partie (quoique faible) du financement bancaire envers l'économie.

Concernant les pays du MENA, les marchés financiers dans cette région sont loin d'atteindre le niveau de développement atteint par les pays asiatiques puisque le taux de transaction moyen relatif aux marchés boursiers dans cette région n'est que de 5.5%, avec un *turnover* moyen de 14.41% (six fois moins important que le *turnover* relatif aux pays asiatiques). Même après la libéralisation de leurs marchés financiers, il est évident que les pays du MENA dégagent une dépendance importante vis à vis de leurs secteurs bancaires, puisqu'ils n'ont réussi à accroître leurs *turnover* que de 14.58%. La Jordanie ne constitue pas l'exception, du fait que le marché financier de ce pays est loin d'atteindre un niveau d'activité qui pourrait créer nécessaire liquidité nécessaire afin d'exploiter efficacement sa capitalisation boursière relativement élevée.

#### *IV- Conclusion*

L'objectif principal de cette section était de vérifier l'impact de l'intégration financière internationale sur les économies émergentes. L'intégration financière est souvent considérée comme un moyen efficace afin d'exploiter le potentiel de croissance économique et financière des pays en développement et des pays émergents. Cependant, plusieurs pays émergents ont expérimenté des fragilités macroéconomiques à court terme (Kaminsky et Schmukler, 2002) après avoir adopté la voie de libéralisation. Ces fragilités ont eu un impact direct sur les marchés financiers en augmentant les cycles des rendements boursiers, sur les flux d'investissements étrangers à court terme et à long terme en provoquant une volatilité au niveau des volumes de ces flux et sur la croissance économique d'une façon générale quoique

Kose et alii (2003 et 2004) affirment que la relation entre intégration financière et croissance économique demeure ambiguë dans les PE. La deuxième partie de cette section s'est exclusivement axée sur la relation entre intégration financière et développement financier dans un échantillon de 32 pays (22 PE et 10 PI). L'observation des données relatives aux crédits bancaires et aux marchés financiers de ces pays a donné lieu aux interprétations suivantes :

- L'impact de l'intégration financière sur le volume des crédits bancaires au secteur privé semble être intimement lié au rythme de développement institutionnel et aux initiatives de déréglementation financières.
- La libéralisation du système financier domestique avait, surtout, profité aux nouveaux pays industrialisés de l'Asie du sud-est et aux pays avancés.
- L'incapacité des pays latino-américains et les PECO à stimuler le financement du secteur privé via la levée des restrictions et le désengagement de l'Etat des activités bancaires.
- Après la libéralisation financière, les pays de l'Amérique Latine ont échoué à orienter les objectifs de l'intégration financière vers l'augmentation de la taille de leurs marchés financiers.
- Même après la libéralisation de leurs marchés financiers, les pays du MENA dégagent une dépendance importante vis à vis de leurs secteurs bancaires.
- Les pays avancés, dont les performances bancaires et boursières ont été plus stables après la libéralisation financière, ont montré une supériorité en matière de développement de leurs marchés financiers par rapport aux pays émergents.

L'environnement institutionnel, légal et réglementaire dont se caractérise un pays est donc crucial dans l'accélération du rythme de son développement financier. Pendant les dernières décennies, les systèmes bancaires dans les PE ont particulièrement souffert d'un ensemble de dysfonctionnements d'ordre institutionnel et macroéconomiques. Vu les différences qui subsistent entre les banques des PI et les banques des PE, est-il efficace d'utiliser les mêmes normes de réglementation prudentielle pour ces deux groupes d'établissements financiers. Il serait donc intéressant d'analyser davantage la sensibilité du système bancaire dans les PE par rapport à l'environnement macroéconomique d'une part et l'environnement institutionnel d'autre part. Vérifier ensuite s'il existe des différences de sensibilité chez les banques des PE et les banques des PI à l'égard de l'environnement macroéconomique et institutionnel.

## Bibliographie

Anderson, P., et Moreno, R., (2005) « Financial integration: an overview », BIS papers, n°23.

Bekaert, G., et Campbell, C. R., (2000) « Foreign speculators and stock market efficiency », Journal of Finance, vol LV, n° 2, avril.

Bekaert, G., Campbell, C. R., et Lundblad, C. T., (2003) « Equity market liberalization in emerging markets », Journal of Financial Research, vol 16, n° 3.

Chuhan, P., Perez-Quiros, G., et Popper, H., « International capital flows : Do short-term investment and direct investment differ ? », World Bank policy research working paper, n° 1669, octobre.

Chuhan, P., Claessens, S., et Mamingi, N., (1993) « Equity and bond flows to Asia and Latin America, the role of global factors », World Bank policy research working papers, n° 1160, juillet.

Eduardo, T., Yeyati, L., et Schmukler, S., (2002) « Financial globalization : Unequal blessings », World Bank policy research working papers, n° 2903, Octobre.

Fernandez-Arias, E., (1994) « The new wave of private capital inflows », World Bank policy research working papers, n° 1312, juin.

Frankel, J. A., (1992) « Measuring international capital mobility : A review », AEA papers and proceedings, vol 82, n° 2, mai.

Kaminsky, G. L., et Schmukler, S., « Short and long-run integration, Do capital control matter »

Kaminsky, G. L., et Schmukler, S., (2002) « Short-run, long-run gain : The effects of financial liberalization », juin.

Korajczyk, R. A., (1995) « A measure of stock market integration », World Bank policy research working papers, n° 1482, juin.

Kose, M. A., Prasad, E. S., et Terrones, E., (2004) « How do trade and financial integration affect the relationship between growth and volatility ? », Papier préliminaire, Mai.

Levine, R., et Zervos, S., (1996) « Capital control liberalization and stock market development », World Bank policy research working papers, n°1622, juillet.

Mc Cauley, R. N., Fung, S-S., et Gadanecz, B., (2002) « Integrating the finances en Asia », BIS Quarterly Review, decembre.

Obstfeld, M., et Taylor, A. M., (2002) « Globalization and capital markets », NBER working paper, n° 8846, Mars.

Otsubo, S., (1996) « Globalisation, a new role for developing countries in an integrated world », World Bank policy research working papers, n° 1628, juillet.

Reinhart, C., et Rogoff, K., S., (2004) « Capital-account liberalisation, debt financing, and financial crises », AEA papers and proceedings, vol 94, n° 2, mai.

Sa, S., et Guérin, J., (2006) « Les progrès de l'intégration monétaire et financière en Asie », Revue de la stabilité financière n°8, Banque de France, mai.

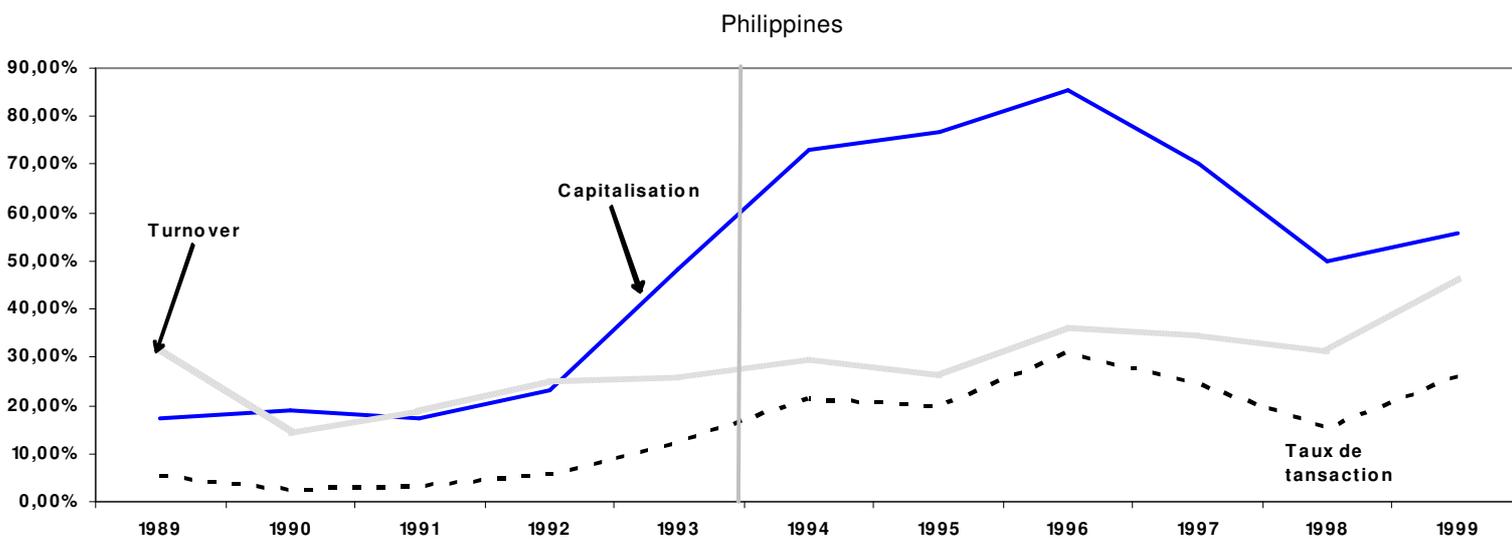
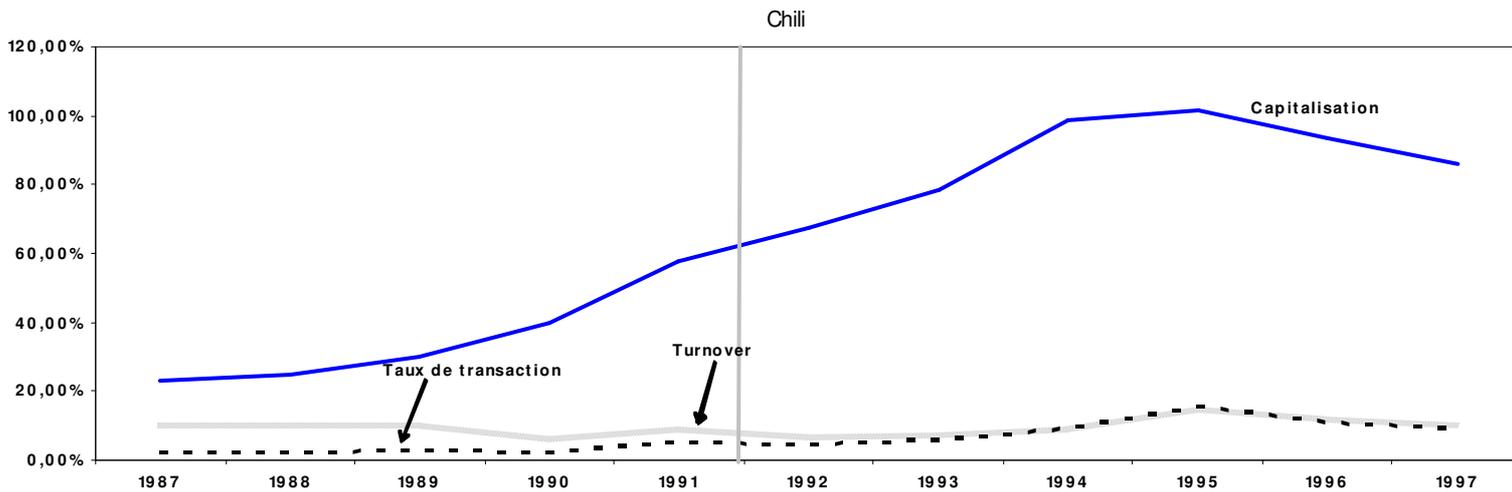
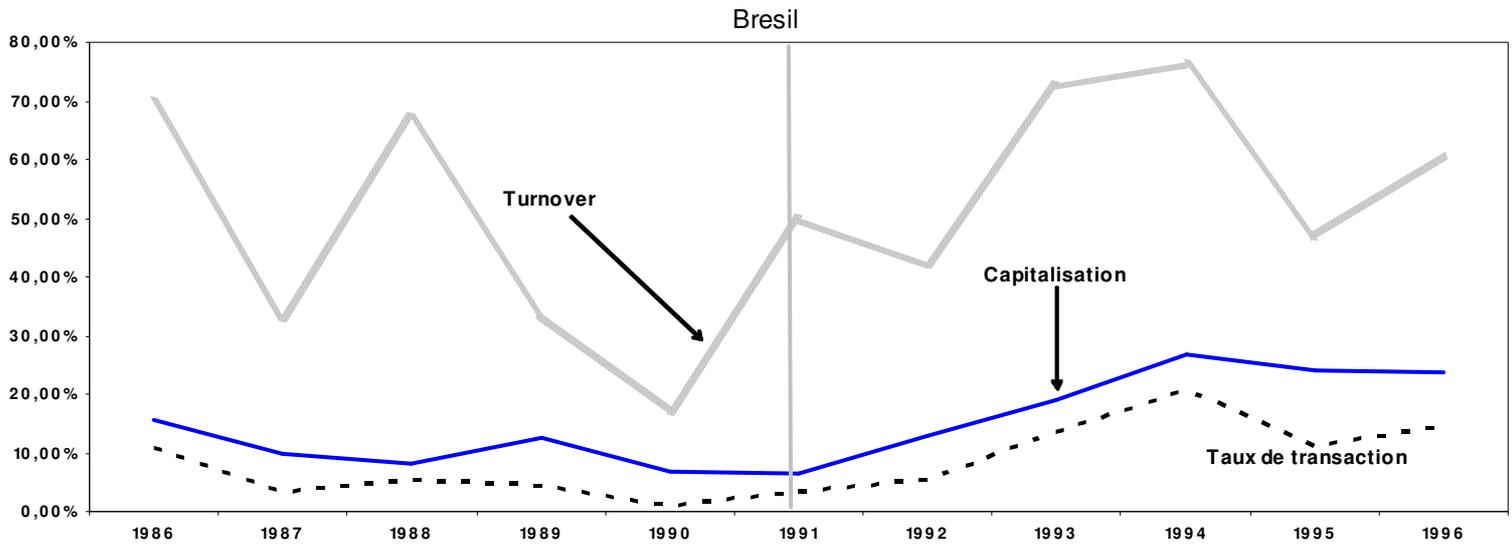
Sachs, J, A Tornell and A Velasco (1996) "Financial crises in emerging markets: The lessons from 1995" Brookings Papers on Economic activity, pp 147-198.

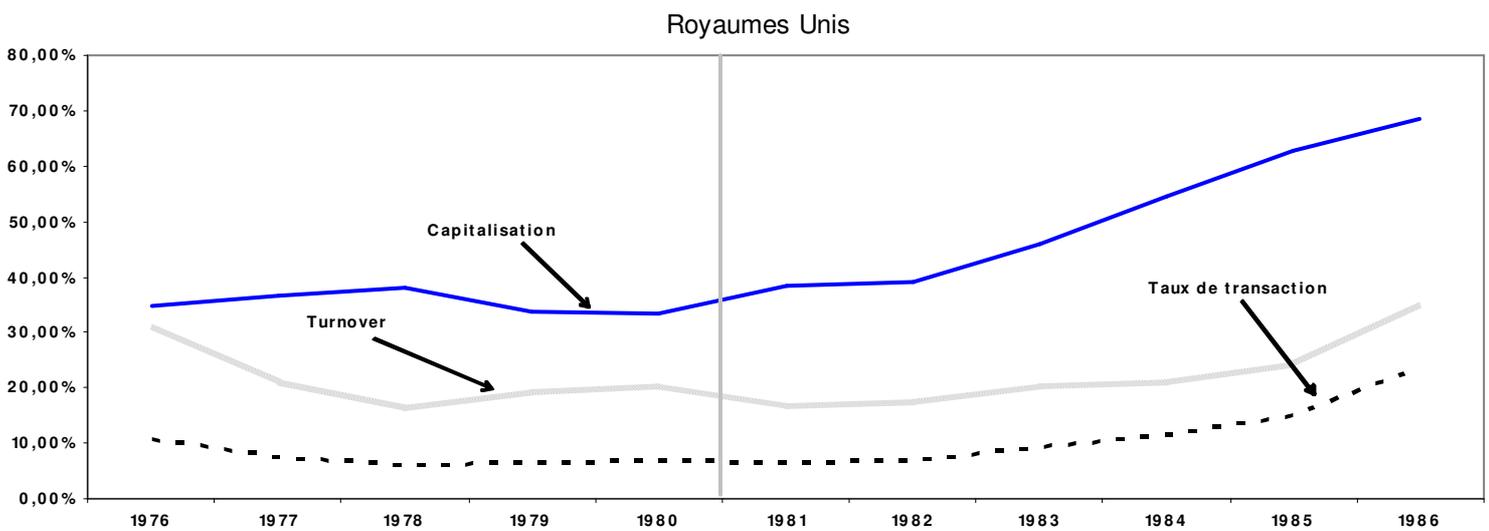
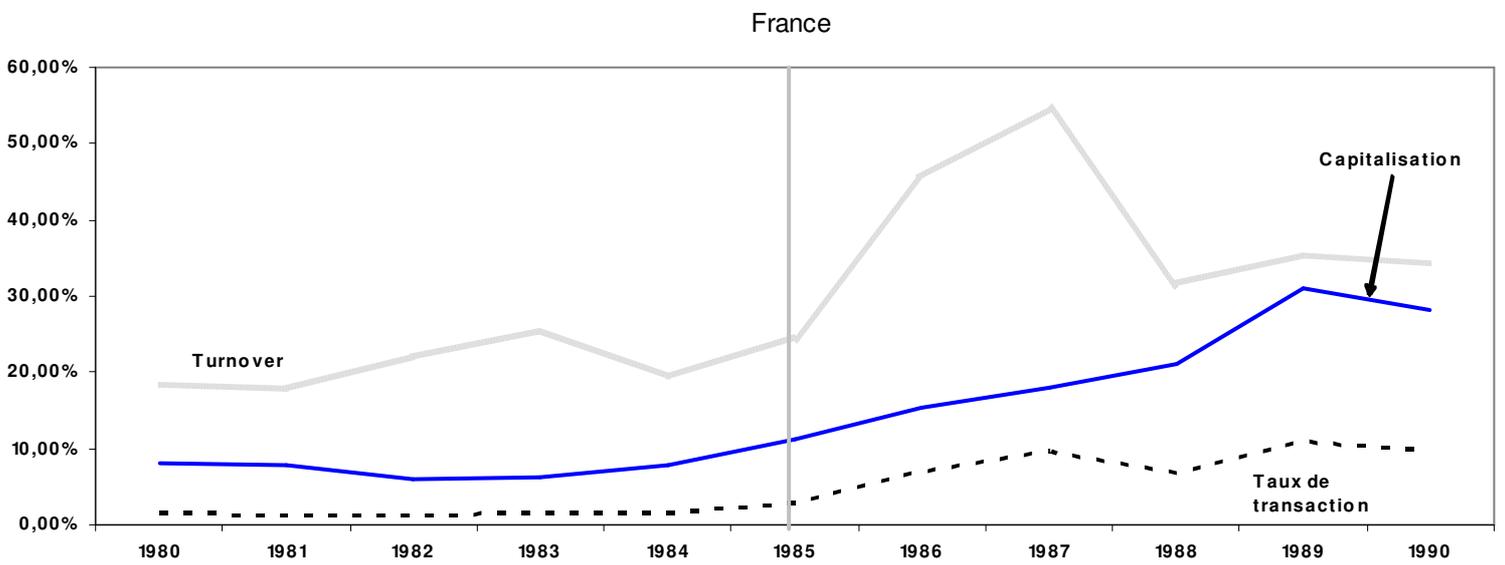
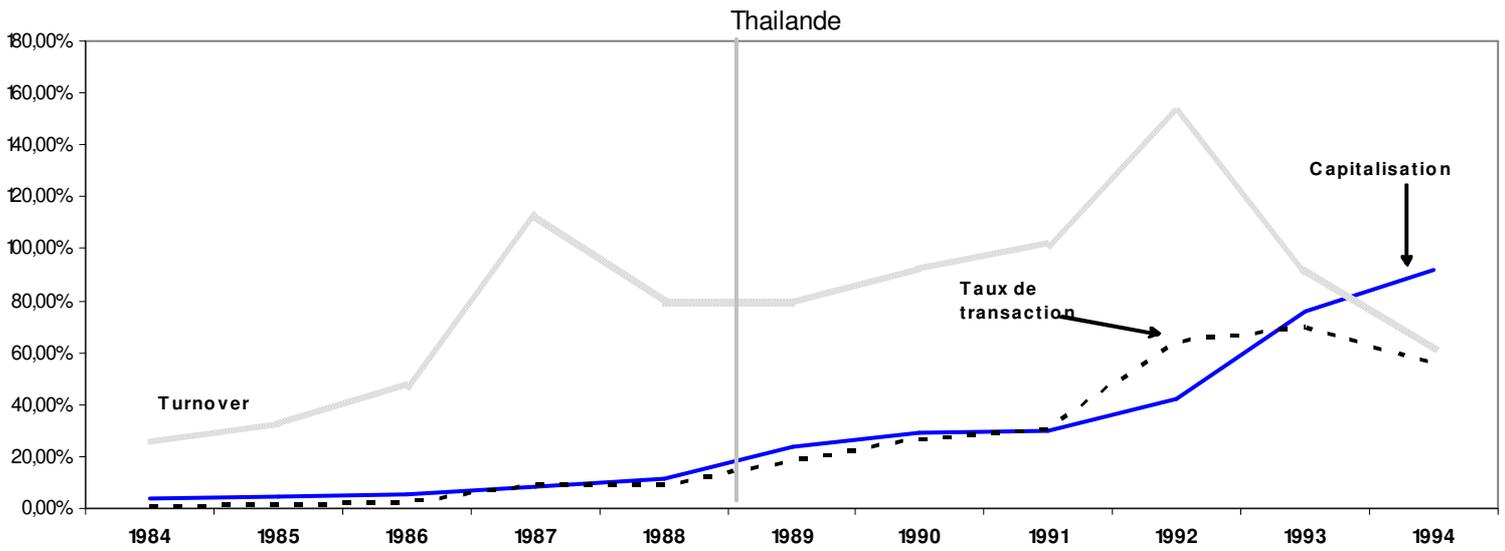
Shahid, Y., (2001) « Globalization and the challenge for developing countries », World Bank DECRG, Juin.

Wooldridge. P. D., Domanski, D., et Cobau, A., (2003) « Changing links between mature and emerging financial markets », BIS Quarterly Review, septembre.

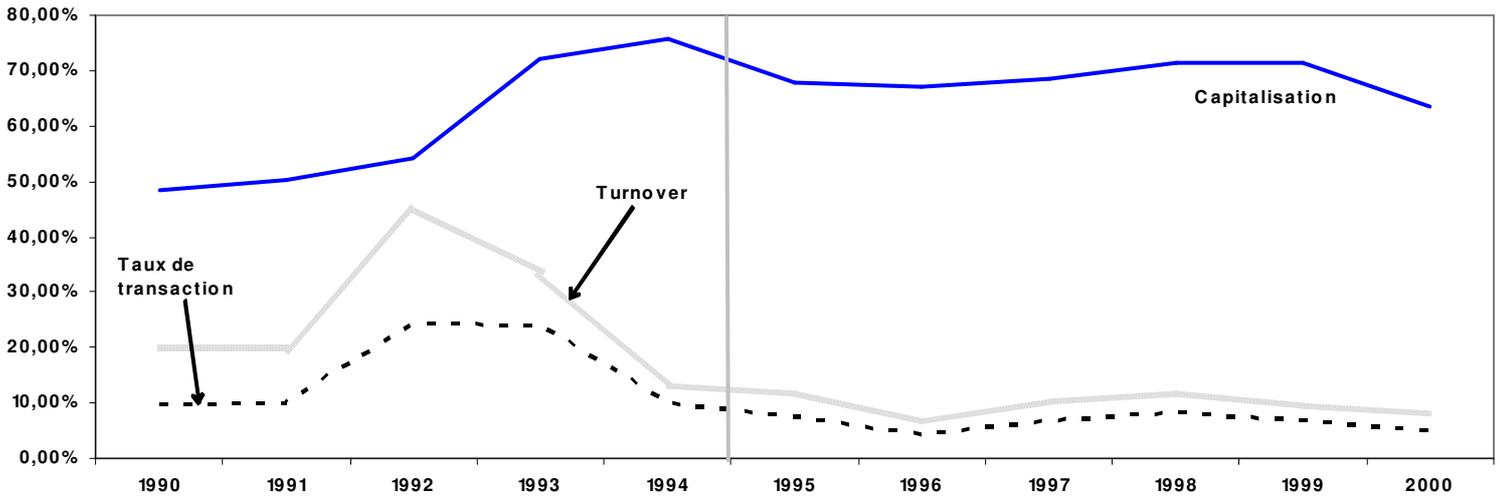
## **Annexes**

**Graphique 1 :**  
Taille et performance des marchés financiers avant et après l'entame de l'intégration financière

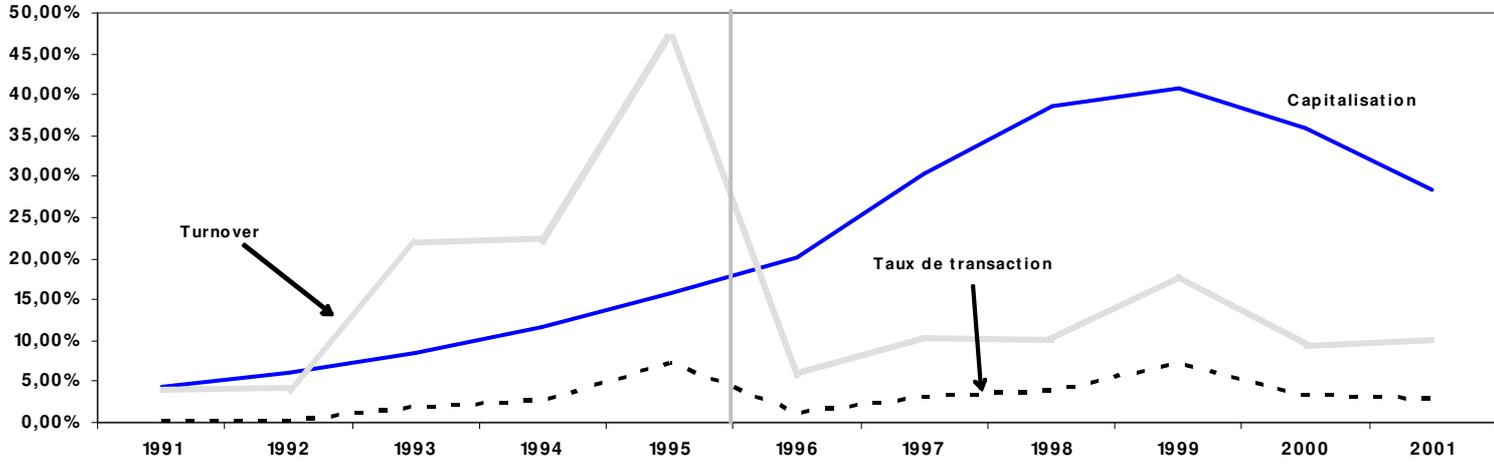




### Jordanie

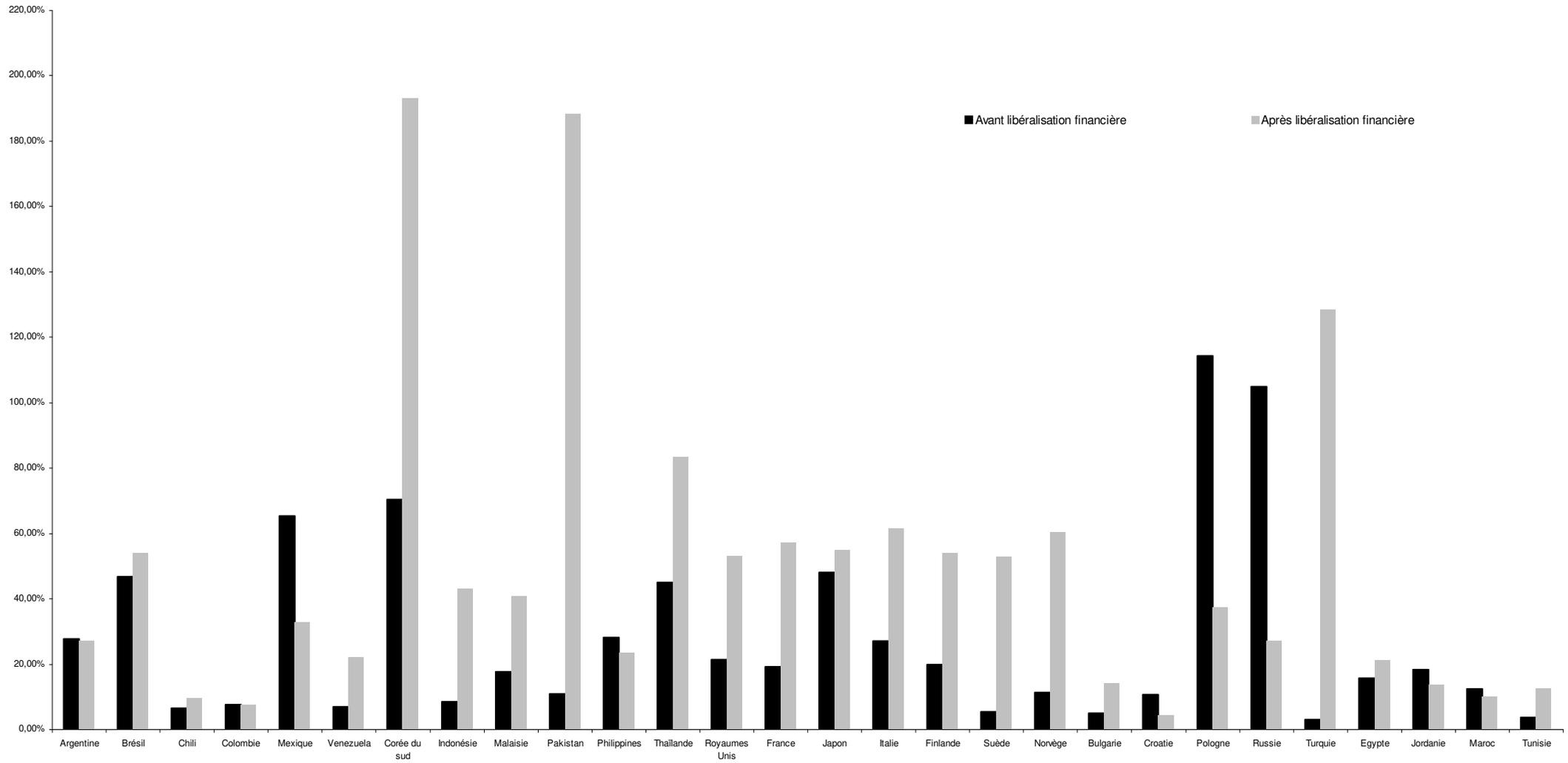


### Maroc

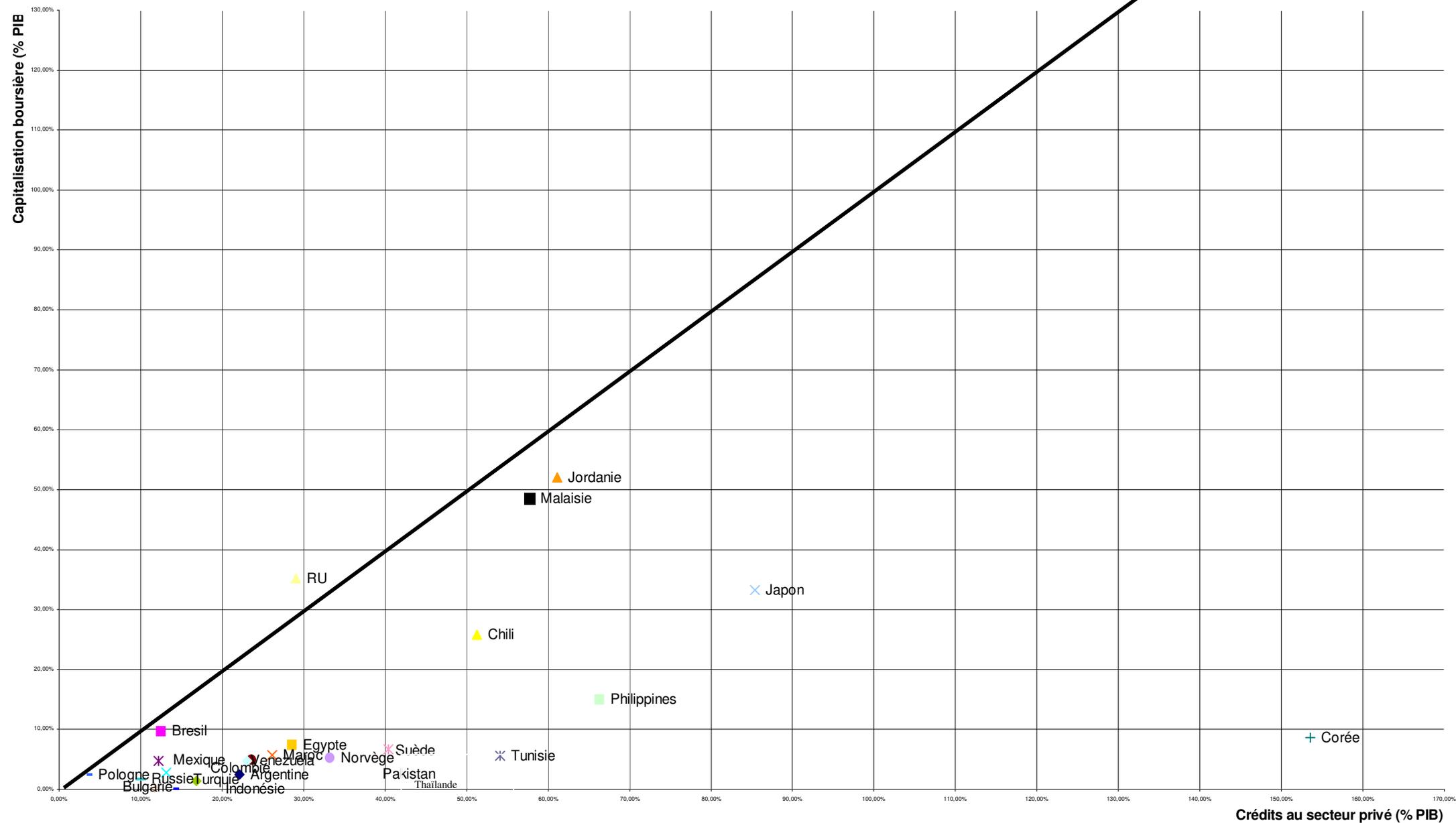


## Graphique 2

### Turnover



Graphique 3.a : Répartition des pays selon leur développement financier avant la libéralisation financière



**Graphique3.b : Répartition des pays selon leur développement financier après la libéralisation financière**

