

MPRA

Munich Personal RePEc Archive

Financial openness in emerging countries: measure and analysis.

Kablan, Sandrine

28 September 2003

Online at <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/41315/>
MPRA Paper No. 41315, posted 14 Sep 2012 13:19 UTC

Introduction

L'ouverture financière a fait l'objet de nombreuses études ces dernières années. Qu'elles soient faites sur des pays développés ou des pays en développement, les études tentent de mettre en avant les effets positifs de la libéralisation financière sur la croissance économique. En effet, sur le plan théorique, l'ouverture financière permet une diversification des risques, une promotion du développement financier et une meilleure allocation des ressources. Son impact est d'autant plus positif, qu'elle a une influence sur la croissance et le développement de long terme.

C'est pour pouvoir bénéficier de ces retombées positives que les pays industrialisés durant ce dernier quart de siècle, puis les pays émergents ont entrepris une libéralisation de leurs marchés de capitaux. Pour les pays émergents, cette phase de libéralisation s'est fait à différentes périodes selon les régions. Ce fut d'abord l'Amérique Latine, à la fin des années 70, pour les pays comme l'Argentine, le Chili et l'Uruguay. Puis au début des années 80, les pays d'Asie prennent le relais, suivi des pays africains. Le processus d'ouverture financière ainsi entamé a impliqué une déréglementation des flux de capitaux. Ceux-ci peuvent désormais entrer et sortir sans entraves des frontières.

Notre étude vise à passer en revue l'évolution de l'ouverture financière des pays émergents de 1970 à 1999. Afin de pouvoir étudier l'ouverture financière, nous essaierons de choisir une mesure appropriée de l'ouverture, parmi les différentes mesures qualitatives et quantitatives. La deuxième section de ce document sera consacrée à l'observation de l'évolution de l'ouverture financière à travers des statistiques descriptives de la mesure de l'ouverture financière et de ses composantes, pour l'ensemble des pays émergents et les différentes régions. La troisième partie, consistera à relier dans une spécification économétrique la mesure de l'ouverture choisie à différentes variables susceptibles de l'expliquer.

I) Définition et mesure de l'ouverture financière :

L'ouverture financière consiste en la suppression des obstacles à la libre circulation des capitaux, au-delà des frontières d'un pays. Elle s'articule autour de trois points précis : la déréglementation des quantités, celle des prix et la suppression des frontières entre activités et entre actifs. La déréglementation des mouvements de capitaux, est le fait de lever toutes les restrictions qui pèsent sur les transactions financières. L'ouverture financière est ainsi une mesure de politique économique qui à travers la mise en œuvre de règles aboutira à sa réalisation effective. Cette mesure de politique économique doit entraîner un accroissement de la compétition des places financières en concurrence et conduire à une allocation optimale des capitaux. En outre, l'ouverture financière a pour conséquence une plus grande efficacité des marchés, et partant une rationalité économique accrue. Toutefois, elle entraîne une exposition plus importante des économies aux entrées et aux sorties de capitaux. Les mouvements de capitaux échappent désormais au contrôle des autorités. Celles-ci perdent les moyens qu'elles utilisaient pour assurer la stabilité et le bon fonctionnement de l'économie, notamment par la perte de l'autonomie de la politique économique et la difficulté à gérer d'un point de vue macroéconomique, les entrées massives de capitaux.

Face à toutes ces implications, plusieurs études ont été menées sur le phénomène de la libéralisation financière. Toutes utilisent pour leurs investigations une mesure de l'ouverture financière. Cependant, il est très difficile de mesurer la libéralisation financière suivant les pays. Cette difficulté tient du fait qu'il existe des divergences sur les données et les techniques utilisées. Dans cette partie, nous essaierons dans un premier temps de passer en revue les différentes mesures de l'ouverture financière en en présentant les limites et dans un second temps nous procéderons au choix de la mesure de l'ouverture financière qui sied le mieux à notre analyse.

A) mesure de l'ouverture financière :

Il existe deux types de mesures de l'ouverture financière : les mesures qualitatives et les mesures quantitatives.

a) Les mesures qualitatives :

Ces mesures se basent sur les restrictions du compte de capital. En effet, l'envers de l'ouverture financière est la restriction des mouvements de capitaux. Ainsi pour connaître le degré d'ouverture d'une économie, l'un des premiers réflexes est de se pencher sur, la réglementation du pays concerné. Il s'agit de savoir si un pays permet la libre circulation des différents flux de capitaux répertoriés dans le compte des transactions courantes et des capitaux à travers ces frontières.

- **la mesure du FMI** : c'est un indicateur construit en se basant sur le rapport annuel du FMI : « *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions* ». Depuis 1967, ce document recense les réglementations et les restrictions sur les flux de capitaux, les transactions courantes et la structure du système de change dans les différents pays membres du FMI. Entre 1967 et 1995, l'indicateur prend la valeur, 1 ou 0 selon qu'il existe ou non des restrictions sur les transactions de capitaux. A partir de 1996, l'on a un indice plus élaboré, qui prend en compte différentes rubriques de la libéralisation financière. Ce sont, le contrôle sur le marché des actions, des dérivés et des autres instruments financiers, le contrôle sur les instruments de paiements, les crédits commerciaux et financiers, le contrôle sur les investissements directs étrangers, et les transactions sur les biens immobiliers. A chaque rubrique, est affecté un indice : 1 s'il y a restriction 0 sinon. L'indicateur final est une moyenne des indices entre 0 et 1 qui rend mieux compte du degré de libéralisation financière.
- **La mesure SHARE** : c'est un indice qui utilise les mêmes informations que l'indice du FMI cité ci-dessus. Il donne cependant une appréciation de l'ouverture financière basée sur les années pendant lesquels les pays ont eu une politique de libéralisation. Il se construit de la manière suivante, par exemple, si le document « *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange*

Restrictions », juge que le marché de capital est ouvert depuis 5 ans sur une période considérée de 10 ans, la mesure share est donc de 0.5. Le problème que pose cette mesure est que, une valeur 0.5 de l'indice correspond à une situation où le pays a ouvert son marché de capitaux les 5 premières années d'une décennie ou les 5 dernières années. De même si la libéralisation a été interrompue pendant la période cette mesure n'en rend pas compte. Dans la pratique cependant, cet indice est disponible pour 29 pays dont 19 pays développés et 10 pays en développement qui ont une expérience avec la libéralisation pendant la décennie 1986 et 1995. Aussi, une valeur de 0.1 de l'indice correspond à une ouverture de l'économie en 1995. Une valeur de 0.2 correspond à une ouverture économique en 1994 et 1995. C'est ainsi que l'indice share donne une information sur la durée de la libéralisation financière. Toutefois, il ne permet pas de prendre en compte l'intensité de la libéralisation.

- **L'indicateur QUINN (1997)** tente quant à lui de capturer, l'intensité avec laquelle le contrôle sur le compte courant et de capital est mis en œuvre. Sa construction est basée sur une lecture minutieuse des descriptions des mesures de contrôle dans le document du FMI « *Annual Report on Arrangements and Exchange Restrictions* ». La construction se fait de la manière suivante : pour les différentes catégories du compte de capital et du compte courant, l'on enregistre 0 lorsque la transaction est interdite, 0.5 lorsqu'il y a des restrictions quantitatives ou réglementaires. Une valeur de 1 indique que les transactions sont sujettes à des taxes lourdes. Une valeur de 1.5 indique l'existence de taxes moins sévères, et une valeur de 2 indique que les transactions sont sans aucune entrave. La somme de toutes ces valeurs fournit un indicateur de l'ouverture du compte de capital qui varie entre 0 et 4. Ces indicateurs sont valables annuellement de 1950 à 1997 : pour 21 pays de l'OCDE et pour les années 1958, 1973, 1982 et 1988 pour 43 pays non OCDE.

- **Le code de la libéralisation des mouvements de capitaux de l'OCDE** : Cette mesure n'est disponible que pour les pays de l'OCDE. Elle se base sur les restrictions internationales portant sur 11 rubriques du compte des transactions courantes. Ce sont: les investissements directs, la liquidation des investissements directs, le marché des actions, les opérations sur la propriété immobilière, les crédits financiers et les prêts et également les mouvements de capitaux personnels et collectifs. Cette mesure spécifie également si les restrictions sont appliquées sur les banques commerciales et les investisseurs institutionnels. Ainsi, la mesure construite prend une valeur comprise entre 0 et 1, augmentant de 1/11 point, par degré de libéralisation.

- **La mesure de Montiel et Reinhart** : Montiel et Reinhart ont élaboré une mesure alternative de l'intensité du contrôle sur les transactions internationales, de 15 pays. Ils se basent sur des informations annuelles fournies par le rapport annuel de la banque centrale des pays concernés. Une valeur de 0 pour un pays, à une année précise, représente une situation où il n'y a ni taxes, ni restrictions sur les afflux de capitaux et également aucunes restrictions sur l'endettement domestique des institutions financières nationales. Par contre, une valeur de 1, correspond à des régulations prudentielles comme des limites strictes de l'exposition des banques aux échanges extérieures. Enfin, une valeur de 2 indique l'existence de mesures explicites, comme les prohibitions, les taxes sur les transactions financières, mises en œuvre pour limiter les flux de capitaux. Mais cet indicateur ne fait pas vraiment ressortir les cas où l'on a un contrôle modéré des capitaux (cas de pays ayant comme valeur de l'indicateur 1).

b) Les mesures quantitatives :

Il s'agit ici de fournir une mesure quantitative des limites placées sur les transactions du compte de capital en se basant sur les valeurs des variables économiques. Il existe 3 différents types de variables utilisées par les économistes : le taux d'épargne couplé au taux d'investissement, le différentiel d'intérêt et les flux internationaux de capitaux. Ces mesures semblent préférables dans la mesure où, il s'agit d'utiliser des performances actuelles au lieu de réglementations publiées. Toutefois, il existe des difficultés conceptuelles dans l'utilisation de ces mesures.

- **Feldstein et Horioka(1980)** ont fait une étude qui a consisté à analyser le comportement de l'épargne et de l'investissement sur un nombre de pays pour mesurer le vrai degré de la mobilité des capitaux. Le degré de corrélation entre l'épargne et l'investissement serait un bon indicateur des obstacles aux mouvements de capitaux. Mais cet argument est critiquable du fait que les taux d'épargne et d'investissement d'un pays peuvent être fortement corrélés, même si ce pays n'a aucune restriction internationale sur les mouvements de capitaux.
- Une autre mesure de la libéralisation financière est d'exprimer comme pour l'ouverture commerciale, les flux d'entrées et de sorties de capitaux comme un pourcentage du PIB (**Kraay, 1998**).cette mesure est disponible pour tous les pays et sur une longue période de temps. L'inconvénient, est qu'elle fluctue énormément d'années en années du fait de l'endogénéité des flux de capitaux et d'importants ajustements de réévaluation dues aux fluctuations de la valeur des actifs financiers.
- La mesure de **Milesi-Feretti et Lane** : ces auteurs ont reconstitué en utilisant les données de la balance des paiements le stock des avoirs et engagements de 66 pays industrialisés et en développement pour la période de 1970 à 1997. Cette reconstitution prend en compte les ajustements de réévaluation. Ils construisent une mesure de l'ouverture représentée par la somme des stocks des avoirs et

engagements rapportée au PIB. Cette méthode a pour avantage de prendre en compte pour la période considérée les réajustements sur les actifs financiers. Elle se présente comme un indicateur de long terme de l'ouverture financière d'un pays.

B) choix de la mesure de l'ouverture :

Les mesures qualitatives peuvent être considérées comme des mesures ex-ante. Elles rendent compte tant bien que mal des restrictions et des réglementations qui affectent la libéralisation financière des pays. Elles ne permettent cependant pas de prendre en compte l'ouverture effective des pays. Les seules mesures capables de rendre compte de cette dernière sont les mesures quantitatives.

La mesure de Kraay comme celle de Milesi-Feretti et Lane, rendent compte des entrées et sorties de capitaux et par conséquent constituent de bonnes mesures de l'ouverture. Cela d'autant plus qu'elles permettent de suivre l'évolution de l'ouverture financière sur une longue période. Notre choix se portera sur la mesure de Kraay, du fait de la disponibilité des données pour un plus grand échantillon de pays. Pour pallier quelque peu au problème de réajustement, nous utiliserons pour le calcul de cet indicateur la base de données du CEPPH : CHELEM, ou des réajustements, et des retraitements sur les flux de la balance des paiements ont été faits, afin de les rendre les plus cohérents possibles à travers le temps et l'espace.

II) L'évolution de l'ouverture financière :

Nous allons à travers différents graphiques analyser l'évolution de l'ouverture financière. Dans un premier temps, nous nous intéresserons à l'évolution globale et dans un second temps, à l'évolution comparative entre les régions.

A) évolution globale :

Entre 1973 et 1981, on observe une augmentation des flux financiers (*graphique1*). Cela pourrait s'expliquer par le fait qu'en 1973, à la suite du choc pétrolier, beaucoup de prêts

aient été consentis aux pays en voie de développement. Ainsi, cette croissance des flux financiers est due aux prêts des pétrodollars par les pays de L'OPEP. De 1981 à 1990, on observe une diminution de la part des flux financiers dans le PIB. Cette période correspond à une période de crise pour les pays en voie de développement. Après 1990, une reprise de l'ouverture financière s'amorce. Celle-ci est plus forte que les années précédentes. Cette croissance de l'ouverture financière correspond aux années de forte libéralisation financière des pays en développement.

Le *graphique 2*, montre de 1967 à 1990, une quasi-stabilité de la part des IDE et des Investissements en portefeuille dans les flux financiers, avec des pics en 1975 et 1981. L'on peut relier l'augmentation de la part des IDE et des investissements en portefeuille dans les flux financiers aux chocs pétroliers qui sont survenus pendant ces années. Cela confirme l'hypothèse stipuler plus haut concernant l'évolution de la part des flux financiers dans le PIB. Entre 1973 et 1981 l'augmentation de l'ouverture financière est due à l'endettement des PVD favorisé par les conditions propices pendant cette décennie.

Après 1990, la part des IDE et des investissements en portefeuille augmente. Ainsi, l'hypothèse de forte promotion de libéralisation financière s'avère vérifiée.

Le *graphique 3* : montre de 1967 à 1976 une diminution de la part des IDE dans les flux financiers. Cela confirme toujours l'hypothèse selon laquelle l'augmentation des flux financiers serait due à de l'endettement. De 1976 à 1990, on observe une stabilité des IDE dans l'ensemble des flux financiers. Enfin, après 1990, on observe une augmentation des IDE, qui confirme la libéralisation prônée et soutenue par les institutions internationales.

Le *graphique 4* quant à lui nous montre l'évolution des investissements en portefeuille. Ceux-ci sont très volatiles et augmentent très légèrement entre 1967 et 1990. Toutefois, ils marquent une très forte augmentation, après 1990. Ce qui confirme toujours l'idée de la promotion de la libéralisation des flux financiers à cette période, par les grandes institutions internationales dans les pays émergents, ainsi que le développement financiers que connaissent certains pays émergents.

Le *graphique 5* : montre la relation entre l'indicateur de contrôle des mouvements de capitaux du FMI (ouverture ex-ante) et l'ouverture financière mesurées en part du PIB (ouverture ex-post). L'on s'attend à une relation négative entre ces deux variables. Notre

nuage de point forme une droite décroissante, qui représente l'évolution dans le temps de la relation qui existe entre l'ouverture de l'ensemble des pays émergents et les restrictions et réglementations mises en œuvre par ces pays. Les mesures de politique économiques mises en œuvre par les pays semblent quelque peu être effective.

En rapportant les flux financiers aux flux de commerce (*graphique 6*), pour la période 1979 et 1999 (période dont nous disposons le plus de données pour l'ensemble des pays émergents), l'on observe une évolution quasi-stable du ratio. En début de période, on a une diminution du ratio des flux financiers au commerce, jusqu'à la fin des années 80. Cette observation montre que pendant cette période, le commerce augmente plus vite que les flux financiers. Cette diminution correspond bien à la diminution des flux financiers dans le PIB. Le début des années 90, cependant est marqué par une augmentation des flux financiers, plus rapide que celle du commerce. Il existe donc d'autres éléments que le commerce international dans l'explication de l'ouverture financière. A la fin des années 90, on observe une stabilisation du ratio.

Le ratio de la somme des IDE et des investissements en portefeuille des pays émergents au commerce (*graphique 7*), présente une quasi-stabilité en début de période. Il augmente par la suite pendant la décennie 90, puis tend à se stabiliser en fin de période. La décennie 90 fut bien une décennie de libéralisation financière pour les pays émergents.

B) évolution par région :

Le *graphique 8* montre une mesure de l'ouverture financière très fluctuante pour toutes les régions. Dans l'ensemble, l'on remarque de 1967 à la fin des années 80, la même tendance pour toutes les régions. Cela s'explique, comme nous le soulignons plus haut par les emprunts massifs et la crise de la dette qu'ont traversé les pays émergents, durant cette période. Dans les années 90, on assiste à une reprise pour chaque région de l'ouverture financière, puis une chute en période de crise financière : la crise mexicaine pour l'Amérique Latine en 1993, la crise Asiatique en 1997 et la crise russe en 1998.

Europe : Outre la tendance commune de la période 67-89, on remarque que le degré de l'ouverture financière augmente considérablement vers les années 93 et 94, période de la

dislocation de l'URSS et des autres confédérations socialistes. En effet, les IDE et les investissements en portefeuille augmentent considérablement en cette période.

Asie : L'on observe une augmentation de l'ouverture financière effective dès le début des années 90. Celle-ci se caractérise par une part croissante des IDE et des investissements en portefeuille dans le PIB, durant les années 90. Le *graphique 12* révèle à cet effet que cette augmentation des flux financiers est surtout due à la croissance de la part des investissements en portefeuille dans les flux financiers, la part des IDE augmentant de manière plus modérée.

Amérique Latine : Pour l'Amérique Latine, la période d'ouverture financière effective s'observe à partir de la fin des années 80. Le degré d'ouverture financière augmente en cette période. Il s'explique par l'augmentation de la part des IDE et des Investissements en portefeuille dans le PIB à cette période. En effet, la grande part des IDE et des investissements en portefeuille dans les flux financiers, confirme bien cette tendance de l'ouverture financière.

Afrique : L'Afrique tout comme les autres régions affiche une tendance à la hausse de l'ouverture financière effective au début des années 90. Cependant, on observe une baisse du degré de l'ouverture en fin de période. L'observation du *graphique 9* révèle une faible augmentation par rapport aux autres régions de la part des IDE et des investissements en portefeuille dans le PIB. Cette faible augmentation est plus le fait des IDE que les investissements en portefeuille.

III) Spécification empirique :

A) les variables :

Nous essaierons dans cette section à travers diverses spécifications économétriques de relier la mesure de l'ouverture financière des pays émergents à différentes variables susceptibles de l'influencer.

La variable expliquée : **ouverture financière (ouvfi)** est calculé en faisant la somme des entrées et sorties des flux de capitaux, pour une année d'un pays donné (*annexe sur les données*).

L'ouverture financière comme nous l'avons vu plus haut est en partie une mesure de politique économique. Ainsi, l'une des variables susceptibles de l'influencer est le **contrôle des mouvements de capitaux (control)**. En effet, plus il y aura de facilités et donc de faibles coûts dans les transactions financières, plus grande sera l'ouverture financière ex-post. Pour prendre en compte cela nous utiliserons la variable control du FMI.

La politique fiscale (taxe) peut aussi influencer le niveau de l'ouverture financière. Les pays présentant un taux de taxation faible sur les revenus des capitaux des entreprises, pourraient attirer plus de flux financiers. Nous utiliserons comme variable la taxe sur les revenus, le profit et les gains en capitaux, en pourcentage du revenu. Cette variable est disponible dans le World Development Indicator (2000).

Le développement financier (devfi) favorise également l'ouverture financière. En effet, une bonne structure financière peut représenter un attrait pour les investisseurs étrangers. D'un autre côté, un effet de substitution peut se produire. Les agents domestiques, investiront sur les marchés étrangers, si le marché domestique est sous développé. Pour cette variable, nous utiliserons, la part de M2 dans le PIB, qui est également disponible dans le World Development Indicator.

Le niveau de développement (lgdppc) peut influencer l'ouverture financière. Dans le sens, où un revenu par tête plus élevé est associé à une aversion au risque. Plus il sera élevé plus les résidents de ce pays auront tendance à rechercher la diversification des risques en investissant à l'étranger. Nous utiliserons, le PIB par tête PPA, du World Development Indicator.

Le commerce (trade) intervient à plusieurs niveaux dans l'explication de l'ouverture financière. D'abord, le commerce des biens entraîne nécessairement des transactions financières (par exemple les crédits commerciaux et l'assurance d'exportation, etc,...). Deuxièmement, le commerce des biens et services et les positions financières sont conjointement déterminées dans le cas de situation comme les IDE, du fait que le commerce international prend la forme de commerce intermédiaire intra-firmes. Troisièmement, le biais financier domestique peut être allégé pour les pays qui ont des volumes de commerce plus élevés du fait que l'ouverture commerciale accroît la possibilité de transactions financières.

Outre ces facteurs structurels, les pays émergents sont souvent sujets à des problèmes d'instabilité politique. **L'instabilité politique (instab)** fait peser sur ces économies une incertitude qui peut nuire aux investissements financiers. Nous utiliserons une variable dummy qui prend la valeur 1 quand il y a eu un coup d'Etat et 0 sinon. Cette variable est extraite de la base de données instabilité politique du CERDI, (Centre d'Etude et de Recherche sur le Développement International).

Une variable que nous allons tenter d'introduire dans notre régression est le **régime de change (stc)**. Les investisseurs étrangers préfèrent investir dans des pays avec un régime de change fixe, afin d'éviter les effets de risque de change. Toutefois, une telle relation n'est vraie que si l'ancrage est crédible. Pour mieux refléter cette crédibilité, nous utiliserons la base de données de Levy-Yeyati et Sturzenegger (2002). Ces auteurs, reconstituent pour 172 pays, le régime de change véritable en cours de 1974 à 2000. La variable prend les valeurs suivantes 1 pour un régime de change non déterminé, 2 pour un régime flottant, 3 pour un régime dit « dirty », 4 pour un arrimage (ancrage) imparfait et 5 pour un régime de change fixe.

Sans pouvoir l'inclure dans nos régressions par manque de données, nous soulignons cependant l'importance de la régulation financière comme variable déterminante de l'ouverture financière. Il est légitime de penser que les investisseurs étrangers soient plus attirés par des marchés financiers où leurs intérêts sont protégés.

Nous avons également essayé d'introduire les variables de la littérature traditionnelle concernant les déterminants externes (pull factors) et internes (push factors) des flux de capitaux. En effet, l'ouverture financière des pays émergents est influencée aussi bien par leurs caractéristiques macroéconomiques, c'est-à-dire la santé économique de ces pays représentée par leurs fondamentaux macroéconomiques, mais aussi étant donné que ce sont de petits pays, ils subissent les conséquences des fluctuations économiques des pays développés. Comme principaux fondamentaux économiques nous utiliserons **l'investissement (invest) et la solvabilité (solvab)**. Hernandez et Rudolph, 1997; Corbo et Hernandez, 1999; Taylor, 1996, ont montré dans leurs investigations empiriques que les influx de capitaux et donc par extension l'ouverture financière réagit positivement aux variables telles que le taux d'investissement et négativement aux variables telles que l'endettement étranger. En effet, l'amélioration de la solvabilité des pays, résultant de la restructuration de la dette externe,

donne à ces pays une plus grande attractivité par rapport aux flux financiers. De plus les fondamentaux comme le taux d'investissement, affectent le taux de rendement de long terme des actifs financiers. Nous utiliserons dans notre spécification, le taux d'investissement calculé comme étant la part de l'investissement domestique rapporté au PIB, et la solvabilité comme la part de la dette étrangère dans le PIB, tous deux disponibles dans le World Development Indicator (WDI).

Pour les facteurs « pull », nous utiliserons le **PIB réel des pays développés (pibind)** (WDI) pour tenir compte des situations de fluctuations économiques dans ces pays. En effet, du fait des récessions économiques au début des années 1990 aux USA, au Japon et dans les pays européens, le déclin des taux d'intérêt a créé des opportunités dans les pays émergents, en améliorant la solvabilité et le risque de défaut des pays débiteurs.

D'autres fondamentaux, comme le taux de change ont été considérés. Toutefois du fait du manque de données, ils ne pourront être introduits dans les spécifications économétriques.

B) Le modèle :

Nous construisons une base de données de panel de 132 pays en développement, sur la période 1970 – 1999. Nous utilisons les moyennes sur 6 périodes de 5 ans, pour atténuer l'impact des fluctuations des variables. Nous régressons l'ouverture financière sur les différentes variables évoquées plus haut suivant les dimensions temporelle et transversale.

Dans notre équation, nous retarderons les variables susceptibles d'être influencées par l'ouverture financière contemporaine. C'est le cas de l'investissement et du développement. En effet, une augmentation de l'efficacité et de l'allocation des flux de capitaux due à l'ouverture financière peut avoir des impacts sur le taux d'investissement domestique. Par ailleurs, l'ouverture financière est génératrice de développement et donc peut entraîner une augmentation du revenu par tête. Le logarithme du PIB par tête servira dans nos régressions également de variable de contrôle afin de tenir compte de l'impact de la taille du pays (en terme de niveau de développement) sur les variables comme le commerce. La solvabilité est retardée, du fait des problèmes d'endogénéité qui peuvent exister entre cette variable et la variable d'ouverture financière.

Tableau 1 : Analyse en données de panel de l'ouverture financière des pays émergents :

	1	2	3	4
constante	14.39 (10.44)	4.68 (0.31)	6.2 (0.26)	38.05 (1.24)
control	-1.60 (-0.90)	-7.30*** (-3.23)	-7.7** (-2.16)	-5.23 (-1.46)
lgdppc(-1)		-0.13 (-0.07)	-0.76 (-0.25)	-8.33 (-1.51)
devfi		0.19*** (2.64)	0.27*** (2.74)	0.27*** (2.74)
taxe		0.04 (0.47)	0.07 (0.65)	0.10 (0.89)
trade		0.08** (1.97)	0.17*** (2.53)	0.12* (1.74)
instab		-1.31 (-0.21)	-5.08 (-0.61)	-4.61 (-0.56)
stc		0.42 (0.75)	-0.19 (-0.24)	0.11 (0.14)
invest(-1)			-0.15 (-0.88)	-0.09 (-0.56)
solvab(-1)			-0.01 (-0.43)	-0.02 (-1.13)
PIBind				1.25 ^e -12* (1.64)
Rsq	0.005	0.26	0.42	0.3
N obs	612	229	138	138
Npays	132	90	64	64

(***), (**), (*) indique un seuil de significativité respectivement de 1, 5 et 10%.

C) les résultats :

Le test d'hausman nous conduit à accepter l'hypothèse de l'effet fixe. Le modèle à effet fixe prend en compte des variables dummies différentes pour chaque pays. Ainsi, il permet d'avoir des estimations qui sont plus le reflet de variations à travers le temps. Nous n'incluons de ce fait pas de dummies régionales dans nos régressions.

Notre première régression relie l'ouverture financière à la variable de **contrôle des capitaux** (control). Cette régression a un pouvoir explicatif quasiment nul, malgré le signe négatif du coefficient qui indique que les mesures de déréglementation favorisent l'ouverture financière. Toutefois dans la deuxième régression le pouvoir explicatif de la relation augmente considérablement de 0.005 à 0.26, grâce à l'ajout des variables control, lgdppc(-1), devfi, taxe, trade, instab et stc. La significativité du coefficient control augmente considérablement (significatif au seuil de 1%) et le coefficient est très négatif.

Le développement financier est très significatif (au seuil de 1%) dans toutes les régressions. Une amélioration du système financier de 10% entraîne une augmentation de l'ouverture financière de 1.9 à 2.7%. de même les transactions commerciales ont un effet certain sur l'ouverture financière. Quant à la variable **trade (commerce)**, elle est significative dans toutes les spécifications. Le coefficient moyen de 0.12, indique qu'une augmentation de l'ouverture commerciale de l'ordre de 10% entraînera une augmentation de l'ouverture financière de 0.8 à 1.7%.

La variable représentant le **régime de change** a un signe de coefficient non constant dans les différentes spécifications et est non significative. Cela est sûrement dû au fait que pour que le système de change soit une variable déterminante dans l'explication de l'ouverture financière, il faut qu'il soit crédible. Hors notre variable nous renseigne sur le vrai régime de change adopté par le pays mais l'information sur la crédibilité du système de change ne ressort pas de manière explicite.

La variable de l'**instabilité** a un coefficient négatif, comme l'on s'y attendait. Toutefois, il n'est pas significatif. Cela est peut-être dû au fait qu'il ne reflète pas toute la notion d'instabilité politique, qui recouvre bien d'autres dimensions que celle de l'occurrence d'un coup d'Etat.

La politique de taxation des revenus en capital n'a pas un coefficient significatif. Et ce coefficient n'a pas le signe négatif espéré dans toutes les équations. Cela pourrait provenir d'erreurs de mesures. Il en est de même pour la variable du **taux d'investissement** dans l'économie, dont le coefficient présente un signe négatif et non significatif.

La variable de **solvabilité** a un coefficient du signe attendu : négatif. Toutefois, il n'est pas significatif et est très faible : de l'ordre de -0.01. Cela, implique qu'une augmentation de la solvabilité (diminution de l'encours de la dette rapporté au PIB) des pays émergents entraîne une augmentation de l'ouverture financière de ces pays.

Les variables des fondamentaux macroéconomiques augmentent le pouvoir explicatif de la relation (0.42) mais elles restent non significatives statistiquement. Ce manque de significativité est peut-être dû aux erreurs de mesures liée à ces variables.

Lorsque nous ajoutons le **PIB des pays industrialisés** dans la colonne 4, on observe une diminution du pouvoir explicatif de la relation . Le coefficient de cette variable est très faible mais cependant significatif au seuil de 10%. Une augmentation de l'activité dans les pays industrialisés entraîne dans une faible mesure une augmentation de l'ouverture financière. L'on peut sans doute exclure cette variable de l'explication de l'ouverture financière étant donné le faible impact (diminution du pouvoir explicatif) qu'elle a dans l'explication de l'ouverture financière des pays émergents.

Le logarithme du PIB par tête a un coefficient négatif contre nos attentes mais non significatif dans toutes les régressions.

Conclusion :

Dans notre étude nous avons essayé d'analyser l'évolution de l'ouverture financière dans les pays émergents. Pour cela, nous avons d'abord essayé de trouver une mesure adéquate afin de pouvoir décrire son évolution dans le temps et dans l'espace (différentes régions). Puis nous avons essayé de la relier à différentes variables susceptibles de l'influencer.

Notre étude montre que l'ouverture financière dans les pays émergents n'a été effective que vers la fin des années 1980. Les caractéristiques de cette ouverture financière varient suivant les régions. Pour l'Amérique latine et l'Europe, l'augmentation de l'ouverture financière est surtout le fait des IDE et des investissements en portefeuille. Pour l'Asie, elle est surtout due aux investissements en portefeuille qui ont une part très importante dans l'ensemble des flux financiers. Quant à l'Afrique, elle marque une augmentation de l'ouverture financière au début des années 1990, mais cette dernière est ralentie vers la fin de la période d'observation. L'augmentation de l'ouverture financière dans cette région est surtout le fait des IDE. Cela est sûrement dû au manque de structures financières adéquates, comme les bourses des valeurs.

La spécification économétrique a fait ressortir l'importance des variables telles que le niveau de développement financier, la déréglementation concernant les mouvements de capitaux et l'ouverture commerciale. Les fondamentaux macroéconomiques, comme la solvabilité et l'investissement ne sont pas apparus statistiquement significatifs dans l'explication de l'ouverture financière. La variable représentant l'activité dans les pays développés, a un coefficient très faible et diminue le pouvoir explicatif de la régression lorsqu'elle est incluse. Ce résultat est en accord avec les conclusions des travaux de la littérature sur les facteurs externes. Ces dernières études mettent plutôt l'accent sur les causes conjoncturelles (comme la diminution des coûts de communication et la forte compétition) qui entraînent un afflux des capitaux des pays développés vers les pays émergents. Ce mouvement se fait, pour répondre à l'objectif de maximisation des rendements de capitaux.

En général, le pouvoir explicatif faible de nos régressions est sûrement dû à l'absence de variables importantes telles que la régulation financière et le taux de change réel. Toutefois, les résultats trouvés sont souvent en accord avec la théorie, à part quelques incohérences dues à la mauvaise qualité des données.

Références bibliographiques :

- Edison Hali, Klein Michael, Ricci Luca, and Slok Torrsten,2002; “Capital Account Liberalization and Economic Performance: Survey and synthesis”, IMF Working paper 02/120.
- Fuchs-Schunden Nicolas, Norbert Funke, 2001 “Stock Market liberalization and Macroeconomic Implications”, IMF Working Paper 01/193
- Hernandez Leonardo, Mellado Pamela, and Valdes Rodrigo,2001 “Determinants of private capital flows in the 1970s and 1990s: Is there evidence of contagion?”, IMF Working paper 01/64.
- Lane Philip, Gian Maria Milesi-feretti (2002) «International Financial Integration », IMF
- Lane Philip, Gian Maria Milesi-feretti (1999)”The external Wealth of nations: Measures of foreign assets and liabilities for industrial and developping nations”, IMF working paper 99/115.
- Laurent Pierre, Meunier Nicolas, Seltz Véronique et Ennajar Rim,(2002) « Sorties de capitaux, le verso de la balance des paiements », Zones émergentes n°13.
- Levy-Yayeti Eduardo, Sturzenegger Frederico (2002) “Classifying Exchange Rate Regimes: DEEds vs words”, IMF
- Lopez Meija Alejandro,1999” large Capital Flows: A survey of the causes, consequences and policy responses”, IMF working paper 99/17.
- Rossi Marco. 1999 “ Financial fragility and economic performance in developping Economies : do capital controls , prudential regulation and supervision matter.” IMF Working paper 99/66

Annexe sur les données :

Pour construire nos indicateurs d'ouverture financière, nous avons utilisé les séries de la balance des paiements de la base de données CHELEM (Compte harmonisés sur les Echanges et l'Economie mondiale). Cette base de données du CEPPII (Centre d'Etudes Prospectives et d'Information Internationales), offre des données statistiques cohérentes à l'échelle mondiale. Cette harmonisation des statistiques va plus loin que l'effort de normalisation des données comptables recueillies par les institutions internationales. En effet, elle propose des séries annuelles depuis 1960, dont la construction implique une continuité des travaux, qui s'est adapté aux changements technologiques, aux transformations du contexte mondial, et aux modifications introduites en amont dans les sources nationales et internationales.

Tous les éléments de la balance des paiements que nous avons utilisés dans cette étude répondent bien à ce souci de cohérence des séries de chaque pays. La base CHELEM-BAL, qui est une sous-base de CHELEM, contient les flux de balances de paiements à partir de 1967 de tous les pays du monde. Les postes sont présentés dans une nomenclature agrégée en 133 postes reprenant les principales rubriques de la nomenclature en 247 postes, recommandée par le Fonds Monétaire International (FMI) dans le 5^{ème} manuel de la balance des paiements de 1993.

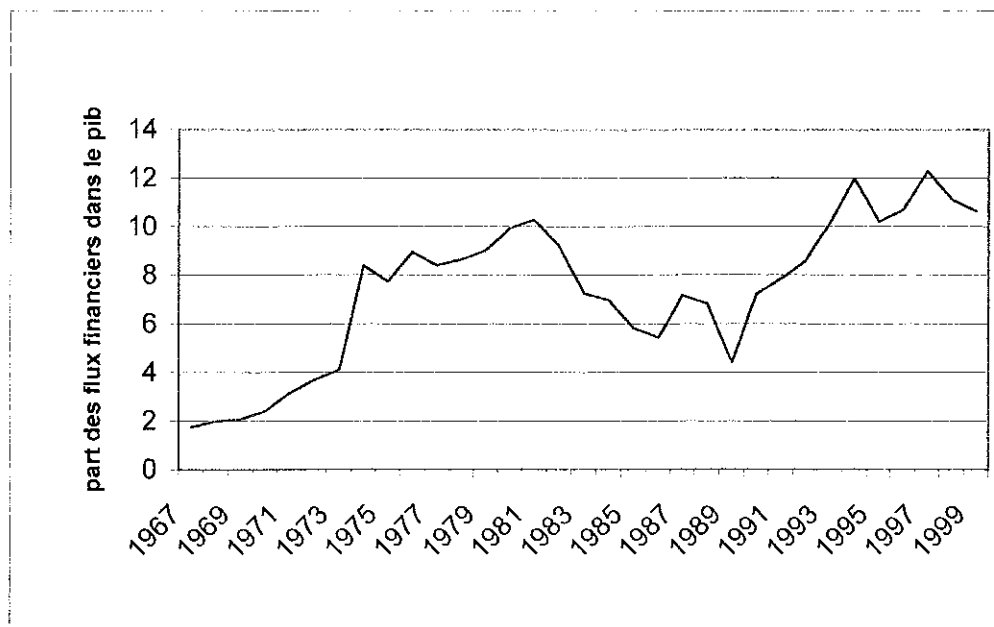
Ainsi, la mesure de l'ouverture financière utilisée dans notre régression représente la somme de la valeur absolue des entrées et sorties des flux de capitaux enregistrés dans la balance des paiements. Plus précisément, il s'agit de la somme des IDE en avoir et en engagement, des investissements en portefeuille en avoir et en engagement, des dérivés financiers en avoir et en engagement, des autres investissements en avoir et en engagement et des flux recensés dans le poste des avoirs de réserves.

Les graphiques représentant l'évolution de l'ouverture financière, ont été réalisés en utilisant les données de la base CHELEM, en faisant à chaque fois la somme des valeurs absolues des flux financiers concernés en avoir et en engagement.

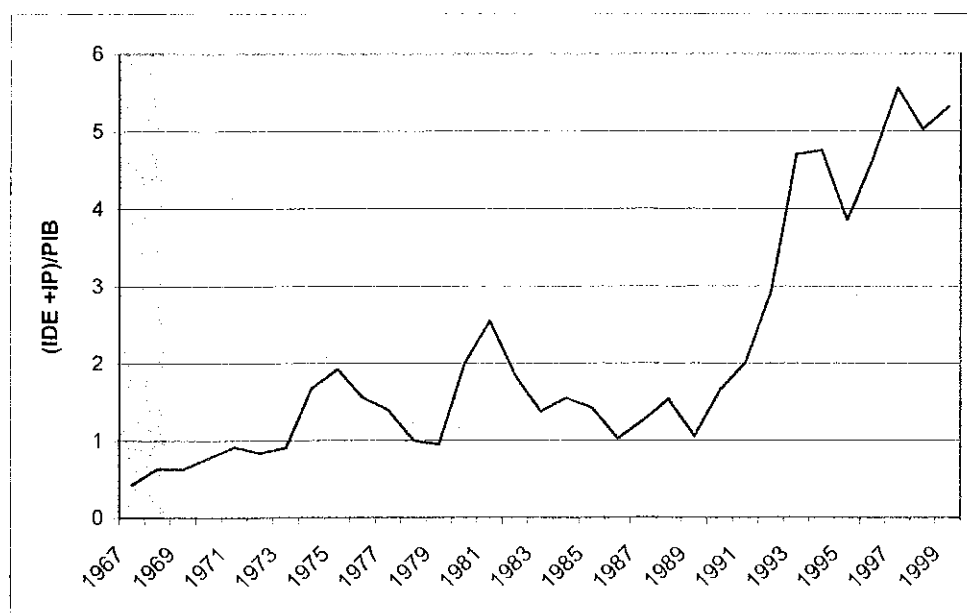
Quant aux autres données, la plupart ont été prises dans la base de données de la banque mondiale World Development Indicator (WDI) (2000). Les données sur l'instabilité politique proviennent cependant de la base de données du CERDI (Centre d'Etudes et de Recherche sur le Développement International) sur l'instabilité politique (1999). Les données sur la classification du régime de change proviennent de la base de données de de Levy-Yeyati et Sturzenegger (2002).

Annexes graphiques et tableaux

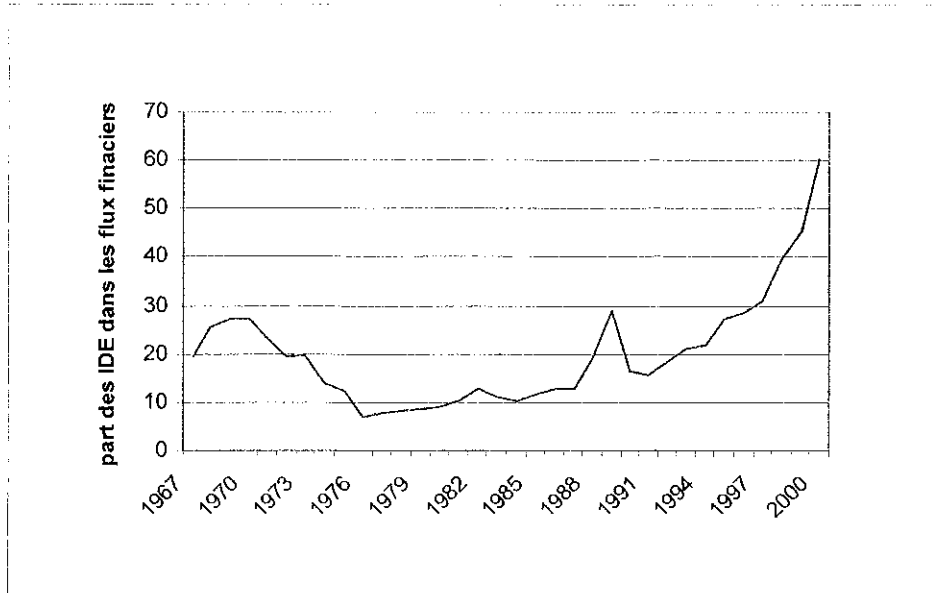
Graphique 1 : EVOLUTION DE L'OUVERTURE FINANCIERE DES PAYS EMERGENTS DE 1967 A 2000



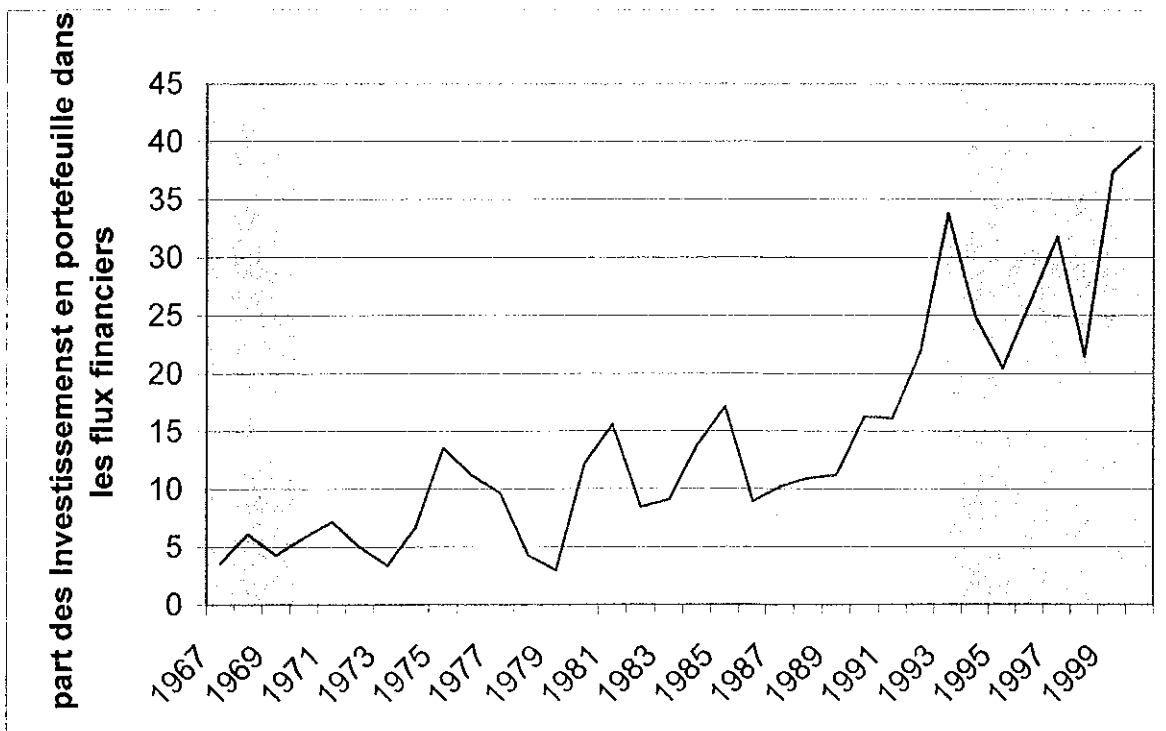
Graphique 2 : EVOLUTION DE LA PART DES IDE ET DES INVESTISSEMENTS EN PORTEFEUILLE DES PAYS EMERGENTS DANS LE PIB



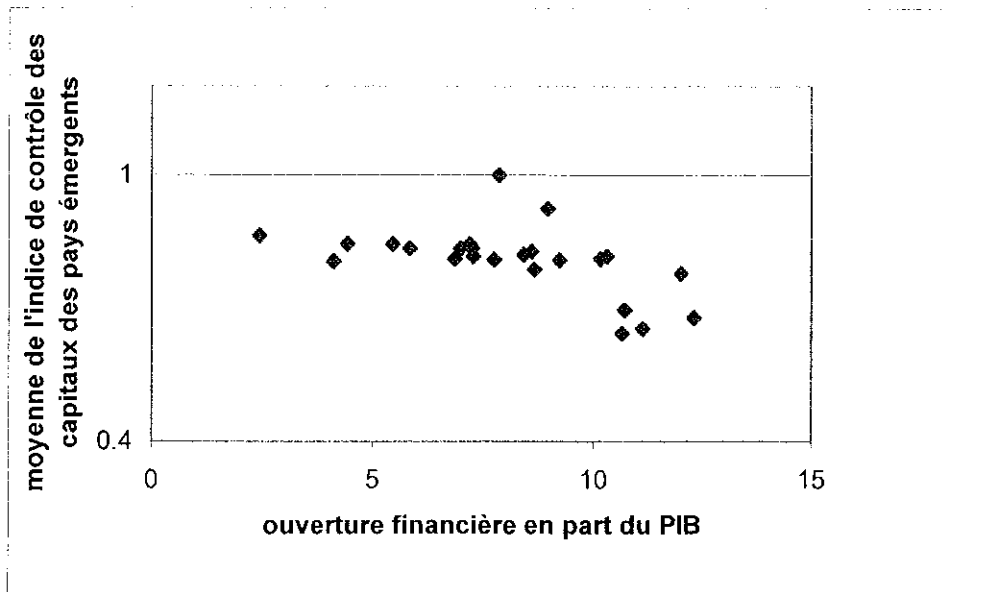
Graphique 3 : EVOLUTION DE LA PART DES IDE DANS LES FLUX FINANCIERS DES PAYS EMERGENTS



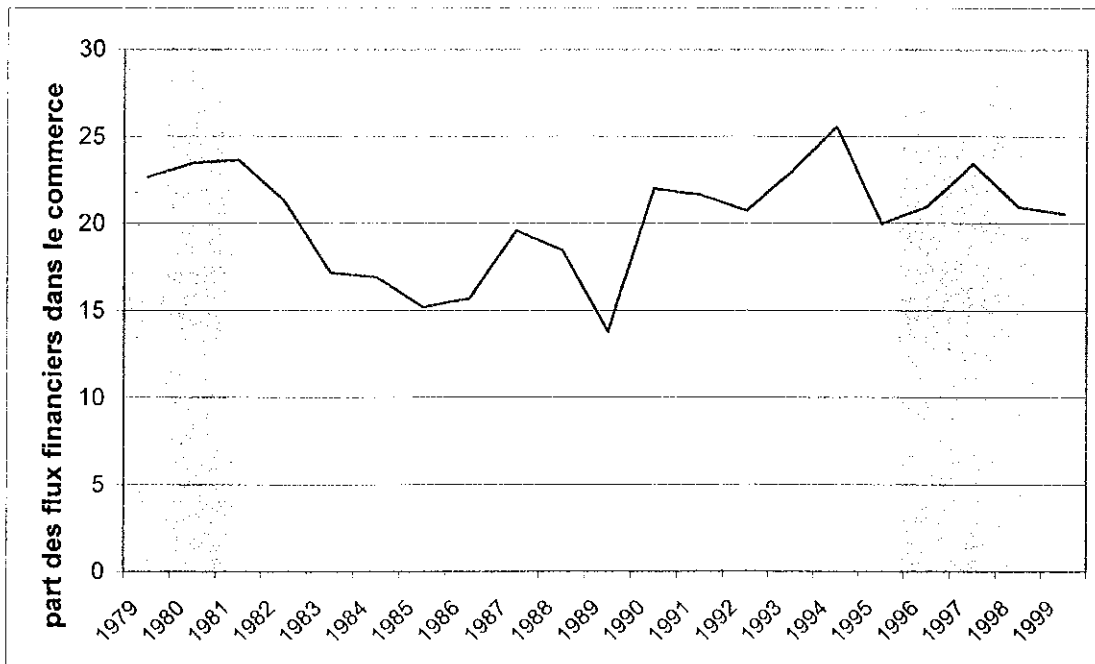
Graphique 4 : EVOLUTION DE LA PART DES INVESTISSEMENTS EN PORTEFEUILLE DANS LES FLUX FINANCIERS POUR LES PAYS EMERGENTS



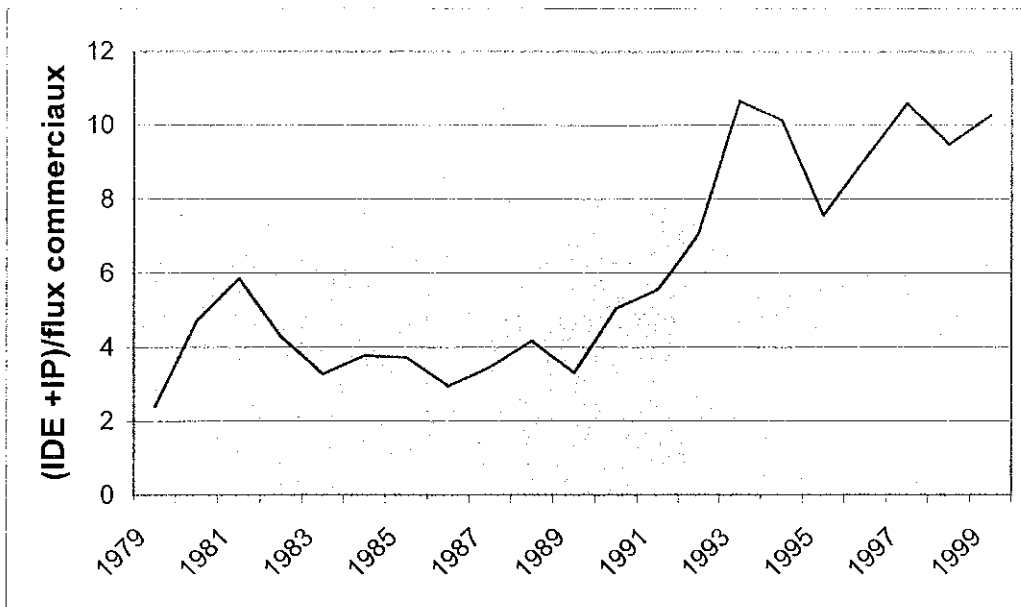
Graphique 5 : RELATION ENTRE CONTROLE DE CAPITAUX ET OUVERTURE FINANCIERE ENTRE 1970 et 1999



Graphique 6 : EVOLUTION DES FLUX FINANCIERS DES PAYS EMERGENTS RELATIVEMENT AU COMMERCE

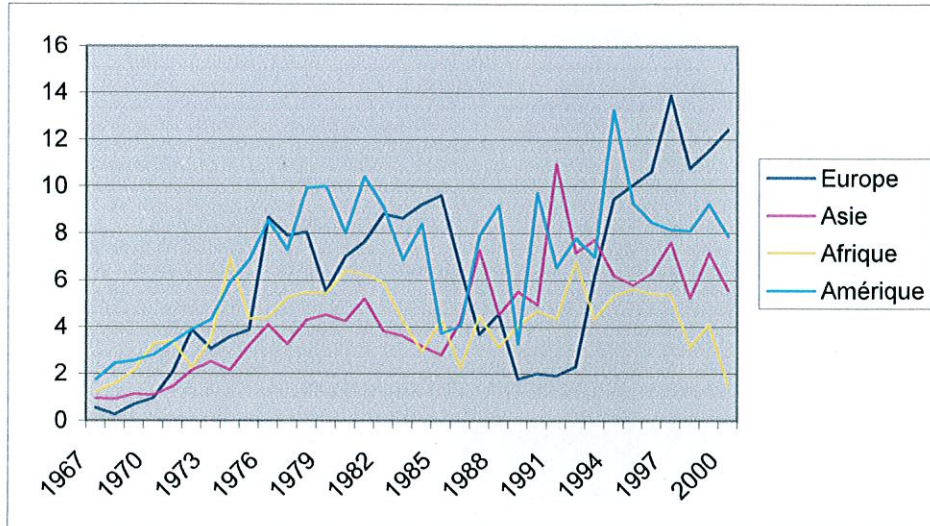


Graphique 7 : EVOLUTION DE LA PART DES IDE ET DES INVESTISSEMENTS EN PROTEFEUILLE
DANS LE COMMERCE

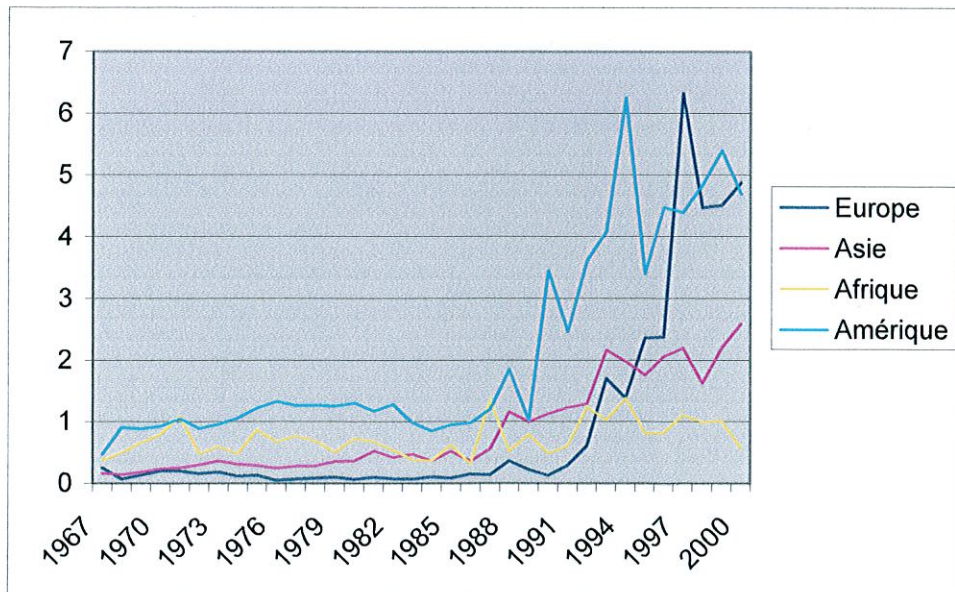


EVOLUTION PAR REGION

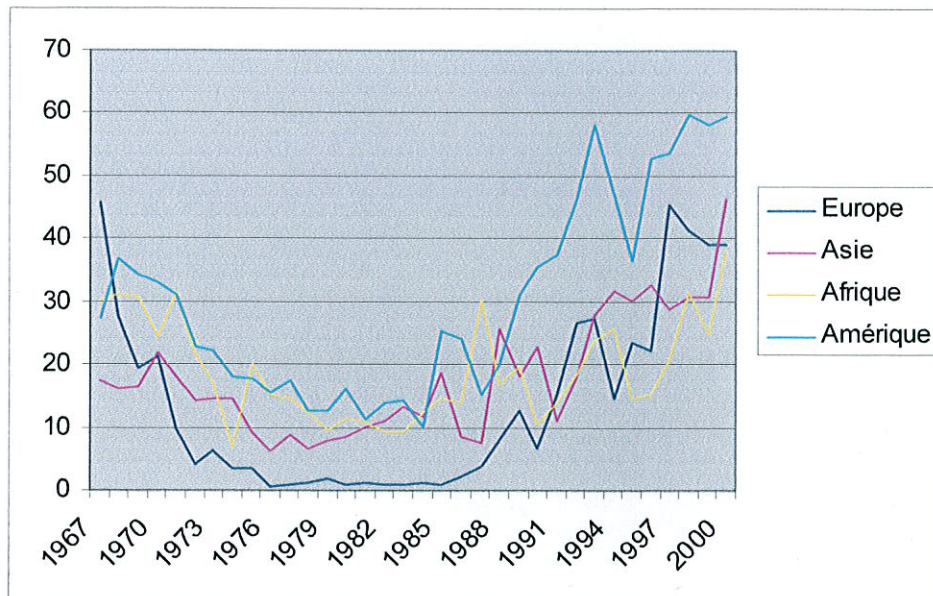
Graphique 8 : EVOLUTION DE L OUVERTURE FINANCIERE PAR REGION



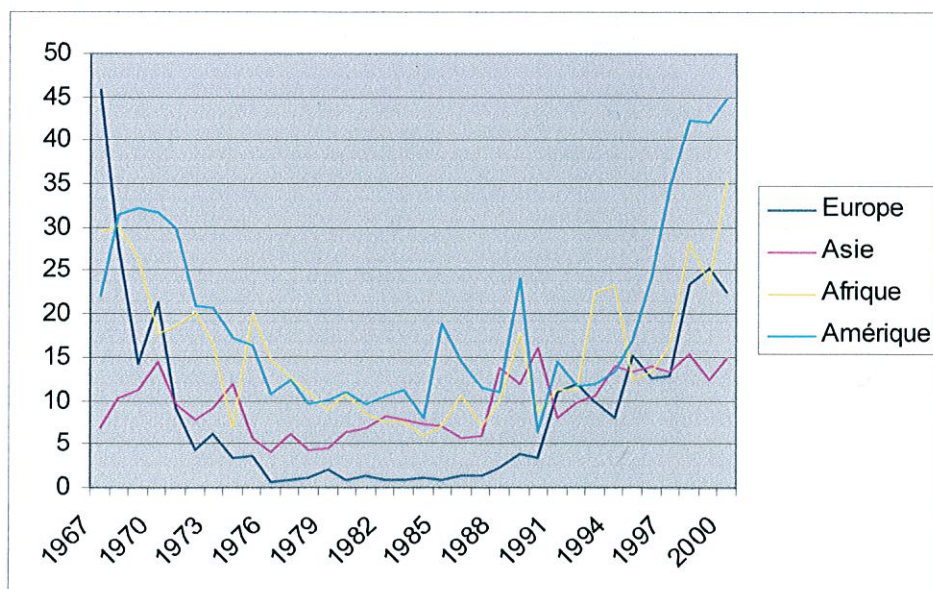
Graphique 9 : EVOLUTION DE LA PART DES IDE ET DES INVESTISSEMENTS EN PORTEFEUILLE



Graphique 10 : EVOLUTION DE LA PART DES IDE ET DES INVESTISSEMENTS EN PORTEFEUILLE DANS LES FLUX FINANCIERS



Graphique 11 : EVOLUTION DE LA PART DES IDE DANS LES FLUX FINANCIERS



Graphique12 : EVOLUTION DE LA PART DES INVESTISSEMENTS EN PORTEFEUILLE DANS LES FLUX FINANCIERS

