Université Paris Nanterre
200 av. de la République
92001 Nanterre Cedex
www.parisnanterre.fr

Membre de l'université Paris Lumières
École doctorale 396 : Économie, organisation, société
UMR 7235 - EconomiX

Brahim Gaies

Globalisation financière et croissance dans les pays en développement :

mise en évidence des effets sur l'instabilité financière et l'instabilité monétaire

Thèse présentée et soutenue publiquement le 24/01/2018
en vue de l'obtention du doctorat de Sciences économiques de l'Université Paris Nanterre
sous la direction de Mme Bernadette MADEUF (Université Paris Nanterre)
et de M. Mounir BACCOUCHE (Université de Tunis El Manar)

Jury :

Rapporteur :	M. André CARTAPANIS	Professeur, Institut de Sciences Politiques Aix
Rapporteur :	M. Mahmoud-Sami NABI	Professeur, FSEG Nabeul, Université de Carthage
Membre du jury :	M. Dominique PLIHON	Professeur émérite, Université Paris 13
Membre du jury :	Mme Fatma MARRAKCHI CHARFI	Professeur, FSEG Tunis, Université de Tunis El Manar
Membre du jury :	Mme Bernadette MADEUF	Professeur émérite, Université Paris Nanterre
Membre du jury :	M. Mounir BACCOUCHE	Professeur, FSEG Tunis, Université de Tunis El Manar

L'Université Paris Nanterre et l'Université de Tunis El Manar n'entendent donner aucune approbation, ni improbation aux opinions émises dans cette thèse. Ces opinions sont propres à l'auteur.

A ma mère Jamila, prunelle de mes yeux, à qui je dois tout, la femme qui a fait de moi un homme en me portant sur ses épaules comme on porte le monde ;

A ma chère tante Amel, chair de ma chair, pilier de la famille, qui avec son amour et sa bravoure a toujours su m'élever, me relever et me protéger ;

A ma bien-aimée tante Kalthoum, cette Amazone des temps modernes au cœur fleuri, étoile du nord qui m'a accompagné dans d'innombrables batailles, pleurs, rires et sourires ;

Aux quatre couleurs de l'arc en ciel de ma vie, mes cousins, Ali, Mohamed, Karim et Amine, sans oublier, Rayen et Rania, mes deux petites douceurs sucrées ;

A mon cher parrain Lamjed à qui je souhaite, de tout cœur, bonne chance dans son épopée ;

A Isabella, cœur de mon cœur, vie de ma vie, âme de mon âme ;

Je dédie ce travail.

Remerciements

Mes remerciements s'adressent, en premier lieu, à Madame Bernadette MADEUF, qui a accepté de diriger cette thèse. Sa disponibilité, ses conseils, ses relectures et son soutien indéfectible ont été indispensables à la progression de ce travail de recherche.

J'adresse également mes plus vifs remerciements et ma gratitude la plus profonde à mon maitre et professeur Monsieur Mounir BACCOUCHE, qui a dirigé cette thèse dans la continuité de mon mémoire de Master. Si j'ai pu rédiger ce travail, c'est en grande partie grâce à son encadrement, son accompagnement, ses infatigables relectures et corrections, ainsi que sa bienveillance et sa confiance.

J'ai aussi l'honneur d'exprimer ici mes remerciements aux membres du jury pour avoir consacré une partie de leur temps à l'évaluation de ce travail, et ce, en dépit de leurs nombreuses responsabilités.

Je tiens à remercier mes collègues du laboratoire EconomiX avec qui j'ai partagé le « plaisir-amer » de la recherche scientifique.

En dernier lieu, qu'il me soit permis de remercier ma compagne Isabella pour sa généreuse aide sans laquelle, je n'aurais jamais pu finaliser ce travail à temps, ainsi que mon cousin Ali pour tous les services qu'il n'a jamais hésité à me rendre avec gentillesse, pour les déplacements, les photocopies, les vidéo-conférences, etc. Je souhaite à ces deux êtres qui me sont chers de réussir brillamment leur cursus académique et j'espère pouvoir à mon tour leur apporter mon soutien et mon aide.

Résumé : La présente thèse tente de savoir s'il est opportun pour les pays en développement les moins avancés de s'engager davantage dans le processus de globalisation financière pour promouvoir leur croissance, et si ce processus influence les effets des instabilités, financière et monétaire, sur cette dernière. A cette fin, la thèse se déroule en trois parties. Avant d'examiner le cadre théorique de la globalisation financière, la première partie esquisse sa genèse avec en arrière-fond la recherche d'une réponse au problème de sa régulation. La deuxième partie s'intéresse à la littérature sur les effets de la globalisation financière sur la croissance, afin d'en tirer les enseignements pour une étude de 72 pays en développement à revenu bas de 1972 à 2011. La troisième partie se focalise sur les impacts de la globalisation financière et des deux instabilités considérées isolément, puis en interaction avec la globalisation sur la croissance à travers deux études empiriques basées sur le même cadre spatio-temporel que l'étude précédente. Ces dernières sont précédées par une revue des relations entre la globalisation financière, l'instabilité financière puis monétaire et la croissance, avec une analyse théorique de l'instabilité financière. Il en ressort que les instabilités, financière et monétaire, ont des effets négatifs sur la croissance, tandis que la globalisation financière, et en particulier la globalisation par l'investissement contrairement à celle par l'endettement, promeut les bienfaits des politiques économiques et du commerce extérieur, en plus de son effet positif direct sur la croissance même en présence des deux instabilités dont elle diminue les effets négatifs.

Mots-clés : Volatilité du taux de change nominal, Instabilité financière, Globalisation financière, GMM system, Panel dynamique, Effets d'interaction

Abstract: This thesis examines whether or not it is beneficial for least developed countries to engage more in the process of financial globalization in pursuit of their economic growth, and if this process influences the effects of financial and monetary instability on the latter. This thesis is divided into three parts. Before examining the theoretical framework of financial globalization, the first part sketches its genesis on a background of the research for an answer to the problem of its regulation. The second part focuses on the literature on the impact of financial globalization on growth. This is done in order to draw lessons for the establishment of a study covering 72 low-income developing countries over the period 1972-2011. The third part centers on the impact on economic growth of financial globalization and the two aforementioned types of instability, discussed both separately and in conjunction. Evidence is provided by two empirical studies based on the same spatio-temporal framework as the previous one. These studies are preceded by a review of the literature on the relationship between financial globalization, financial and then monetary instability and growth, in addition to a theoretical analysis of financial instability. This illustrates that financial and monetary instability have negative effects on growth, while financial globalization and in particular investment-globalization, unlike indebtedness-globalization, promotes the benefits of macroeconomic policies and international trade. This can be find in addition to its direct positive effect on growth, even in the presence of the two instabilities of which it reduces the negative effects.

Keywords : Financial instability, Nominal exchange rate volatility, Financial globalization, GMM system, Dynamic panel data, Interaction terms

Droits d'auteur :

Droits d'auteur réservés. Toute reproduction sans accord exprès de l'auteur à des fins autres que strictement personnelles est prohibée.

Sommaire

Introduction générale

PREMIERE PARTIE : DE LA GLOBALISATION FINANCIERE

Chapitre 1 : La genèse de la globalisation financière

Chapitre 2 : La globalisation financière : définitions, mesures et thèses

DEUXIEME PARTIE : GLOBALISATION FINANCIERE ET CROISSANCE ECONOMIQUE

Chapitre 3 : Globalisation financière et croissance économique : une analyse de la littérature empirique

Chapitre 4 : Globalisation financière et croissance économique : une étude empirique

TROISIEME PARTIE : GLOBALISATION FINANCIERE, INSTABILITES, FINANCIERE ET MONETAIRE, ET CROISSANCE ECONOMIQUE

Chapitre 5 : Globalisation financière, instabilité financière et croissance économique

Chapitre 6 : Globalisation financière, instabilité monétaire et croissance économique

Conclusion générale

INTRODUCTION GENERALE

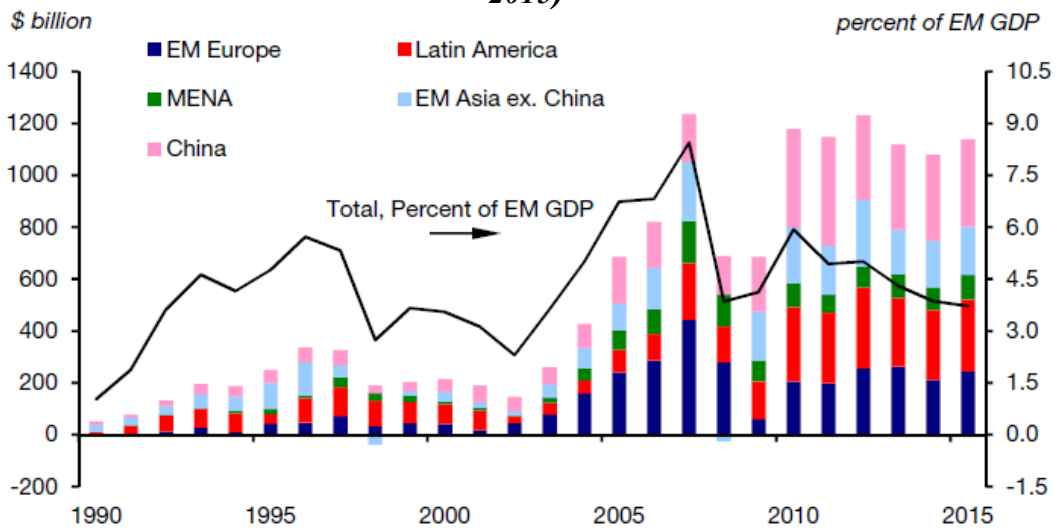
A l'évidence, le phénomène de mondialisation occupe une place centrale dans le paradigme économique actuel. La globalisation financière, dont l'évolution a supplanté le rythme de croissance du commerce international et des flux migratoires, en est la principale représentation. D'après le Fonds Monétaire International (FMI), entre la chute du Mur de Berlin, en 1989, et le début de la crise financière mondiale en 2007, quand la part du commerce des biens et des services dans le PIB mondial a augmenté d'environ 51% et le nombre de personnes vivant à l'extérieur de leur pays de naissance a crû de 25%, les flux de capitaux internationaux ont, approximativement, plus que quadruplé, en passant de 5 à 21% du PIB mondial en moins de deux décennies (Mallaby (2016)). Cette ascension planétaire fulgurante qu'a connue la globalisation financière en a fait par conséquent un objet d'étude de premier intérêt dans notre discipline.

Bien que l'objectif de croissance économique ait été associé au phénomène dans d'innombrables recherches académiques, ainsi que dans les discours de nombreuses instances politiques nationales et supranationales, avec la multiplication des crises financières et leurs conséquences désastreuses sur les pays développés et émergents, les amis de la globalisation financière d'hier en sont, pour ainsi dire, devenus les ennemis d'aujourd'hui. En 1997, le premier directeur général adjoint du FMI, Stanley Fischer, a préconisé explicitement de changer les statuts du Fonds, afin de pousser les pays membres à la déréglementation des flux de capitaux extérieurs au nom de l'ouverture financière, pilier central de la globalisation. Mais dès mars 2007, Raghuram Rajan, alors économiste en chef de la même institution, a dénoncé les risques et les paradoxes de la libre circulation internationale des capitaux dans un article coécrit avec le chef de la division des études financières (Eswar Prasad) et le directeur adjoint au département de recherche (Arvind Subramanian)[1]. C'est ainsi qu'après la dernière conflagration financière mondiale, la remise en question des bien-fondés de la globalisation financière et des politiques de libéralisation qui en découlent a été mise à l'ordre du jour scientifiquement et politiquement. Et c'est ainsi que le recul de la part des flux de capitaux internationaux dans le PIB mondial à 5,4 % en moyenne entre 2011 et 2015, soit le un quart de leur niveau en 2007 (Mallaby (2016)), a laissé croire « aux derniers souffles » du processus, voire à une « déglobalisation ».

[1] Prasad, Rajan et Subramanian (2007c).

Cependant, à y regarder de plus près, nonobstant le recul conjoncturel du volume des échanges financiers mondiaux, en l'occurrence dans les pays développés, l'intégration d'un bon nombre de pays en développement, notamment émergents, dans la globalisation financière s'est considérablement accrue depuis les années 1990 (voir la figure 0.1 ci-dessous). La part de ces pays dans les flux de capitaux internationaux s'est élevée à 32% en 2012, alors qu'elle n'a pas dépassé le seuil des 5% en 2000 (Lund et al. (2013)). D'après le FMI, avant la crise financière internationale, de nombreuses économies en voie de développement se sont ouvertes au commerce mondial des capitaux et à la libre circulation des établissements financiers qui les portent, ce qui a à ce point dynamisé les échanges « Sud-Nord » et « Sud-Sud » (Kokenyne (2010)) que, dès l'année 2010, au lendemain même de la crise, de nombreux pays en développement, à l'instar du Chili et du Mexique, ont reçu d'importantes entrées de flux financiers étrangers (OCDE, 2010). Ainsi, à cette date déjà, il semble que la machine des marchés financiers émergents a redémarré à un rythme moyen assez soutenu, même s'il reste en deçà de celui d'avant-crise, et qu'un renouement avec la croissance économique a accompagné cette reprise. Quant aux pays en voie de développement les moins avancés, un même mouvement semble les caractériser. Mais il est encore timide et pose la question de l'opportunité de leur engagement dans le processus.

Figure 0.1 Les entrées nettes de capitaux dans les marchés émergents (1990-2015)



Note : La figure représente l'évolution des entrées nettes de capitaux en volume et en proportion du PIB dans 30 marchés émergents – selon la classification de l'IIF (the Institute of International Finance) – de 1990 à 2015. Il en ressort principalement un fort accroissement des flux entrants nets dans ces économies, notamment pour la Chine (en rose), les pays asiatiques (en bleu turquoise), les pays européens (en bleu foncé) et les pays d'Amérique latine (en rouge). En dépit de sa progression, la part des pays africains et du Moyen-Orient (en vert) demeure faible, ce qui dénote de leur intégration encore timide dans le processus de globalisation financière.
Source : IIF (2014, p.2).

En effet, à la lumière de ce nouveau *modus operandi* des acteurs de la finance internationale et la tendance actuelle des mouvements des capitaux qu'ils génèrent, une tendance où certains pays émergents occupent une part de plus en plus importante, les choix futurs des pays en développement les moins avancés, en matière d'ouverture financière, marqueront sans nul doute un tournant décisif dans leur processus de développement. Aujourd'hui, plus qu'à aucun autre moment, la question de l'intégration de ces pays dans le processus s'impose avec acuité : Devraient-ils s'y intégrer davantage et suivre l'exemple des pays émergents les plus ouverts ? Serait-il plus bénéfique à leur développement de se protéger de la finance globalisée, surtout que les soubresauts de cette dernière ont coûté environ 14 000 milliards de dollars de dépréciation d'actifs (environ le un quart du PIB mondial) aux pays les plus intégrés dans la sphère financière internationale en 2008 (Artus et Virard (2010)) ? Plus encore, s'il apparait que la globalisation financière est « une arme à double tranchant » pour la croissance, dans la mesure où elle présenterait des avantages qui suggéreraient de la promouvoir et des inconvénients qui pousseraient à s'en méfier, de quelle manière des pays en retard économique et institutionnel doivent réguler leur ouverture pour en profiter ? Devraient-ils marcher plus rapidement sur les traces de certains de leurs prédécesseurs et privilégier de plus en plus de privatisation à l'étatisation, de plus en plus de libéralisation à la réglementation et de plus en plus d'initiative privée à l'intervention de l'Etat dans la sphère financière ? Devraient-ils attendre d'atteindre des niveaux de développement économique et institutionnel plus élevés pour accélérer leur adhésion à la globalisation du capital ou bien est-ce cette accélération même qui va leur permettre d'atteindre ces niveaux ? Autant de questions auxquelles le cadre théorique de référence de la globalisation financière n'apporte pas de réponses unanimes, ou suffisamment claires, bien au contraire.

En effet, depuis les écrits précurseurs de McKinnon (1973) et Shaw (1973), la globalisation financière a été considérée par ses défenseurs comme une source de croissance, qui aide les pays du Sud à rattraper leur retard par rapport aux pays du Nord en matière de développement. Selon les thèses classiques, ce rattrapage s'effectue grâce au transfert du capital des pays les plus riches vers les pays les moins dotés en ce facteur, servant ainsi la rentabilité du capital des premiers et le financement de l'investissement productif, un meilleur partage des risques et la baisse du coût des fonds prêtables des seconds (Obstfeld (1998) ; Chari et Henry (2005) ; Prasad, Rogoff, Wei et Kose, (2003) ; Kose, Prasad, Rogoff, et Wei (2006 ; 2009)). Par ailleurs, les nouvelles thèses de la globalisation financière insistent sur ses effets indirects, dits collatéraux (*spillovers*), à savoir un meilleur déve-

loppement et une stabilité du système financier domestique, une spécialisation plus facile et efficace de l'appareil productif, des choix politiques plus productifs et une meilleure gouvernance et qualité des institutions, sans parler de l'envoi de signaux positifs aux investisseurs étrangers (Prasad et al. (2003) ; Tytell et Wei (2003) ; Gourinchas et Jeanne (2006) ; Bekaert, Harvey et Lundblad (2006) ; Doidge, Karolyi et Stulz (2007) ; Obstfeld (2009) ; Kose et al. (2006 ; 2009)), qui permettraient aussi de mener les pays en retard vers des niveaux plus élevés de croissance et de développement à travers l'amélioration de la productivité des facteurs de production. De plus, même si certains de ses fondateurs et ses défenseurs admettent que la globalisation financière risque de déstabiliser l'économie domestique au point d'y introduire des crises, ils s'empressent d'ajouter que l'horizon de ces instabilités est le court terme et qu'elles ne sauraient en aucun cas entraver les bienfaits escomptés à la longue de l'ouverture financière (Kose et al. (2006 ; 2009)). Ces études empiriques récentes prouvent en effet que la globalisation financière est un facteur de stabilité macroéconomique à long terme (Kim, Lin et Suen (2012) ; De Nicolò et Juvenal (2014) ; Iamsiraroj (2016)) et peut être considérée comme une source de stabilité financière grâce au développement financier qu'elle favorise, à travers le transfert international de l'épargne, le partage des risques, la concurrence entre les banques locales et étrangères et une meilleure gouvernance et qualité des institutions (De Haas et Van Lelyveld (2010) ; Brana et Lahet (2012) ; Stein (2012) ; Bruno et Hauswald (2013)). Elle peut être considérée également comme un stabilisateur des fluctuations du taux de change, dans la mesure où elle améliore la capacité de l'économie domestique à absorber les chocs (Edwards et Rigobon (2009) ; Aizenman, Chinn et Ito (2010) ; Obstfeld, Shambaugh et Taylor (2010) ; Kohli (2015)).

Cependant, plusieurs économistes se sont montrés sceptiques à l'égard de la réalisation de ces promesses, à l'instar du Nobel Joseph Stiglitz (2000), du célèbre Professeur de l'université de Harvard Dani Rodrik (1998), ainsi que de Kaminsky et Reinhart (1999), Hutchinson et Glick (2001), Eichengreen, Hausmann et Panizza (2003), Agénor (2003), Berg, Borensztein et Pattillo (2005), Calvo, Izquierdo et Talvi (2006), Artus et Cartapanis (2008), Joyce (2011), Mougani (2012) et Farhi et Werning (2014). Ces auteurs remettent en question la capacité des pays en développement à attirer régulièrement des flux de capitaux étrangers et à en tirer profit à long terme en raison de la précarité de leurs institutions économiques et politiques. De ce point de vue, la globalisation financière est associée à de nombreuses turbulences macroéconomiques à cause de la volatilité des mouvements transfrontaliers des capitaux et la dynamique trop instable des établissements fi-

nanciers qui les portent. L'idée est que si le transfert international du capital peut réduire une partie des besoins de financement des pays en développement les moins avancés, sa discontinuité augmente l'instabilité financière et l'instabilité du taux de change nominal et amplifie, en conséquence, les répercussions de ces instabilités dans ces pays. Certes, l'instabilité est un phénomène endogène, voire consubstantiel à tout système financier capitaliste, comme on le sait depuis les travaux de Minsky (1957) et les pays développés parviennent, non sans grande peine il faut bien l'avouer, à la dompter. Mais elle risque de ralentir la croissance des pays en développement les moins avancés, dont les politiques économiques et les instruments de régulation sont limités et peu efficients (Loayza et Rancière (2006) ; Guillaumont et Kpodar (2006) ; Eggoh (2010)). Il en va de même pour les effets de l'instabilité monétaire, défavorables à l'investissement, au commerce extérieur et à la production, et inévitables dans des économies caractérisées par des marchés financiers peu développés (Aguirre et Calderón (2005) ; Schnabl (2007) ; De Grauwe et Schnabl (2008) ; Arratibel, Furceri, Martin et Zdzienicka (2011)). Face à ces contraintes macroéconomiques qui seraient induites par la globalisation financière, les adversaires du phénomène recommandent plutôt un contrôle de capitaux, comme l'illustre l'exemple de la Chine et l'Inde (Artus et Cartapanis (2008)), prenant ainsi le contre-pied de ses défenseurs.

Est-ce que les pays en développement les moins avancés ont intérêt à s'intégrer davantage dans le processus de globalisation financière ? Cette dernière sert-elle leur croissance économique à travers ses avantages directs et collatéraux, et en particulier ses effets sur les instabilités, financière et monétaire ?

Dans le but de tenter d'éclairer la question de l'opportunité de la globalisation financière dans les pays en développement les moins avancés, cette thèse vise à dégager des éléments de réponse à cette problématique et le fera selon un plan en trois parties de deux chapitres chacune.

La **première partie**, qui s'intitule « **De la globalisation financière** », comporte deux chapitres.

Avant tout, dans un tout premier chapitre (**chapitre 1**), il nous est paru opportun de tenter une petite histoire de ce principal fait économique du dernier quart de siècle.

L'entreprise n'est pas sans difficulté, ce qui explique peut-être que si, depuis les travaux de Karl Marx, Max Weber, Werner Sombat, Fernand Braudel, Michel Beaud, etc., les problématiques afférentes à l'histoire de l'internationalisation du capitalisme ont fait couler beaucoup d'encre, très peu d'économistes ont travaillé sur l'histoire de la globalisation financière. Mais elle nous semble d'autant plus indispensable que l'origine du phénomène est l'objet d'un débat qui recouvre la question de la mesure dans laquelle il peut être régulé et qu'il convient d'essayer de trancher. Pour Gilles, Brasseul et Gilles (2010) la globalisation financière actuelle ne date en effet que des années 1970. C'est une construction politique moderne issue de l'effondrement du système de *Bretton Woods* et qui s'est développée par la suite avec la montée du libéralisme économique aux Etats-Unis et en Grande Bretagne. Elle parait de ce fait réformable et même réversible. Cependant, contrairement à ces auteurs, Calomiris et Neal (2013) font valoir qu'elle est en fait coextensive à l'histoire des sociétés humaines et que ses traces remontent à l'antiquité, ce qui mène à penser qu'elle fait partie de l'ordre naturel des choses et qu'il est, par conséquent, difficile de la contenir. Mais qu'en est-il au juste ?

Le second chapitre (**chapitre 2**) de cette partie se consacrera à la définition de la globalisation financière, l'analyse de ses mesures et l'examen des thèses qui la fondent. Il permettra, d'une part, de préciser ce qu'on entend exactement par « globalisation financière », alors que dans le contexte actuel le terme est souvent employé comme un « fourre-tout », et d'identifier, d'autre part, l'indicateur le plus pertinent à utiliser pour quantifier ce phénomène à la lumière de sa définition. Par la suite, le chapitre passera en examen les principales thèses de la globalisation financière, classiques et nouvelles, et les confrontera aux nuances et critiques de leurs contradicteurs afin de souligner leurs limites.

La **deuxième partie**, qui a pour intitulé « **Globalisation financière et croissance économique** », compte également deux chapitres.

Le premier chapitre (**chapitre 3**) proposera une analyse de plus d'une soixantaine de recherches les plus citées et les plus récentes sur la relation entre la globalisation financière et la croissance économique. Si nous parlons ici d'analyse et non pas d'une simple revue, c'est parce que nous nous ne contenterons pas d'une présentation de cette littérature. Nous discuterons la méthodologie et les résultats de chaque étude à la lumière

des critiques qui lui ont été opposées. Ainsi, à travers cette approche nous répondrons à deux questions principales, celle de savoir s'il existe un consensus empirique sur la nature de l'impact de la globalisation financière sur la croissance économique et quels sont les choix méthodologiques adoptés par les études les moins critiquées et qui ont obtenu des résultats robustes sur ses effets.

Le deuxième chapitre (**chapitre 4**) consistera en une étude empirique des effets directs et indirects de la globalisation financière sur la croissance économique pour un panel de pays en développement à revenu bas entre 1972 et 2011, moyennant des estimations en *GMM system* en deux étapes, soumises à des tests de robustesse. Plus précisément, il s'agira d'une vérification des thèses classiques avancées par Shaw (1973) et McKinnon (1973), ainsi que leurs successeurs, et des nouvelles thèses de la globalisation financière, notamment celle de l'amélioration des politiques macroéconomiques (Bartolini et Drazen (1997) ; Rodrik et Subramanian (2003) ; Gourinchas et Jeanne (2005 ; 2006) ; Stulz (2006) ; Obstfeld (2009)) et d'une meilleure spécialisation de l'appareil productif national qui promeut le commerce extérieur (Acemoglu et Zilibotti (1997) ; Obstfeld (1994 ; 1998b) ; Kalemli-Ozcan, Sørensen et Yosha (2003) ; Kose et al. (2006 ; 2009) ; Islamaj (2014)), deux avantages collatéraux (*spillover effects*) rarement étudiés dans les travaux antérieurs, notamment pour des échantillons composés de pays en développement les moins avancés.

La **troisième partie**, qui a pour intitulé **« Globalisation financière, instabilités, financière et monétaire, et croissance économique »**, comprend également deux chapitres.

Le premier chapitre (**chapitre 5**) cernera, dans un premier temps, le cadre théorique de l'instabilité financière, afin de répondre à quatre questions : qu'est-ce que l'instabilité financière ? quels sont ses mécanismes ? comment la mesurer ? quels sont ses effets sur la croissance économique et ses réactions à la globalisation financière ? Ce travail est primordial pour distinguer l'instabilité financière des crises et justifier théoriquement la pertinence de l'étude de ses répercussions sur la croissance dans un contexte de globalisation financière. Par la suite, le chapitre permettra de voir si la globalisation financière augmente (ou diminue) la croissance économique en amplifiant (ou en amoindrissant) l'effet négatif (ou positif) de l'instabilité financière sur cette dernière dans les pays en dévelop-

pement les moins avancés. Il se basera sur l'estimation de deux modèles de croissance. Un premier modèle captera les effets directs de la globalisation financière et l'instabilité financière sur la croissance économique. Quant au deuxième modèle, il isolera l'effet marginal de l'instabilité financière *via* la globalisation financière sur la croissance. Les estimations seront aussi effectuées par la méthode *GMM system* en deux étapes, puis vérifiées par un ensemble de tests de robustesse. L'échantillon se constituera également de pays en développement à revenu bas observés sur la période 1972-2011. Cette étude empirique s'inscrit dans le prolongement des travaux de Loayza et Rancière (2006), Guillaumont et Kpodar (2006) et Eggoh (2010), qui ont examiné l'impact de l'instabilité financière sur la croissance sans prendre en considération la globalisation financière.

Le deuxième chapitre (**chapitre 6**) de cette troisième partie commencera par une revue de la littérature portant sur les effets de la globalisation financière sur l'instabilité monétaire, puis passera en revue les travaux antérieurs sur les répercussions de l'instabilité monétaire sur la croissance économique. Suite à cela, il tentera de répondre à une question centrale : est-ce que la globalisation financière augmente (ou diminue) la croissance économique en amplifiant (ou en amoindrissant) l'effet négatif (ou positif) de l'instabilité monétaire sur cette dernière ? Là aussi, il sera question d'estimations faites sur deux modèles de croissance par la méthode *GMM system* en deux étapes, puis vérifiées par des tests de robustesse. Le premier modèle cernera les effets directs de la globalisation financière et l'instabilité monétaire sur la croissance économique. Le deuxième se focalisera sur l'effet marginal de l'instabilité monétaire *via* la globalisation financière sur la croissance. Comme précédemment, l'analyse portera sur des pays en développement à revenu bas et couvrira la période 1972-2011. Ce travail s'inscrit également dans le prolongement d'un ensemble d'études antérieures qui se sont intéressées à l'impact de l'instabilité monétaire sur la croissance économique sans prendre en compte son interaction avec la globalisation financière, à savoir celles d'Aguirre et Calderón (2005), Schnabl (2007), De Grauwe et Schnabl (2008), Aghion, Bacchetta, Rancière et Rogoff (2009) et Arratibel et al. (2011).

En **conclusion générale**, on dressera le bilan de nos principaux résultats et des conclusions qui en découlent, notamment en matière de politique économique, pour finalement souligner les limites de notre travail et les nouvelles pistes de recherche qu'elles suggèrent.

PREMIERE PARTIE : DE LA GLOBALISATION FINANCIERE

Introduction de la première partie

La globalisation financière est-elle issue d'une volonté politique historiquement datée, à l'œuvre depuis une trentaine d'années ou est-elle le produit d'une marche amorcée dès l'antiquité et, pour ainsi dire, coextensive aux sociétés humaines ? La réponse à cette question est importante lorsque l'on s'interroge sur les effets du phénomène sur la croissance économique et, finalement, le devenir des sociétés humaines. A en croire Gilles, Brasseul et Gilles (2010) l'avènement de la globalisation financière actuelle n'est que le produit de l'effondrement du système de *Bretton Woods* à partir des années 1970, et à ce titre apparait comme une construction politique moderne réformable et même réversible. *A contrario*, Calomiris et Neal (2013) considèrent que ses fondements remontent à l'antiquité, qu'elle s'est toujours manifestée au cours de l'histoire des sociétés humaines et que sa forme actuelle n'est en fait qu'un prolongement d'un processus en cours, amorcé dès les premières civilisations. Ainsi considérée, elle semble faire partie de l'ordre naturel des choses, si bien qu'il serait difficile, voire impossible de l'endiguer. Mais qu'en est-il au juste ? L'objet du premier chapitre, dont le titre trahit la nature de la réponse qui ressortira, est de tenter de donner suite à cette interrogation. Le second chapitre traitera des trois questions naturellement préalables à l'étude des effets de la globalisation financière sur la croissance économique.

D'abord, qu'est-ce que la globalisation financière ? « Mondialisation financière », « intégration financière », « libéralisation financière », « déréglementation financière », « financiarisation de l'économie », etc., tous ces termes sont employés dans la description de la globalisation financière. Sont-ils ses synonymes, ses composantes, ses conséquences, etc. ?

Pour parvenir à donner une définition satisfaisante à la globalisation financière et essayer d'éviter les confusions, il faut explorer ces concepts, tout en examinant les points qui les distinguent de cette dernière.

Ensuite, comment mesurer la globalisation financière ? En général, dans la littérature économique, les indicateurs de la globalisation financière sont classés en deux grandes catégories : les mesures *de jure* et les mesures *de facto* (Prasad et al. (2003) ; Kose, Prasad, Rogoff et Wei (2006 ; 2009) ; Quinn et al. (2011)). Cependant, bien que cette distinction aide à classer ces mesures, elle n'est pas toujours un gage de leur homogénéité intra-classe. Plusieurs mesures *de jure* ne convergent pas, non seulement avec les mesures *de facto*, mais aussi entre elles. Ceci étant, l'étude des mesures de la globalisation financière ne peut être menée à bon escient sans, d'une part, un examen « intra-catégories » des deux grandes typologies

d'indicateurs prises à part, à savoir les mesures *de jure*, d'un côté, et les mesures *de facto* de l'autre, et d'autre part, une analyse comparative « inter-catégories », qui confronte les deux grandes classes d'indicateurs par rapport à leurs points de divergence et de convergence. Il ressortira de cet examen une réponse à la question saillante relative à l'identification du meilleur indicateur à même de quantifier l'essentiel de la réalité du phénomène.

Enfin, quelles sont les thèses de la globalisation financière ? Les instances économiques supranationales, notamment le FMI et la Banque Mondiale (BM), ont souvent justifié leur soutien à la globalisation financière et aux politiques d'ouverture et de privatisation y afférant par les thèses qui font de ce phénomène l'un des moteurs de la croissance économique. En effet, plusieurs auteurs ont prouvé théoriquement que la globalisation financière assure une meilleure accumulation et allocation du capital dans le monde (McKinnon (1973) ; Shaw (1973) ; Obstfeld (1998a) ; Chari et Henry (2005) ; Prasad, Rogoff, Wei et Kose (2003) ; Kose, Prasad, Rogoff et Wei (2006 ; 2009) et qu'elle améliore aussi la productivité des facteurs de production (Prasad, Rogoff, Wei et Kose (2003) ; Tytell et Wei (2003) ; Gourinchas et Jeanne (2006) ; Bekaert, Harvey et Lundblad (2006) ; Doidge, Karolyi et Stulz (2007) ; Obstfeld (2009) ; Kose et al. (2006 ; 2009) ; De Haas et Van Lelyveld (2010) ; Brana et Lahet (2012) ; Bruno et Hauswald (2013)). Sur cette base théorique, des promesses ont été formulées par les responsables politiques pour encourager les pays en développement à suivre les pas des pays développés, en adhérant à la libre circulation internationale du capital. Il est donc indispensable d'examiner de près ces thèses, leurs postulats, leurs constructions et leurs conclusions, tout en les confrontant aux arguments qui leurs sont opposables.

Chapitre 1 : La genèse de la globalisation financière

Introduction

Préalablement à l'étude des effets de la globalisation financière sur la croissance économique, il nous semble indispensable d'examiner historiquement les origines et le développement de ce phénomène dans le monde. Il s'agit de voir, en effet, jusqu'à quel point on peut considérer cette globalisation comme le fruit d'une volonté politique qui l'a institutionnalisée internationalement et dans quelle mesure on peut l'envisager comme l'un des éléments constitutifs de l'ordre naturel des choses.

Dans la littérature récente, Gilles, Brasseul, et Gilles (2010) envisagent la globalisation financière comme une alternative institutionnelle au système de *Bretton Woods*. En revanche, Calomiris et Neal (2013) soutiennent qu'elle remonte à l'aube de l'histoire des sociétés humaines, ce qui laisse croire qu'il est difficile de la contenir et d'éviter ses présumés déconvenues, en termes d'instabilité macroéconomique. Ces dernières seraient donc un mal nécessaire, inévitable et à la limite « naturel », à endurer par les économies, en attendant ses bienfaits.

Afin de juger de ces deux points de vue opposés, l'étude de la genèse de la globalisation financière pourrait se révéler éclairante. Nous la commencerons par une première phase qui s'étend de l'antiquité jusqu'au XIX^{e} siècle. A ce niveau de l'analyse, il est question de voir à quel point les caractéristiques intrinsèques des échanges financiers dans le monde sur cette période s'apparentent à celles de la globalisation financière actuelle, ce qui revient à discuter la thèse de Calomiris et Neal (2013). Ensuite, nous essayerons de repérer les prémices de la globalisation financière actuelle, dans une deuxième phase historique, allant du XIX^{e} siècle au début du XX^{e} siècle, à l'ère de la révolution industrielle. En effet, selon Gilles et al. (2010), la première globalisation financière date de cette période. Toutefois, les auteurs n'ont pas prouvé cette hypothèse dans leur ouvrage, ce qui nous amènera à l'examiner en détail. Par la suite, nous nous pencherons sur la période de l'entre-deux-guerres et des Trente Glorieuses, c'est-à-dire de 1914 à 1973. Période au cours de laquelle les conflits internationaux ont freiné les échanges économiques dans le monde. A cela s'ajoutent les malheurs de la Grande Dépression et l'avènement, quelques décennies plus tard, d'une ère dite de prospérité économique. Ainsi, il nous a semblé intéressant d'étudier les grandes lignes de la finance internationale à l'aune de ces soubresauts. Enfin, nous survolerons brièvement la période contemporaine, de

1973 jusqu'à nos jours, qui marque l'ère actuelle de la globalisation financière, d'après Gilles et al. (2010).

I. Les échanges financiers dans le monde : de l'antiquité au XIX^{e} siècle

Dans cette première phase, notre étude de la genèse de la globalisation financière se basera sur une analyse des caractéristiques intrinsèques fondamentales des échanges financiers transfrontaliers dans les empires antiques et médiévaux, les cités-Etats et les Etats-nations.

I.1 Les empires antiques et médiévaux

D'après Calomiris et Neal (2013), on peut trouver les premières formes d'une finance transfrontalière dans ce que l'historien William Goetzmann appelle « le monde financier antique », *The Ancient Financial World*, qui remonte au II^{e} millénaire avant notre ère, en Mésopotamie. Déjà à cette époque, des échanges de biens et de capitaux se sont établis entre Ur (l'une des villes les plus importantes en Mésopotamie) et le pays de Dilmun (le Royaume de Bahreïn actuellement). Les capitaux mésopotamiens sous forme de « monnaie-argent » traversaient le golfe persique avec une large variété de produits commerciaux pour s'échanger contre du cuivre, des pierres précieuses et des épices à Dilmun. Ces expéditions étaient financées par des investisseurs qui ont mis en place des chartes comparables à des préfigurations de ce qu'on dénomme aujourd'hui les sociétés en commandite par action. Les investisseurs (commanditaires) confiaient leurs capitaux à un commerçant (commandité), qui gérait le voyage des flux financiers et des biens, ainsi que les transactions. Les profits et les pertes des investisseurs étaient limités au montant de leurs contributions, alors que la responsabilité à l'égard des créanciers, de même que le retour sur investissement du gestionnaire de l'expédition étaient plus importants que son apport en capital. Le risque était donc relativement proportionnel à la fois au pouvoir managérial et au volume des capitaux investis dans ces projets d'association.

Selon Kessler et Temin (2007), cette finance transfrontalière, qui était à son état embryonnaire chez les mésopotamiens, mais aussi chez les phéniciens, les grecs et les carthaginois, servait essentiellement le commerce maritime des biens et des esclaves. Aux I^{er} et II^{e} siècles apr. J.-C., elle s'est considérablement développée avec l'empire romain, qui s'étendait de la Maurétanie Tingitane (le Maroc de nos jours) jusqu'à la Mésopotamie et de l'Angleterre

(appelée la Britannie à l'époque) jusqu'à l'Egypte et comprenait 20% de la population mondiale.

Les auteurs soutiennent que, l'un des plus grands contrats marchands maritimes romains, « le papyrus Muziris », découvert par les archéologues, date du début de la constitution de l'empire. D'après ce contrat, environ 7 millions de *sesterces* (monnaie romaine de l'époque) ont quitté les eaux du bassin méditerranéen pour se répandre aux quatre coins du monde à la recherche d'épices, de métaux précieux, de denrées et d'esclaves. Les prêteurs percevaient un taux d'intérêt préférentiel, au-delà de la limite légale de 12% par an, compte tenu du risque encouru. Ces prêteurs connaissaient bien la réputation de leurs débiteurs dans un marché de capitaux piloté par Rome, où l'information était relativement disponible grâce à la forte collaboration entre les banques privées, le Sénat et les marchands. A cet égard, Kessler et Temin (2007) affirment que le réseau d'information développé dans le cadre de cette finance est plus efficace que n'importe quel système mis en place au cours des 1600 années suivantes en matière de gestion de l'incertitude, et ce, en dépit du nombre considérable d'intervenants, citoyens romains et étrangers.

En s'appuyant sur ces rapports, force est de constater que dans les échanges financiers romains, c'est l'économie réelle qui influençait l'économie financière et non l'inverse, comme cela pourrait être le cas dans la globalisation financière actuelle. En fait, les flux de capitaux qui circulaient au moins entre trois continents (Europe, Afrique, Asie) avaient pour principale vocation le financement du commerce des biens, notamment le blé, et des esclaves. Ils n'étaient donc pas engagés dans un processus court et direct d'accumulation, sur des places financières internationales interconnectées, comme il est souvent le cas de nos jours.

Après la division de l'empire romain en deux, l'empire romain d'orient et l'empire romain d'occident, au III^{e} siècle, c'est l'empire byzantin qui a pris les commandes des échanges financiers transfrontaliers dans le monde, d'après l'analyse de Bihr (2006). La monnaie byzantine, appelée *nomisma*, n'a cessé de se déplacer dans des cassettes embarquées sur les navires des marchands, qui voyageaient sur les trois mers, Méditerranée, Noire et Egée, pour acquérir des produits exotiques, fortement valorisés dans les marchés de Constantinople. Selon Bihr (2006), le *nomisma* était pour l'économie du bassin méditerranéen au XI^{e} siècle ce qu'est le dollar pour l'économie internationale contemporaine, avant qu'il ne soit détrôné aux XII^{e} et XIII^{e} siècles, après la décadence de l'empire byzantin, par le dinar d'or, monnaie de l'empire Arabe. L'auteur ajoute également qu'à la différence du *nomisma*, qui doit son rayonnement essentiellement à la puissance commerciale de l'économie byzantine, à l'image de l'économie romaine, les flux de dinars se sont propagés dans le monde moyenâgeux grâce aux

conquêtes militaires effectuées par les musulmans. D'après Udovitch (1970), même si l'on ne reconnait pas aux marchands arabes les compétences des marchands byzantins dans le commerce maritime, de fortes présomptions appuient le fait que les innovations financières établies par des financiers arabes depuis le IX^{e} siècle, en Egypte en l'occurrence, ont influencé les contrats financiers apparus dans l'occident chrétien à la fin du Moyen Âge. Parmi les innovations financières occidentales, qui seraient le fruit d'un échange technico-financier « intercivilisationnel », « oriento-occidental », on peut citer la *Commenda* et la *Colleganza*, dont l'usage s'est répandu dans le commerce vénitien et génois du XIII^{e} et XIV^{e} siècles. La *Colleganza* permettait à un bailleur de fonds de financer le voyage commercial maritime d'un jeune navigateur. L'investisseur supportait la majeure partie du risque et s'attribuait la plus grande part des bénéfices y afférant, généralement 75% du capital investi. Avec la *Commenda*, le capital nécessaire à l'expédition pouvait être collecté auprès de plusieurs prêteurs, y compris les ménages. Toujours selon Udovitch (1970), la préfiguration de ces deux contrats pourrait se trouver, dans la *Murabaha*, pratique financière courante dans l'empire Arabe et reprise dans la finance islamique moderne. A la base, cette pratique se substituait à l'usure et le prêt à intérêt, interdits en islam, et faisait supporter l'essentiel des gains et des pertes occasionnés par un investissement au bailleur de fonds. Quant à la partie promotrice du projet (managériale), elle n'était responsable qu'au prorata de son travail, ce qui n'était pas le cas dans la tradition financière mésopotamienne, grecque ni romaine.

Toutes ces innovations financières peuvent être identifiées comme les aïeules des formes modernes d'associations (sociétés anonymes, sociétés à responsabilité limitée, …). Seulement, contrairement à plusieurs de leurs présumées descendantes, elles finançaient particulièrement le commerce des biens et n'étaient en aucun cas engagées dans un mode d'accumulation purement financier. De plus, même si on peut y voir des montages assez sophistiqués, mis en place pour contourner une réglementation « divine », elles débouchaient rarement sur des surprofits, étant donné qu'à l'époque les instances réglementaires religieuses (les Oulémas pour les musulmans et le clergé pour les chrétiens) tenaient au respect de la pratique du « juste prix » (Bihr (2006)).

Outre le mouvement transfrontalier des capitaux byzantins et arabes, des flux financiers entrants et sortants accompagnaient le commerce de l'empire chinois. Von Glahn (2012) souligne leur ampleur et avance qu'ils avoisinaient les flux financiers romains, mais avec des innovations financières plus avancées et des moyens de transport plus développés. En effet, sous le règne de la dynastie Song (960-1276), les investisseurs chinois confiaient leur argent aux marchands pour acquérir des biens (fer, cuivre, velours, soie, …) à travers de longues

expéditions lointaines lors desquelles leurs navires sillonnaient l'océan Indien et l'océan Pacifique Nord et atteignaient des pays et des cités localisés dans les quatre coins de la terre, tels que la Tanzanie, la Somalie, le Maroc, la Sicile, l'Egypte, la Mecque, Bagdad, la Corée et le Japon. Les voyages commerciaux chinois, qui permettaient une circulation des capitaux intercontinentale, n'auraient pas pu avoir lieu sans une avancée technologique considérable dans les moyens de transport maritime et les outils de navigation. C'est à l'époque de la dynastie Song que sont apparues les grandes jonques de mer chinoises, si impressionnantes en capacité d'embarquement de marchandise et d'équipage qu'on les surnommait les *Shenzhou*, littéralement les navires surnaturels. Les *Shenzou* étaient capables de transporter 1000 personnes et plus de 1000 tonnes de marchandises, si bien qu'ils surpassaient de loin les navires européens (Dars (1979)). De plus, le développement de l'usage de la boussole, du compas magnétique et de la cartographie ont fait des chinois les « rois des mers », bien avant l'Angleterre du XVIII^{e} siècle. Mais l'innovation n'a pas concerné que les technologies de transport, elle s'est étendue, également, à la finance, avec la constitution du premier système monétaire dans l'histoire des sociétés humaines, qui se compose non seulement de pièces de bronze et d'argent, mais aussi de monnaie-papier, nommée *jiaozi*. Dès lors, des lettres de change et des billets transitaient entre les investisseurs et les marchands chinois, qui devaient à cette innovation l'allègement de leurs cargaisons et une plus grande possibilité d'absorption de valeur marchande par leurs « bateaux-trésors ». C'est ainsi que les premiers flux financiers constitués d'un ensemble hybride de monnaie métallique et scripturale ont voyagé de l'Asie aux contrées les plus éloignées en Afrique et en Europe, marquant une nouvelle caractéristique de la finance mondiale au XII^{e} siècle (Von Glahn (2012)).

Deux siècles plus tard, jouissant du legs, à la fois byzantin et arabe, qu'il s'est approprié à travers ses conquêtes, l'empire ottoman a gouverné un vaste territoire, qui se déployait sur l'Europe balkanique, une partie de l'Europe centrale, le Proche-Orient arabe et l'Afrique du Nord, à l'exception du Maroc. D'après Jennings (1973), la gouvernance ottomane s'appuyait sur des institutions islamo-romaines solides et sur le pragmatisme des sultans. Economiquement, cela s'est traduit par la coexistence d'une finance occidentale basée sur le crédit et l'intérêt et une finance islamique prohibitive de l'usure, qui a fait de l'empire ottoman une plaque tournante de la finance dans le bassin méditerranéen au XV^{e} siècle.

Concrètement, cette performance s'est réalisée, dans un premier temps, à travers la sophistication des techniques financières qui existaient déjà au temps de l'empire arabe. Cette ingénierie financière faisait accéder, non seulement les marchands, mais aussi les ménages à des prêts en contrepartie desquels ils payaient indirectement des intérêts. Par exemple, pour

financer son activité, un commerçant pouvait demander à un bailleur de fonds de lui vendre un objet, souvent non signifiant (laine ou tissu), qu'il payera 1200 unités monétaires après un an. Avec la conclusion de cette vente à terme, disposant déjà de la propriété de l'objet en question, le commerçant est donc en mesure de revendre, immédiatement, l'objet à son propriétaire initial (le bailleur de fonds) contre 1000 unités monétaires. A y regarder de près, ce montage financier de « double vente » correspond à un prêt d'une valeur nominale de 1000 unités monétaires, remboursé à hauteur de 1200 unités monétaires après un an, soit un crédit contracté à un taux d'intérêt annuel de 20%.

Suite à la diffusion de ce genre de techniques financières dans les villes et les provinces ottomanes, les instances régulatrices se sont montrées plus laxistes face au crédit commercial, en le tolérant. Elles voyaient en cela la primauté de l'intérêt de l'empire sur tout autre intérêt. Cette flexibilité institutionnelle a attiré d'importantes fortunes privées étrangères, surtout marranes[2]. Dans ce sens, Inalcik (1969) évoque l'exemple d'Alvaro Mendes, qui s'est installé à Istanbul avec ses 850 000 ducats d'or en fuyant l'Inquisition, en 1588, ainsi que celui de plusieurs compétences extérieures en gestion des affaires, tel que Don Joseph Nasi, marrane également, qui a trouvé une place privilégiée à la Cour du sultan ottoman Soliman I^{er}, en 1566. Grâce à ses performances diplomatiques et son savoir-faire dans le domaine de la finance, Don Joseph Nasi a pu fructifier l'épargne du prince Selim, fils du sultan, et celle des riches marchands et des bureaucrates ottomans, en la transformant en deux énormes prêts, l'un accordé à la France et l'autre à la Pologne, ce qui a fait de ces pays de précieux alliés.

Sous ces rapports, si l'on s'adonnait à un effort de rapprochement inter-temporel, on pourrait voir, dans ces deux exemples, Mendes et Nasi, des formes d'investissement direct étranger (IDE). Cependant, à la différence des IDE contemporains, ces riches fortunes qui migraient vers l'empire ottoman n'étaient pas des personnes morales, encore moins des multinationales ou des sociétés anonymes, mais plutôt des familles qui avaient des priorités à défendre au moins autant que l'enrichissement, à savoir la réputation et le rang social, et sur lesquelles la Cour était bien informée.

I.2 Les cités-Etats

Concomitamment à l'essor économique de l'empire ottoman, entre le XIV^{e} et le XVI^{e} siècles, les puissants marchands des républiques maritimes italiennes, émancipées de la main de fer de l'empire byzantin qui rendait l'âme, ont fait preuve d'une grande vitalité commer-

[2] Ce sont en général des juifs d'Espagne ou du Portugal qui se sont convertis au catholicisme, contraints par l'Inquisition, et qui ont fini par la fuir parce qu'ils sont restés, malgré tout, attachés à leur religion d'origine.

ciale et financière sur le bassin méditerranéen et la mer Egée. En fait, si la finance ottomane était à l'époque, comme nous l'avons déjà dit, une plaque tournante méditerranéenne, en attirant les fortunes des marranes, en contenant un marché ouvert aux investissements étrangers et en alimentant un commerce maritime lointain, les républiques de Gênes, de Florence et, surtout, de Venise étaient les forces motrices de cette plaque. De plus, s'il y avait, à cette époque, un avantage concurrentiel que les ottomans n'ont pas pu surpasser ou même imiter, c'était bel et bien la notoriété de la monnaie vénitienne, appelée ducat.

D'après Braudel (1979), la monnaie vénitienne tirait sa force de l'envergure des transactions financières transfrontalières suscitées par le commerce maritime de la république, qui rayonnait sur l'Afrique du Nord, le Moyen Orient, les îles de la mer Egée, les côtes Adriatiques, la Flandre et l'Angleterre. Afin de contrôler l'étalon monétaire du monde méditerranéen, les vénitiens ont compris qu'ils devaient émettre la monnaie la plus valorisée et prisée par les acteurs du commerce eurasiatique. Pour ce faire, ils ont entretenu une exportation régulière et volumineuse d'argent (plus de 20 galères à raison de deux fois par an, soit le un quart de la production minière européenne entre 1325 et 1350) en contrepartie d'une importation massive d'or depuis l'orient, notamment en provenance d'Egypte. Une fois le monopole du commerce de l'or acquis, les vénitiens frappèrent les ducats à partir de ce prestigieux métal et l'imposèrent à leurs partenaires commerciaux. Ces derniers acceptèrent le nouvel étalon monétaire, vu leur dépendance commerciale vis-à-vis de cette puissance et les limites de leur base monétaire, désormais réduite par la pénurie d'argent, notamment en France et en Angleterre, suite à la stratégie vénitienne.

Mais toute cette stratégie n'aurait pas pu aboutir si Venise n'était pas une puissance commerciale mondiale. En effet, les vénitiens se sont spécialisés dans l'envoi d'énormes expéditions maritimes en termes de flotte, d'équipage et de marchandises pour le commerce et l'exploration des contrées lointaines.

Selon Stöckly (1995), le financement des expéditions commerciales se faisait, principalement, dans le centre d'affaires du Rialto par le biais d'un système connu sous le nom de « l'*Incantato* des *galées* du marché », les enchères des galères du marché, qui était une adjudication des titres de participation aux voyages maritimes, appelés carats. Ces derniers conféraient à leurs détenteurs une part dans la marchandise embarquée sur les galères commerciales. Chaque détenteur de carats assumait les pertes liées à une seule expédition annuelle, à concurrence de son apport, et partageait les bénéfices avec l'armateur et le propriétaire du navire.

Sans le système de « l'*Incantato* des *galées* du marché », les riches marchands issus de la noblesse vénitienne n'auraient jamais pu mobiliser, à eux seuls, les capitaux nécessaires pour financer d'aussi grands voyages commerciaux, et ce, même avec le soutien de leurs banquiers. Il fallait donc sensibiliser tous les citoyens à l'esprit entrepreneurial, afin de fonder un capitalisme marchand dans la république.

L'*Incantato* était régi par l'Etat vénitien à travers le Sénat, qui fixait la procédure de souscription aux carats, les pratiques commerciales à appliquer lors des échanges de marchandises, le salaire des matelots et la solde des archers.

Par ailleurs, si entre le XIV^e^ et XVI^e^ siècles la république de Venise était la force commerciale et monétaire motrice de la plaque financière intercontinentale du fait de la suprématie de la marine marchande vénitienne et des ducats, les deux républiques de Gênes et de Florence étaient les banquiers du monde (Pezzolo et Tattara, (2008)). La prestigieuse banque génoise, *la Casa delle Compere di San Giorgio,* créée en 1405 par ordre du Doge de Gênes, Simone Boccanegra, était une source de financement tant pour le commerce maritime génois, florissant sur les côtes de la mer Noire et la Méditerranée, que pour les dépenses publiques républicaines, ainsi que les marchands, les souverains, les autres banques et même les instances religieuses européennes (Pezzolo et Tattara (2008) ; Munro (2013)). De même, et ce depuis le milieu des années 1200, les grandes maisons bancaires Florentines, *Di Bardi* et *Peruzzi*, puis plus tard à partir de 1397, la *Banco dei Medici*, ont régné sur la finance européenne. Toutes ces banques prêtaient aux princes et aux rois en contrepartie d'avantages fiscaux, de franchises et de licences, qui leurs permettaient d'avoir le monopole du commerce des marchandises les plus convoitées. C'était de cette façon-là qu'elles échappaient à l'obstacle de la prohibition de l'usure. En plus des monarques, les banques italiennes prêtaient aussi au clergé, en obtenant en échange le privilège de collecter les dîmes, dons et legs, dont bénéficiait la papauté, ce qui leur procuraient des gratifications très généreuses, notamment à l'époque du pape d'Avignon Jean XXII (Munro (2013)).

Globalement, des flux de dettes bancaires remarquables circulaient dans l'économie européenne des XIV^e^ et XVI^e^ siècles. Ils étaient libellés essentiellement en florin (monnaie florentine) et en ducat et prenaient la forme de monnaie métallique (argent et or) et de lettre de change. Comme le font valoir Drelichman et Voth (2014), ces fonds irriguaient, d'une part, le commerce maritime des épices, de la soie, des fourrures et des métaux précieux, en occident comme en orient, ainsi que le commerce terrestre du textile et des denrées échangés à l'occasion des foires de Champagne et au sein de la ligue Hanséatique, association des villes marchandes en Europe du nord. D'ailleurs, les plus grands banquiers européens ont planté des

succursales et des agences près de leurs comptoirs commerciaux dans presque tous les ports européens, à l'exemple des *Medici*, dont les filiales se sont établies à Venise, Rome, Naples, Pise, Milan, Genève, Lyon, Avignon, Bruges et Londres au milieu des années 1400.

D'autre part, les crédits bancaires servaient à financer les guerres des monarques et les dépenses de la papauté. En ce sens, au XVI^{e} siècle, même l'importance des afflux d'argent provenant de l'Amérique, fraichement découverte, n'a pas suffi à subvenir aux besoins des luttes armées répétitives et acharnées engagées par Charles V et son fils Philippe II contre les provinces des Pays-Bas et l'Angleterre. Ces besoins fussent comblés par les banquiers génois, qui ont reçu en échange de leurs services les célèbres *Asientos* accordés par les rois espagnols. Les *Asientos* étaient des titres publics qui dotaient leurs détenteurs, des banquiers en général, du droit d'assurer la collecte des impôts au nom du souverain. Les créanciers étaient rémunérés, avec libéralité, et à travers cette manœuvre, les rois arrivaient à contourner l'obstacle de l'interdiction religieuse de l'usure, dans le cadre des contrats dits *Juros*.

Cette esquisse historique suscite immédiatement la question suivante : dans quelle mesure les échanges financiers transfrontaliers entre le XIII^{e} et les XVI^{e} siècles ressemble-t-ils à la globalisation financière contemporaine ?

En ce qui relève des flux financiers, tout comme les mouvements des capitaux internationaux actuels, ils étaient de nature transfrontalière, puisqu'ils circulaient, entre l'Europe, l'Afrique et l'Asie, c'est-à-dire dans le monde connu. Cependant, à la différence de ces derniers, les flux transfrontaliers entre le XIII^{e} et les XVI^{e} n'étaient pas dans leur majorité destinés à des fins économiques d'investissement, de prêt ou de spéculation, comme c'est le cas des IDE, des investissements de portefeuille et des dettes étrangères, principaux flux échangés dans la globalisation financière contemporaine[3]. En effet, comme mentionné précédemment, ces flux – qui circulaient beaucoup moins rapidement que les flux contemporains – étaient utilisés essentiellement pour financer le commerce lointain, mais aussi pour financer la guerre et la conquête du pouvoir politique par les monarques et le clergé.

De plus, bien qu'ils fussent jadis reliés par les comptoirs commerciaux, le degré d'interdépendance des capitaux voyageurs dans les trois continents (Europe, Asie et Afrique), n'était pas de nature à induire des crises systémiques internationales par contagion financière. Par exemple, même si la banqueroute des *Peruzzi* et des *Bardi*, en 1345, suite au défaut de payement du roi Edouard III, a ébranlé des banques et des marchands italiens et européens,

[3] Pour plus de détails sur le contenu et la définition de la globalisation financière, voir la section 1du chapitre 2.

elle n'a pas entrainé pour autant une crise financière dans l'économie vénitienne, génoise, Hanséatique, ottomane ou chinoise, et ce, nonobstant l'intensité des échanges de biens et de capitaux entre Florence et toutes ces économies (Pezzolo et Tattara (2008) ; Munro (2013)). En revanche, l'interconnexion de la sphère financière internationale par les flux de capitaux à l'ère moderne de la globalisation financière, est un constat qu'il est à peine nécessaire de souligner, du moins ici, après les conclusions tirées de la crise américaine des *Subprimes*, qui s'est transformée mécaniquement en une crise mondiale de 2007 à 2011.

Pour les innovations financières du XIII^{e} et XVI^{e} siècles, l'on reconnait dans bon nombre d'entre elles une grande ingéniosité qui leur permettait de détourner les contraintes religieuses, chrétiennes et musulmanes, relatives à l'usure et à l'intérêt, dans un esprit qui ne diverge pas de celui des produits et montages financiers contemporains, issus de la déréglementation. Néanmoins, l'innovation financière qui fonde la globalisation moderne n'implique pas souvent une coordination entre l'Etat et les acteurs privés, à l'inverse de ce que nous avons relevé dans la complicité des monarques européens et leurs banquiers, dans les contrats *Juros* et les *Asientos* par exemple. Pareil pour la collaboration des sultans ottomans et les riches investisseurs, notamment marranes étrangers, qui ont créé de nouvelles pratiques financières sophistiquées, à l'instar de la « double vente », pour échapper à l'interdiction du prêt à intérêt.

En outre, l'on peut voir dans les banques aux XIII^{e} et XVI^{e} siècles les premières formes des acteurs financiers modernes, de par leur caractère transfrontalier. Mais, pour nuancer cette analogie, il suffit de souligner que le rapport de force dans la construction et la direction sociale de ces banques penchait à l'époque en faveur de l'Etat-monarque ou l'Etat-empereur, alors qu'aujourd'hui il est en faveur du secteur privé. Il en va de même pour le système de l'*Incantato*, présenté par Braudel (1979) comme l'organisme précurseur des Bourses contemporaines, mais que le pilotage par le Sénat vénitien rend intrinsèquement différent d'une Bourse au XXI^{e} siècle, comme la *National Association of Securities Dealers Automated Quotations* (NASDAQ) ou le *New York Stock Exchange* (NYSE), dont les propriétaires ne sont pas les gouvernements nationaux, mais des groupes privés internationaux.

I.3 Les Etats-nations

Ainsi, la présence étatique au sein des échanges financiers transfrontaliers aux XIII^{e} et XVI^{e} siècles et son intime connexion avec le commerce lointain des biens fait qu'elle ne s'apparente pas fortement, du moins dans les valeurs que véhicule son système de management, avec la globalisation financière moderne.

Ce constat est aussi valable, à des nuances près, pour les deux siècles qui vont suivre cette période, lorsque les Etats-nations ont commencé à se substituer aux cités-Etats et le centre de gravité du commerce international s'est déplacé de la mer Méditerranée à l'Atlantique, ce qui a eu une incidence considérable sur la disposition des mouvements des flux financiers dans le monde. C'est bien effectivement à ce moment-là que l'Italie fut relativement mise à l'écart de l'économie financière mondiale, sauf pour les plus grands banquiers vénitiens et florentins, comme la famille *dei Medici*, dont les filiales bancaires se sont étalées sur les plus grandes villes du « vieux continent » et qui ont joué un rôle très important dans la construction des colonies américaines.

En effet, d'après Gelderblom, De Jong et Jonker (2013), pour ce qui fut du commerce des biens et des capitaux, c'est l'économie néerlandaise qui s'était imposée au monde de la fin du XVI^{e} siècle jusqu'au début du XVIII^{e} siècle, en détrônant les cités-Etats italiennes. La république des Provinces-Unies tirait l'essentiel de sa suprématie économique de la puissance commerciale et financière de la ville d'Amsterdam, qui commerçait des produits à forte valeur ajoutée (épices, soie, porcelaine, …), en Europe et en Afrique, mais aussi en Amérique du Nord, au Brésil et aux Indes. Le succès néerlandais était dû à un système financier développé, qui a su mobiliser les fonds nécessaires à la construction d'une flotte dynamique et l'armement d'expéditions maritimes en Asie et en Amérique, faites par des entreprises commerciales. Les plus connues d'entre elles étaient la compagnie néerlandaise des Indes orientales (1602), *Vereenigde Oost-Indische* (VOC), et la compagnie néerlandaise des Indes occidentales (1621), *Geoctroyeerde Westindische* (GWC), constituées afin d'exploiter les richesses des colonies asiatiques, américaines et africaines, ainsi que renforcer la position néerlandaise dans un monde où les tensions entre les pays européens étaient si violentes qu'elles ont fini par se concrétiser, en 1618, en une guerre ravageuse qui a duré trente ans.

Là aussi, étant donné leur caractère transfrontalier, la VOC et la GWC peuvent être considérées comme les premières formes des entreprises multinationales modernes. Cependant, de nos jours, les sociétés, actrices de la globalisation financière, sont des opératrices économiques au premier chef, tandis que la compagnie néerlandaise des Indes orientales, mis à part son activité commerciale, contribuait militairement à la sauvegarde des territoires occupés par les Provinces-Unies. De même, outre les profits de ses actionnaires, la compagnie néerlandaise des Indes occidentales servait, les intérêts politiques de sa patrie, en se livrant officiellement à des activités de piraterie à l'encontre des navires espagnols et portugais, d'après Braudel (1979). Dans les deux cas, l'enjeu était loin de n'être qu'économique. Il était géopolitique et ne concernait pas principalement les intérêts du secteur privé. Selon le même auteur,

parallèlement aux compagnies néerlandaises, des compagnies anglaises, françaises, puis plus tard suédoises ont vu le jour au XVI^{e} siècle, en Asie et en Amérique, démontrant la domination économique, et notamment financière, des Etats-nations européens à l'échelle internationale. Synthétiquement, ces compagnies, comme leurs homologues néerlandaises, avaient trois fonctions principales :

Une fonction commerciale : assurer la fourniture des matières premières, d'une main-d'œuvre esclavagiste, des métaux précieux et de produits exotiques au pays qui les contrôlait.

Une fonction financière : renflouer les caisses des souverains qui se livraient à des batailles très couteuses, notamment lors de la Guerre de Sept Ans (1756-1763), et ce, à la différence des multinationales contemporaines, notamment bancaires, qui n'assurent pas principalement cette fonction.

Une fonction géopolitique : développer le pouvoir de chaque Etat-nation dans les nouveaux territoires découverts (le Canada, les Antilles, Singapour, …), tout en essayant de réduire celui des rivaux, par la guerre, aussi bien commerciale que militaire.

Un autre indicateur du caractère étatique des échanges financiers transfrontaliers aux XVII^{e} et XVIII^{e} siècles est l'apparition des premières banques centrales européennes à cette période, en l'occurrence : l'*Amsterdamsche Wisselbank* (1609), banque d'Amsterdam, la *Bank of England* (1694), banque d'Angleterre, et la Banque générale (1716), qui fut renommée, en1719, Banque Royale par Louis XIV.

D'après Quinn et Roberds (2006 ; 2014), l'essor commercial des Provinces-Unies entre les années 1590 et 1750 a fait d'Amsterdam le centre de gravité des paiements multilatéraux européens, voire eurasiatiques, ce qui a permis d'attirer un volume important de flux de capitaux étrangers, sous forme de devises. Dès lors, plusieurs pièces de monnaie en or et en argent circulaient partout dans la république, entrainant un problème de change de contrefaçons et de dépréciation de la valeur intrinsèque de certaines pièces par l'usage, vu la grande dynamique des échanges commerciaux. Au début, les opérations de change incombaient aux agents privés, dits les changeurs. Mais très rapidement, des fraudes financières se sont répandues, à cause des problèmes d'aléas moraux qui découlaient de cette situation et attribuaient aux changeurs à la fois le rôle de « juge », en décidant de la valeur intrinsèque des pièces, qui pouvait être inférieure à leur valeur faciale après usure et en fixant les taux de change, et le rôle de « partie », en se permettant, par exemple, de réaliser une plus-value, outre les commissions qu'ils percevaient, en échange de leurs services. En vérité, beaucoup d'échangeurs troquaient des pièces en or, fortement dévaluées, contre des lettres de change, puis procédaient à leur refonte et les vendaient en lingots ou les contrefaisaient. C'était pour obvier à ce genre de

problème que l'*Amsterdamsche Wisselbank* a été créée. Banque garantie par la république, elle s'est appropriée la mission des changeurs privées et acceptait des dépôts en devises et en monnaie locale qu'elle garantissait par des certificats de dépôt libellés en sa propre monnaie : le Florin-Banco. Ainsi, elle assurait l'une des fonctions de régulation monétaire les plus importantes, à savoir la gestion de la masse monétaire en circulation à travers le Florin-Banco. En effet, de par la loi républicaine appliquée par l'*Amsterdamsche Wisselbank*, ayant atteint un certain montant, toute transaction commerciale doit se faire en monnaie-banque, c'est-à-dire en florin-banco, ce qui fait de ce dernier un instrument de politique monétaire efficace que la banque émet (vend) ou aspire (achète) au prorata des besoins de l'économie en liquidités. Ce faisant, la banque d'Amsterdam contrôlait plusieurs banques privées domestiques et parfois même des banques étrangères installées dans les grandes villes européennes commerçantes, sachant qu'au XVII^{e} siècle les néerlandais, contrairement aux français et aux anglais, n'adhéraient pas aux thèses mercantilistes, qui suggéraient l'interdiction de la sortie des capitaux, en or et en argent, et laissaient leurs riches marchands rentabiliser leurs excédents commerciaux partout dans le monde. Sachant aussi que parallèlement, des flux de capitaux étrangers affluaient et s'investissaient dans le commerce et la finance locaux.

Dans le même esprit d'ouverture, à partir de 1683, la banque d'Amsterdam a commencé à accorder des prêts à la compagnie des Indes orientales et à des commerçants européens, ce qui a fait de sa monnaie un instrument de paiement international. Elle a de plus promu l'usage d'une lettre de change, aux termes de laquelle un marchand étranger se voyait octroyer un crédit qu'il remboursait après la vente de sa cargaison sur le marché d'Amsterdam. Souvent, la lettre qui indiquait les échéances et les intérêts de paiement passait d'une main à une autre en sillonnant les frontières économiques eurasiatiques, si bien que les paiements ne se faisaient pratiquement en monnaie métallique qu'en Extrême-Orient.

Sous ces rapports, Quinn et Roberds (2006 ; 2014) soutiennent que l'*Amsterdamsche Wisselbank* est une preuve historique de l'efficacité d'une finance fondée sur une collaboration étatique et privée. Une preuve que tout produit financier dans ses formes les plus virtuelles, scripturale à l'époque de la *Wisselbank*, puise l'essentiel de sa valeur de la confiance que son utilisateur éprouve à l'égard de son émetteur, indépendamment de la nature de sa matière intrinsèque. C'est une preuve aussi qu'un Etat souverain, fort de la qualité de ses institutions, est une garantie de l'efficience du système financier. Ainsi caractérisé, ce dernier serait en mesure de concilier les objectifs économiques et politiques, à l'instar de la finance néerlandaise qui a permis de rentabiliser une épargne nationale tirée du commerce extérieur, de construire les lignes de défense contre l'armée espagnole et de finir par étendre l'hégémonie

néerlandaise aux Indes, tout en restant ouverte sur le reste du monde. Force aussi est de souligner que, d'après Quinn et Roberds (2006), la république des Provinces-Unies tolérait la libre entrée et sortie des capitaux étrangers (or, argent, métaux précieux, devises, …) et l'accueil des afflux de fortunes des huguenots (protestants français) et des juifs, ce qui a donné lieu à une mobilisation importante d'une épargne étrangère investie dans le commerce lointain. Dans un jargon contemporain, on peut dire que la république des Provinces-Unies optait pour l'ouverture financière plutôt que l'autarcie pour régner sur les échanges financiers dans le monde. Néanmoins, il ne faut pas perdre de vue le rôle régulateur de la *Wisselbank* qui gérait les fonds étrangers. En fait, à travers les opérations de change, elle excluait certaines fortunes étrangères, composées de monnaies litigieuses (contrefaites ou usées), du circuit économique et, grâce à son Florin-Banco, reconnu internationalement, elle maitrisait la masse monétaire en circulation, notamment de devise, en procédant à des opérations ressemblantes à des *open market* proches des politiques de stérilisation pratiquées aujourd'hui par les banques centrales les plus interventionnistes. C'est ainsi que l'*Amsterdamsche Wisselbank* a forgé son succès et été le joyau du système financier néerlandais des XVII^{e} et XVIII^{e} siècles, qui a inspiré, plus tard, d'autres pays européens, notamment la France et l'Angleterre.

Selon Belze et Spieser (2007), en France, la première banque centrale date de 1719 et a connu ses débuts sous la dénomination « Banque Royale », attribuée par Louis XIV. Les deux auteurs expliquent qu'à l'origine, c'était un établissement privé créé par le banquier écossais John Law, en 1716, portant le nom de « Banque Générale ». Law, avec sa Banque Générale, était autorisé à opérer dans le royaume de France par le Conseil des Finances à condition que les trois quarts des souscriptions au capital de la banque se fassent en billets d'Etat. Avec une telle condition, le gouvernement s'assurait du bon fonctionnement de la banque, en alignant son objectif à la stratégie nationale de l'époque, qui, inspirée par les thèses de Colbert, économiste et homme d'Etat imminent à la Cour de Louis XIV, s'orientait vers un nationalisme industriel. A cette période, la France était asphyxiée par une lourde dette publique, suite aux dépenses de la guerre contre l'Espagne. Dette colossale qui était obtenue auprès des créanciers étrangers, notamment des banquiers étrangers italiens et aussi domestiques. La contribution des investisseurs français était collectée sous diverses formes de montages financiers novateurs, à l'instar des « Loteries », utilisées afin d'inciter la couche sociale moyenne à mettre son épargne, fractionnée, au service des dépenses royales.

Face au succès rapide de la Banque Générale, et au besoin de financement important de la Cour de Versailles, John Law a pu s'approprier l'un des piliers fondamentaux de l'Etat : la monnaie. En effet, c'était à la suite de la ruée des investisseurs vers les guichets de sa banque

pour acquérir les actions de sa Compagnie d'Occident, contre des titres de créance de dette publique, que Law a obtenu les faveurs de Louis XIV. Désormais, garantie par le roi, la Banque Générale est baptisée « Banque Royale » et se permettait d'imprimer, pour la première fois, de la « monnaie-papier », qui au fil du temps dépassa les avoirs des dépositaires. Investi d'un tel pouvoir et aussitôt soutenu par la Cour, Law acheta, souvent au désaveu de leurs propriétaires, la Compagnie du Sénégal, des Indes Occidentales et de la Chine, et les fusionna avec son ancienne entreprise pour en faire la Compagnie perpétuelle des Indes. Puis, il acquerra également la concession de la fabrication des monnaies, la ferme des impôts et les officines des receveurs généraux, avant d'être nommé en 1720 contrôleur général des finances, toujours d'après Belze et Spieser (2007). En quelques années, le commerce, la finance et la fiscalité du royaume de France furent laissés entre les mains d'un banquier écossais, dans une opération de privatisation assistée par l'Etat, faite totalement par émission d'actions. Ensuite, parce que les investisseurs misaient sur les retombées du commerce des colonies françaises, dont les compagnies de Law détenaient le monopole, notamment en Louisiane, alors que celles-ci étaient incapables d'attirer une main d'œuvre qualifiée et suffisamment de capitaux, le système de John Law s'est soldé par de faibles retours sur investissement. Cela a rapidement mis à nu les exagérations du banquier quant aux bénéfices potentiels de son entreprise et a, finalement, conduit à l'explosion de la bulle spéculative de 1720. Bulle qui était nourrie par Law à travers la planche à billets de la Banque Royale et qui a fait passer le prix de l'action de la Compagnie perpétuelle des Indes de 500 livres, le 10 mai 1719, à presque 10 000 livres, à la fin du mois de novembre. Ici et là, dans la France du XVIII^{e} siècle, la crise financière et, ensuite, économique se répandit, entrainant avec elle le discrédit de la population à l'égard de la monnaie fiduciaire et de la banque étatique. Ceci a duré jusqu'au lendemain de la révolution française, où la Banque de France, fille de la Banque Royale, a commencé à imprimer de la « monnaie-papier » sur ordre de Napoléon Bonaparte, en 1803.

La double politique de déréglementation, par la suppression des règles prudentielles imposées par le Conseil des Finances à la Banque Générale lorsque cette dernière fut baptisée Banque Royale, et de décloisonnement, par le contrôle de John Law à la fois de la fonction d'investisseur, de banquier, d'entrepreneur et de contrôleur général des Finances, a ainsi attisé le risque de faillite du système financier français, ce qui peut être rapproché, sous l'aspect qualitatif au moins, aux crises de la globalisation financière d'aujourd'hui (Lacoste (2009)).

Tout comme la France, l'Angleterre du XVII^{e} siècle était contrainte par une dette publique importante, conséquente aux dépenses de la guerre. Cependant, à la différence de sa

voisine, elle répondit à ce défi économique et politique par des mesures financières efficaces, puisées non pas dans une démarche libérale de privatisation, mais plutôt dans le cadre d'un partenariat public-privé, copieusement calqué sur le modèle néerlandais, selon l'analyse de Murphy (2010). Au cœur de ces mesures, la constitution de la Banque d'Angleterre occupait la place centrale. Créée en 1694, avec l'*Act of Tonnage*, celle-ci a vu le jour, principalement, avec objectif de prêter à l'Etat afin qu'il puisse financer les dépenses relatives à la guerre dite de Neuf Ans (1688-1697) contre la France de Louis XIV et son allié, l'empire ottoman. C'était la fille légitime de la révolution financière Britannique, elle-même produit de la Glorieuse Révolution anglaise, au cours de laquelle une monarchie parlementaire, porteuse d'un libéralisme politique, non économique dans un premier temps, s'est établie sous le règne de Guillaume d'Orange, *Stathouder* (gouverneur principal) de Hollande en 1689, après avoir détrôné son beau-frère le roi Jacques II, un an plus tôt, comme Belze et Spieser (2007) l'avancent.

Les mêmes auteurs soutiennent qu'en créant la Banque d'Angleterre, le parlement a financé le trésor public par l'apport des souscripteurs à un taux d'intérêt de 8%, soit une économie de charges financières d'environ 70%, si l'on considère les taux prêteurs proposés par les orfèvres à l'époque. Au fil du temps, les activités de la Banque d'Angleterre se sont développées. En plus des prêts publics, émis à partir de son capital en monnaie métallique et en métaux précieux dans un premier temps, puis à partir de sa propre monnaie-papier, dans un deuxième temps, ainsi que des dépôts et de la création de la monnaie fiduciaire, la banque se chargeait couramment de l'escompte des effets de commerce et s'occupait des emprunts privés contractés par l'Etat et de son équilibre budgétaire. Sous ce rapport, elle était de loin une banque centrale dépendante. Pour ce qui était de sa gouvernance, la *Bank of England* était, jusqu'au début du XVIII^{e} siècle, un valet de deux maîtres, les actionnaires et l'Etat, comme l'a souligné Murphy (2010). Evidemment, ceci n'a pas manqué de générer des conflits internes, mais a servi, aussi, l'intérêt public et privé, en soumettant l'appât du gain financier des actionnaires à une contrainte « patriotique », qui poussait ceux-là à concourir avec une partie de leurs capitaux accumulés à l'édification de la puissance militaire de la nation. Le financement de la construction de la *Royal Navy*, qui a fait de l'Angleterre du XVIII^{e} siècle la « Reine des Mers », le premier commerçant au monde et le berceau de l'innovation technologique, avant qu'elle n'amorce en leader la révolution industrielle dans les années 1800, est l'archétype de ces projets issus du partenariat public-privé. Ainsi, les prêts privés attribués au pouvoir public par l'achat des *Navy bills* (obligations émises par la *Royal Navy*) ont contribué au développe-

ment de toute une nation sur les plans économique, technique et politique durant plus de deux siècles (Belze et Spieser (2007)).

Techniquement, une partie du mouvement manufacturier que l'Angleterre a entrepris au milieu du XIX^{e} siècle a commencé avec les gigantesques chantiers de la *Navy*, dont le fonctionnement s'est basé sur le principe de la division du travail.

Politiquement, la puissante *Royal Navy* a été une parfaite illustration de la célèbre devise latine *si vis pacem*, *para bellum*, littéralement « qui veut la paix prépare la guerre ». En effet, en 1713, grâce à la force de sa marine, la Grande-Bretagne est parvenue à négocier une « paix armée » avec l'Espagne et la France dans les traités d'Utrecht. Ainsi, il lui a été conférée une prédominance sur les mers, notamment la mer du Nord, et une mainmise sur les terres coloniales en Amérique. Prédominance et privilèges qui lui ont permis de triompher à la Guerre de Sept Ans (1756-1763), avant d'affirmer son hégémonie mondiale dans le traité de Paris en 1763.

Economiquement, le projet de la *Royal Navy* a mis une immense flotte à la disposition des négociants britanniques, en assurant leur commerce maritime et les défendant contre la piraterie. Il a de ce fait développé les échanges entre les colonies britanniques et a fini même par pénétrer commercialement les colonies des pays les plus mercantilistes comme l'Espagne, si bien que les exportations britanniques se sont presque sextuplées entre 1715 et 1800 et les marchés se sont étendus sur quatre continents, de la Baltique aux Indes et de l'Amérique à l'Afrique de l'Ouest et la Méditerranée, d'après Belze et Spieser (2007). Du même pas, l'évolution des flux financiers a embrassé le développement commercial, donnant naissance à des vagues transnationales d'entrées et de sorties de capitaux financiers en livres sterling, en devises, en métaux précieux et en lettres de change.

Néanmoins, l'envergure de ces développements ne faisait pas encore de l'économie britannique la locomotive de la finance internationale. Pour cela, il fallait attendre deux étapes :

- Le murissement du capitalisme financier à l'échelle domestique qui était au début, avec la révolution financière, sous une forme étatique et qui s'est transformé finalement en une forme libérale, tablant sur un marché plus grand, voire mondial.
- Une évolution idéologique qui a fait basculer, comme l'aurait dit John Maynard Keynes, les idées des hommes d'action, qui n'étaient nullement affranchis des influences doctrinales de leurs contemporains économistes, d'une foi en un Etat fort à une foi en la propriété privée et la loi du marché.

II. Les premiers pas de la globalisation financière : du XIX^{e} siècle au début du XX^{e} siècle

Avec l'essor du commerce et la révolution industrielle, la finance britannique a entrepris les premiers pas de sa fuite en avant à un rythme relativement plus rapide que l'économie réelle, avec un contrôle de moins en moins important de l'Etat. Vers la fin du XIX^{e} siècle, cette finance semblait se transformer en une industrie à part et s'est internationalisée, pour finir par jouer le rôle de locomotive de la première globalisation financière.

II.1 L'essor de la finance britannique

Les principaux indicateurs de l'évolution de la finance britannique dès la fin des années 1700 et le début des années 1800 peuvent être résumés en quatre points.

D'abord, l'apparition d'un réseau bancaire, appelé réseau des banques provençales, qui finançait des projets d'intérêt plutôt privé que public. A ce titre, force est de mettre en avant que ces banques ont prêté 226 000 de livres en 1696, puis 4,2 millions, en 1796, à des particuliers, soit une augmentation de 18,53 fois du crédit privé en un siècle. En parallèle et sur le même intervalle temporel, elles ont accordé 2 millions de livres, puis 7,3 millions de livres à l'Etat, ce qui correspond à une hausse d'à peu près 3,6 fois (Belze et Spieser (2007)). Cela veut dire que, avec le développement de l'usage de la monnaie fiduciaire, en l'occurrence scripturale (billet à ordre), les banques britanniques rompaient progressivement avec le modèle des banques italiennes, qui finançaient essentiellement les monarques, la Cour et la Papauté, tel que nous l'avons déjà fait savoir pour les *Medici* et les *Bardi*, et s'orientaient plus vers des clients privés.

Ensuite, le développement d'un marché de capitaux autour de la Bourse anglaise, où s'échangeaient librement des bons de trésor domestiques et étrangers, ainsi que des titres de sociétés privées, et où circulaient sans entraves les flux financiers de différents pays, notamment des capitaux néerlandais, si bien qu'en rapportant les propos d'un témoin de l'époque, Belze et Spieser (2007, p.293), ont noté qu'

> « [E]n Angleterre […] en 1765, tout propriétaire de fonds publics les convertit, quand il lui plait, en argent comptant. Il va trouver son courtier, s'informe du prix du marché et lui donne ses ordres pour la quantité qu'il veut vendre. L'acheteur trouvé, le propriétaire fait une cession en deux lignes sur un morceau de papier ; ils vont ensemble au bureau où se tiennent les livres ou registres desdits capitaux ; là, sans frais, on transporte du crédit du propriétaire à celui de l'acheteur la somme du capital et intérêt vendus ; et l'acheteur en paye au vendeur le prix convenu. Tous les frais de cette transaction se réduisent à 1/8 de chaque partie donnée au courtier et une heure est tout le temps qu'on y emploie. Cette facilité de vendre et d'acheter peu dispendieuse fait qu'il se pré-

sente continuellement des vendeurs et des acheteurs et quelle que soit la somme des fonds que vous avez à disposer, vous êtes sûr de trouver un acquéreur, en vous relâchant du cours du marché si la somme est considérable. »

Par ailleurs, les crises financières ne se sont pas faites attendre dans l'économie britannique. Deux d'entre elles ont eu beaucoup d'écho : celles de 1720 et de 1825. En effet, en 1720, un crash boursier similaire à celui de John Law s'est produit, suite à l'éclatement d'une bulle spéculative sur les actions de la *South Sea Company*, Compagnie des mers du Sud, fondée en 1711 par Robert Harley, dont la valeur passa, entre janvier et août 1720 de 128 livres à 1000 livres, pour retomber à 150 livres en septembre de la même année, d'après Lacoste (2009). Mais grâce à l'intervention étatique, en l'occurrence de la Banque d'Angleterre, qui n'a pas renoncé à sa souveraineté monétaire, à l'inverse de la Banque Royale, qui l'a fait en faveur de Law, le choc n'a pas été aussi important qu'en France et la Compagnie a été sauvée et a continué d'exister jusqu'en 1850. Par la suite, au début des années 1820, l'afflux de métaux précieux en provenance des nouveaux Etats de l'Amérique latine, nés de la dislocation de l'empire espagnol, commença à noyer l'économie anglaise dans la liquidité, vu que la convertibilité de la livre sterling en or – déjà fixée par Isaac Newton en 1717 à 7,32 grammes – a été rétablie après sa cessation à l'occasion de la guerre napoléonienne par le *Peel's Act* (Gilles et al. (2010)). De plus, les banques provençales ont été autorisées par la Banque d'Angleterre à émettre de la monnaie fiduciaire et ont accru le volume des crédits accordés aux particuliers, ce qui a nourri la spéculation. A partir de 1824, les spéculateurs commencèrent à s'intéresser au capital des sociétés anglo-américaines, conçues pour exploiter les mines d'or et d'argent découvertes en Amérique latine, dont la plus célèbre était la « Compagnie Anglomexicaine », si bien qu'en l'espace d'un mois, de décembre 1824 à janvier 1825, l'action de la Compagnie est passée de 43 livres à 150 livres. Très vite le crash boursier brutal s'est produit en décembre 1825, après l'éclatement de la bulle spéculative, qui s'est formée. D'après Bordo (1998), la crise de 1825 a commencé dans le système financier anglais et a fini par toucher l'économie réelle au Royaume-Uni, en France et dans des pays de l'Amérique Latine, avant l'intervention de la Banque d'Angleterre en prêteur en dernier ressort.

Enfin, dès les années 1800, après la suppression du *Bubble Act* de 1720, qui portait sur la soumission de la constitution des sociétés anonymes à l'obtention d'une charte royale, la forte déréglementation du système financier britannique a donné naissance à des entreprises aptes à mobiliser des capitaux privés importants sans la complicité de l'Etat, contrairement au système de l'*Incantato* ou les *Navy Bills* et en dehors des modèles d'association familiales des banques italiennes. Dans la continuité de cette politique de déréglementation, les lois des

Brookers Acts mises en œuvre en 1884 et en 1886 ont permis de libéraliser la Bourse des valeurs mobilières anglaise et l'ont livrée au pouvoir des intervenants privées, loin de tout encadrement étatique (Belze et Spieser (2007)).

II.2 La finance britannique locomotive de la première globalisation financière

Parallèlement aux mutations financières et institutionnelles, dès 1840, des innovations techniques, telles que l'utilisation du charbon comme source d'énergie et la machine à vapeur, ont donné naissance à l'essor de la manufacture britannique. De nouvelles formes d'organisation de travail et une méthode de gestion des firmes et des affaires à tendance libérale ont marqué la révolution industrielle, qui s'est propagée dans les pays voisins, comme le font savoir Belze et Spieser (2007).

S'il est certain que le libéralisme économique a accompagné cette révolution, il ne faut pas oublier qu'à l'origine les bases de cette dernière se sont édifiées en présence d'un Etat fort, régulateur des marchés et « chef d'orchestre » des opérations financières. En effet, c'est dans ce cadre que le parlement anglais, à travers la Banque d'Angleterre, a monté de grands projets de partenariat public-privé, à l'instar des chantiers navals de la marine, dans lesquels Braudel (1979) voit les premières graines de la révolution industrielle. De même, dans leur phase de démarrage, les premières sociétés anglaises et américaines spécialisées dans l'industrie des chemins de fer – industrie la plus représentative des mutations économiques de son époque – étaient quasi-publiques (Belze et Spieser (2007)), et ce, quand bien même la pratique libérale de l'économie gagnait toute l'Europe et les pays émergents du XIX^{e} siècle, à savoir les Etats-Unis, le Canada, l'Australie et l'Argentine. En fait, les actionnaires privées n'ont pris part dans les sociétés des chemins de fer, comme dans d'autres branches de l'industrie, qu'après avoir été confortés par l'implication du gouvernement et la rentabilité de l'investissement. Il semble en fait que l'initiative privée n'aurait pas pu s'amorcer sans la préexistence d'une finance bien structurée et d'un marché plaque tournante des échanges des titres publics relatifs à ses projets. A cette époque-là, gouvernées par les *brookers*, les places financières transatlantiques (Londres, Paris, New York) étaient, d'ores et déjà, fortement interconnectées, car sans cela les investisseurs européens qui disposaient d'un excèdent d'épargne important n'auraient jamais pu arriver à monter des projets colossaux en Amérique. Par les échanges financiers transfrontaliers, des deux côtés de l'Atlantique et également en Inde et au Japon, des lignes de chemins de fer se construisirent à grande vitesse. Ensuite, tout le secteur secondaire a pris, rapidement, des proportions de développement importantes, en

volume et en étendue. Le catalyseur de cette mécanique était donc, principalement, la finance. Finance devenue une industrie à part qui s'est détachée progressivement de l'économie réelle. En effet, selon Gilles et al. (2010), entre 1860 et 1913, les placements financiers britanniques se sont décuplés au point de dépasser la production nationale annuelle de 150%. Bénichi (2006) souligne qu'à l'échelle mondiale, le stock de capitaux investis à l'étranger était de 1 million de dollars en 1820 et a fini par atteindre les 48 millions de dollars en 1913, ce qui supplantait de loin le rythme de la croissance du commerce international des biens et des services. Selon l'auteur, c'est le Royaume-Uni, la France, l'Allemagne, les Pays-Bas, la Belgique, la Suisse et la Suède, qui pompaient les flux financiers, constitués en majorité d'investissements de portefeuille et de bons de trésor, vers les pays émergents. Plus précisément, 90% des flux financiers exportés dans le monde étaient européens, dont 50% anglais. De plus, contrairement à ce qui prévalait à l'âge d'or des cités-Etats, puis des Etats-nations, ces flux financiers n'accompagnaient pas nécessairement un commerce lointain de marchandises en essor. En effet, la majorité des puissances européennes enregistrait des déficits commerciaux, y compris l'Angleterre, où le déficit commercial avoisinait en 1890 les 86 millions de livres, encore d'après Bénichi (2006). C'était principalement en demeurant dans leur propre nature financière que les flux circulaient en Europe, avant de se voir « pousser des ailes » et s'internationaliser en Amérique, puis en Asie. C'est ainsi qu'en 1913, les capitaux en provenance du Royaume-Uni se sont plus dirigés vers des pays étrangers (Brésil, Argentine, Japon, Russie, Chine, …) que vers l'empire colonial ou même les pays voisins européens. En réalité, quand elle s'investissait à hauteur de 87%, en Asie, en Amérique Latine, au Canada, en Australie et en Afrique du sud, 8% seulement de l'épargne britannique alimentait les économies européennes. Dans des termes de répartition plus inégaux, 91,2 % des capitaux français se sont investis dans des pays étrangers, principalement le Canada, l'Australie et les Etats-Unis, tandis que seulement 8,8 % de ces capitaux ont concerné l'empire colonial. Pareil pour l'Allemagne, qui n'a alloué que 1% de ses exportations en capitaux à ses propres colonies.

Dans le même moment, comme le souligne Bénichi (2006), entre 1880 et 1913, les multinationales sont déjà apparues comme des acteurs économiques prépondérants à l'échelle mondiale. On peut citer à titre d'exemple les firmes suédoises Nestlé et Ericsson, l'armurier Américain Colt et son compatriote Singer, fabricant de machines à coudre, l'entreprise néerlandaise Phillips, la société allemande Siemens et la banque mastodonte anglaise Rothschild. Ces multinationales se sont développées principalement par l'actionnariat international et la responsabilité limitée des associés. Ceci étant, ces dernières ne ressemblaient pas intrinsè-

quement à leurs ancêtres, les Compagnies des Indes et les banques italiennes, où, rappelons-le, des considérations géopolitiques, familiales et nationales motivaient les associés, qui défendaient des intérêts à la fois privés et publics. A l'inverse, au début des années 1860 au Royaume-Uni et dès les années 1830 aux Etats-Unis, on permettait aux investisseurs internationaux de ne plus être solidairement et infiniment responsables du passif de leurs entreprises. En cas de faillite, leur redevance était estimée à concurrence de leurs apports, évalués sur la base des actifs existants dans l'entreprise. Par cette déréglementation, qui est encore d'actualité, le pouvoir des actionnaires s'est vu augmenté, avec, au même temps, l'aggravation du risque que supportent les créanciers. Tout cela au bénéfice des grandes banques d'investissement, à l'exemple de *J.P. Morgan And Company* et *Kuhn-Loeb And Company*, apparues ostensiblement, au milieu des années 1800, pour jouer le double rôle du banquier et de l'investisseur, dans une préfiguration du mouvement de décloisonnement[4] que la finance mondiale connait aujourd'hui. En fait, ces nouveaux acteurs présents sur les places financières interconnectées de Paris, d'Amsterdam, de Londres et de Francfort étaient les actionnaires des entreprises des chemins de fer, installées un peu partout dans le monde. Ils jouaient directement ou indirectement par le canal du crédit ce rôle, munis des fonds de leurs créanciers, généralement des petits épargnants. Quant à leur aversion au risque, l'ingénierie financière n'épargnait aucun effort pour la dompter, comme elle le fera toujours jusqu'à présent, en générant une offre de produits autant attrayants que complexes. A titre d'exemple, selon Baskin et Miranti (1999), dès le milieu des années 1800, un produit financier appelé action préférentielle était mis en vitrine par les grandes banques d'investissement, en Grande-Bretagne et aux Etats-Unis, et a permis de financer, en 1871, la plus grande multinationale au monde, à savoir la société Américaine des chemins de fer, la *Pennsylvania Railroad*. L'action préférentielle était un produit financier hybride. Telle une action, elle était un titre de propriété, mais, au même temps, pareille à une obligation, elle garantissait un revenu fixe à son détenteur, avec un bonus lorsque le résultat de l'exercice était positif. Ce produit financier était gagé par des actifs physiques détenus pas la société émettrice. En réalité, même si techniquement, il conférait à son propriétaire une part dans le capital de l'entreprise, il ne lui donnait pas la possibilité d'influencer la gouvernance, contrôlée par les grands actionnaires et les managers. Le caractère sécurisant de l'action préférentielle, par la fixité des revenus qu'elle générait et le nantissement qui la garantissait, a bien caché le risque qu'elle contenait. En effet, quand bien même sa valeur intrinsèque était arrimée à celle de l'actif physique qui la gageait,

[4] Pour plus de détails sur ce concept, voir la section 1 du chapitre 2.

sa valeur d'échange était variable, car soumise aux aléas du marché. Plus précisément, elle dépendait, d'une part, de la performance de la société, en termes de compétitivité, et d'autre part, de la loi de l'offre et de la demande en Bourse. Ainsi, lorsque la valeur intrinsèque de l'action s'éloignait sensiblement de la valeur d'échange, des bulles spéculatives se formaient, entrainant des défauts de payements et la faillite de nombreuses entreprises. Ceci n'est pas sans rappeler la crise américaine des *Subprimes* de juillet 2007, au cours de laquelle la valeur des produits issus de la titrisation des crédits hypothécaires s'est déconnectée de la valeur réelle des hypothèques immobilières, qui cautionnaient ces crédits (Lacoste (2009)). De plus, au temps des actions préférentielles, lorsque certaines sociétés n'arrivaient pas à payer leurs « actionnaires préférentiels », elles leur proposaient des contrats, encore plus alambiqués, qui consistaient, en bref, à échanger leurs anciens titres hybrides contre des « actions classiques ». Agissant de la sorte, ces sociétés vendaient à leurs créanciers, les « actionnaires préférentiels », une illusion d'un surplus de gouvernance, en devenant de « véritables actionnaires », capables de surveiller les dirigeants et s'assurer de la réalisation des profits. A y regarder de plus près, on pourrait reprocher à ces sociétés de ne pas assumer leur responsabilité : au lieu de liquider leurs actifs physiques et rembourser les créanciers et non pas se contenter de repousser le risque dans le futur en espérant que la conjoncture s'améliore, elles exposaient leurs « actionnaires préférentiels » à plus de risque. Ces derniers, avec leur nouveau statut d'actionnaire classique, troquaient leurs revenus stables contre une rémunération encore plus aléatoire, dépendante du résultat net de l'exercice. Ceci n'est pas sans rappeler, encore une fois, le comportement des banques mises en difficulté lors de la crise des *Subprimes*. En fait, comme l'explique Lacoste (2009), au lieu de restructurer, d'isoler et de liquider les titres afférents à des crédits hypothécaires litigieux, plusieurs banques de *Wall Street* ont préféré les sortir de leurs bilans. Elles les ont morcelés et malaxés avec d'autres titres, pour en faire de nouveaux *packs* financiers vendus par d'autres entreprises – qui, elles-mêmes, ont été créées à cette fin – à des investisseurs peu informés.

Outre cet exemple, qui trace le parallèle entre l'innovation financière d'aujourd'hui (XXI^{e} siècle) et celle d'hier (XIX^{e} siècle), s'il apparait fort de constater que la finance au temps de la révolution industrielle préfigurait la finance contemporaine, c'est parce qu'elle formait déjà à l'époque une industrie à part munie de sa propre ingénierie et sa propre architecture internationale, comme nous l'avons déjà souligné et appuyé par les chiffres. En effet, tout comme dans les années 2000, l'industrie financière au XIX^{e} siècle était construite sur des piliers centraux, les places financières internationales, dont les plus notoires étaient celles de Londres, Paris, New York et Francfort. Globalement, les places financières étaient des ag-

glomérations de banques autour des Bourses et non pas près des comptoirs commerciaux, tel qu'il a été le cas pour les banques de la Grèce antique ou les banques italiennes de la renaissance, pour trois raisons principales, qui sont encore d'actualité :

Premièrement, agir comme des sociétés industrielles ou commerciales, en levant des fonds auprès d'un public multinational par la vente de leurs actions sur le marché des valeurs mobilières.

Deuxièmement, mettre leurs guichets à disposition des sociétés cotées en Bourse pour qu'elles y déposent leurs offres en actions, en complétant ainsi le marché boursier, et agir donc en qualité de prestataires de services.

Troisièmement, se transformer en investisseurs institutionnels, en utilisant les fonds de leurs déposants pour la constitution d'énormes portefeuilles de valeurs mobilières, puis spéculer sur le marché boursier.

Ainsi, installé près des Bourses mondiales, le banquier du XIX^{e} siècle, à l'instar de celui du XXI^{e} siècle, était la figure emblématique de l'économie à l'échelle internationale, puisqu'il était investisseur, marchand d'argent, prestataire de service, actionnaire des sociétés industrielles et commerciales, débiteur du contribuable, etc., bref le noyau dur de tous les marchés. Par exemple, Belze et Spieser (2007) rapportent qu'en France, en pleine révolution industrielle, les premiers émetteurs d'actions, bien avant les sociétés industrielles, étaient les banques. En 1870, elles étaient neuf à être cotées sur la Bourse de Paris, puis leur nombre s'est élevé à quarante en moins de douze ans, avec sept banques étrangères. Les banques encourageaient tellement la spéculation boursière que le volume des fonds qu'elles mobilisaient à cette fin s'est multiplié par dix entre 1852 et 1881. Rappelons que contrairement à cette tendance, depuis l'antiquité et jusqu'au XVIII^{e} siècle, il fallait être banquier-marchand ou bien banquier du roi, du sultan, de l'empereur ou du clergé, pour accéder à l'ascension économique et sociale.

Par ailleurs, face à la financiarisation de l'économie par l'augmentation du pouvoir des banques, qui spéculaient directement en utilisant leurs fonds et indirectement en prêtant à des spéculateurs, les crises financières étaient légion dans les années 1800. En effet, éblouis par le progrès technique apporté par la révolution industrielle, les spéculateurs, nourris par la surliquidité bancaire, étaient si euphoriques qu'ils sous-estimaient le coût économique des innovations. Les krachs des Bourses et les faillites des banques se succédaient presque après chaque invention en Europe et en Amérique. Les crises étaient, à la fois, bancaires, boursières et internationales, étant donné la forte interconnexion entre les places financières des deux côtés de l'Atlantique. Ces crises financières concernaient aussi bien les pays développés que les

pays émergents de l'époque. Ainsi, elles apparaissaient semblables aux crises de la globalisation financière actuelle (Lacoste (2009)).

D'après Belze et Spieser (2007), dès le milieu des années 1800, c'étaient les spéculations sur les actions des sociétés des chemins de fer qui ont causé les krachs boursiers et les faillites des banques dans toutes les économies émergentes et développées.

En Angleterre, l'engouement pour cette industrie était tellement intense que le nombre de sociétés cotées est passé de 48 en 1844 à 190 en 1847, avant la chute libre du prix des actions jusqu'aux années 1890.

Aux Etats-Unis, la Bourse de *Wall Street* était le théâtre d'une importante spéculation des investisseurs étrangers, notamment européens, sur des titres rattachés à des entreprises ferroviaires, à l'instar de *Mohawk-Hudson*, dès 1830. Ensuite, après l'apparition et l'utilisation massive des nouveaux produits financiers complexes qui permettaient à ces entreprises de convertir des obligations en actions et aux investisseurs de réaliser d'importantes ventes à découverts, un mouvement de panique a gagné la place financière newyorkaise, vu l'opacité de l'information financière qui alimentait la méfiance des intervenants.

Après ces turbulences, vers les années 1850, la reprise était au rendez-vous. En effet, avec la découverte des mines d'or en Californie, l'amélioration des moyens de transports ferroviaires, l'émergence des nouvelles technologies de communication, notamment le télégraphe, l'optimisme s'est emparé à nouveau des acteurs économiques. Les banques, au premier chef, ont fait preuve d'un grand laxisme, en favorisant l'abondance du crédit et en accentuant, par là, non seulement l'inflation, mais aussi la spéculation. Par conséquent, les débiteurs parvenaient souvent à s'endetter pour spéculer et c'était ainsi qu'une deuxième bulle financière spéculative se forma et éclata en 1857. Synthétiquement, il y a eu : le dépôt de bilan de la banque l'*Ohio Life Insurance and Trust Company*, la ruée des déposants vers les guichets pour retirer leurs avoirs *ex abrupto*, un assèchement du crédit et des faillites consécutives de nombreuses compagnies de chemins de fer. Toutefois, alors que des entreprises disparaissaient, des firmes de taille plus importante apparaissaient sur leurs ruines. Cela a fait que la spéculation a continué de prospérer, en dépit des ravages qu'elle a provoqués dans son sillage. En conséquence, des cendres du Krach de 1857, naquit, vingt ans plus tard, un autre effondrement plus brutal, aux Etats-Unis et en Europe.

La crise bancaire qu'ont connue les économies européennes en mai 1873 et dont l'origine était la forte spéculation sur les travaux immobiliers entrepris, principalement, à Paris, Viennes et Berlin, comme l'explique Gilles (2009), témoigne de deux faits de l'époque.

Le premier, c'est que le système financier européen était tellement interdépendant qu'il permettait le transfert des « épidémies » financières, bulles spéculatives, actifs financiers litigieux ou douteux, produits financiers surévalués, etc. d'une économie à une autre par contagion.

Le deuxième est que, si on considère la contribution de la crise de mai 1873 au krach boursier survenu au cours de la même année, aux Etats-Unis (étant donné la forte implication des banques européennes dans le financement des chemins de fer américains), on s'aperçoit que cette interdépendance est transatlantique, et qu'elle concerne des pays développés (européens), et des économies émergentes de l'époque (américaines).

En outre, pareille que celle des années 1850, la crise financière euro-américaine de 1873 s'est formée à partir d'un mouvement spéculatif sur l'industrie des chemins de fer. D'après Gilles (2009), en Prusse, par exemple, 500 sociétés de chemins de fer ont été créées en 1872, pour un capital total de 1496 millions de marks, alors qu'une année plus tard, elles n'étaient que 72 à opérer sur le marché, capitalisées dans leur ensemble à 538 millions de marks. Aux Etats-Unis, la grande banque *Jay Cooke*, qui finançait les compagnies de chemins de fer les plus importantes, tel que le *Northern-Pacific*, a entrainé dans sa chute un nombre élevé de banques américaines, à l'instar de la *Bank of Commonwealth*, si bien que cela fut fatal à la Bourse de New York, qui a été obligée de fermer ses portes durant dix jours le 20 septembre 1873, suite à la panique des détenteurs des valeurs mobilières.

Le même auteur soutient que le scénario des crises de 1857 et de 1873 n'a pas cessé de se répéter au XIX^{e} siècle, en 1882, en 1890 et en 1893, engageant à chaque fois, plus de nouveaux pays émergents, notamment les Etats-Unis en 1873 et l'Argentine en 1890, dans les pertes. Globalement, le problème était toujours lié au financement de l'industrie des chemins de fer et des spéculations qui s'y rattachaient. L'une des explications de ce problème peut revenir au clivage entre la rentabilité financière et la rentabilité industrielle. En effet, alors que la rentabilité industrielle dépendait de la performance réelle de l'industrie, la rentabilité financière fluctuait en fonction des prix des produits financiers présents et surtout futurs. Ces derniers sont calculés sur la base des anticipations aléatoires des intervenants.

Un dernier point mérite d'être soulevé. Il s'agit de l'émergence de la figure de l'investisseur international au XIX^{e} siècle au détriment de « l'investisseur patriote ». Alors que le premier, l'investisseur patriote, parvient au même temps à rentabiliser ses fonds et à contribuer à la promotion de l'industrie nationale, comme il a été le cas à l'époque du Colbertisme ou des *Navy Bills*, le deuxième, l'investisseur international, n'a que le souci de la captation d'un maximum de rentabilité financière au premier chef, qu'il cherche partout dans le

monde. Appuyant ce constat, Bénichi (2006) affirme que, vers la fin des années 1800, les investisseurs français se détournaient de l'économie nationale et convoitaient fortement les bons de trésor russes. De même, Belze et Spieser (2007) soutiennent qu'à cette époque l'essentiel de l'épargne britannique finançait des actions afférentes aux projets des chemins de fer américains. Quant aux ressources financières allemandes, elles étaient aussi tournées vers l'empire ottoman et les Balkans, plutôt que vers l'industrie nationale.

Toutefois, si la première globalisation financière a pu relativement faire reculer la figure de l'investisseur patriote en Europe, elle ne put rien contre l'explosion des nationalismes en conflit pour le partage du monde et pour se protéger les uns des autres, et en particulier celui de l'Allemagne, à peine réunifiée à Versailles, qui voyait d'un mauvais œil les rapprochements franco-britannique et franco-russe et estimait que les possessions qui lui était reconnues ne sont pas à la hauteur de sa puissance et son idéal pangermaniste. Ce fut alors la première guerre mondiale, qui devait ouvrir la voie, un demi-siècle durant, à un repli des échanges internationaux et enrayer la marche de la globalisation financière.

III. La marche de la globalisation financière enrayée : les deux guerres, la Grande Dépression et les Trente Glorieuses

Bien qu'elle semblât être solidement entamée, la marche de la globalisation financière, qui, rappelons-le, a commencé en Angleterre, s'est développée en Europe et a fini par se propager en Amérique et dans les colonies à partir du XIX^{e} siècle, s'est enrayée suite aux deux guerres mondiales et la Grande Dépression, ainsi qu'à l'avènement, plus tard, du système de *Bretton Woods*, et des Trente Glorieuses.

III.1 L'entre-deux-guerres

Après les deux guerres mondiales, le recul de la globalisation financière était très visible, avec la régression de la part des actifs étrangers, en volume, dans le PIB des pays industrialisés, qui est passée d'une moyenne de 50% entre 1870 et 1914 à une moyenne de 10% en 1945, comme le rapportent Obstfeld et Taylor (2003). Les flux financiers ont perdu de leur capacité à s'internationaliser, à cause de la déconnection de certaines places financières en Europe, conséquence des conflits militaires et de la multiplicité des devises qui y transitaient. A cet égard, à partir de l'année 1914, les investisseurs internationaux se sont progressivement orientés vers la place de New York et vers l'utilisation du dollar plutôt que la livre dans leurs

transactions. De plus, les pays européens, fortement engagés dans la guerre, ont mis un terme à la convertibilité de leurs monnaies et ont réglementé, voire bloqué les sorties des flux d'or, afin de financer leurs armées. Réciproquement, de l'autre côté de l'Atlantique, les dégâts étaient beaucoup moins importants. Les Etats-Unis, qui se sont appropriés la moitié de l'or mondial devenaient les premiers créanciers à l'échelle internationale, en ayant prêté près de 3 milliards de dollars au reste du monde, alors qu'en 1914 ils avaient été en position de débiteur avec une dette de 3,7 milliards de dollars, selon Gilles et al. (2010). Ce changement des positions extérieures, conjugué à la suppression de la convertibilité des monnaies européennes en or (y compris la livre sterling) et le déplacement du centre de gravité de la finance mondiale aux Etats-Unis, a favorisé la multiplicité des devises circulantes, notamment en Europe, et creusé l'écart entre les taux de changes, qui flottaient d'une manière très instable. Vraisemblablement, le système financier international s'apparentait à un véritable chaos, dans lequel néanmoins la finance a pu continuer à se développer au sein de l'économie américaine. Dans son essence, ce développement s'est basé sur le financement de la reconstruction de l'Europe, qui a porté le « billet vert », convertible en or, au rang de deuxième monnaie internationale, avec la livre, et stimulé l'enthousiasme des acteurs économiques étasuniens, dès le début des années 1920. Par conséquent, les américains ont commencé à connaitre quelques années de vaches grasses, avec un taux de croissance économique moyen de 2% par an jusqu'à 1929. D'après Portes (2013), c'est à ce moment-là que s'opéra la deuxième révolution industrielle, fondée sur les innovations technologiques de l'époque (l'énergie électrique et le fordisme) et dont l'industrie automobile est la manifestation emblématique. A l'instar de la première révolution industrielle, qui en Angleterre s'est articulée autour des chemins de fer un siècle auparavant, le secteur industriel aux Etats-Unis a été amené à son acmé, pour être dépassé par la sphère financière. En fait, ce qui s'est passé à la *City* en 1873 s'est relativement répété, à plus grande échelle à *Wall Street* en 1929, à cause de l'excès d'enthousiasme des spéculateurs, animé par le progrès technique et l'abondance du crédit. C'est ainsi que le monde a connu le célèbre krach boursier du Jeudi Noir, puis la Grande Dépression étasunienne et internationale, qu'il n'est pas nécessaire de rappeler en détail, compte tenu de l'abondante littérature qui lui a été consacrée (Lacoste (2009)).

III.2 Bretton Woods *et les Trente Glorieuses*

Après la guerre, des actions furent entreprises dans tous les domaines pour favoriser une convergence des politiques nationales vers un équilibre coopératif international, qui serait un facteur de bien-être collectif. En ce qui concerne la globalisation, et plus exactement son as-

pect financier, la voie de la collaboration a pris forme à travers l'édification du système de *Bretton Woods*. Avec le nouveau système monétaire international, les Etats devaient intervenir pour réguler la sphère financière mondiale, dans le but d'assurer la prospérité des systèmes financiers de leurs nations. C'était une cassure avec la pratique libérale d'avant-guerre, aussi bien idéologiquement que politiquement, moyennant une hétérodoxie qui réfutait la capacité des mouvements internationaux de capitaux et d'or, laissés à eux-mêmes, à produire un équilibre économiquement et socialement productif et une finance qui s'exerce dans des marchés régulés par des institutions publiques.

C'est à *Bretton Woods*, plus précisément à l'hôtel *Mont Washington* de ce village de l'Etat de *New Hamsphire* aux Etats-Unis, où s'étaient réunis 735 délégués de 44 pays au mois de juillet 1944, que ce nouvel ordre économique marquant l'architecture financière mondiale de 1945 à 1973 a été établi (Gilles et al. (2010)). Les deux personnages emblématiques de cet évènement historique, qui représentaient les deux puissances économico-politiques de l'époque, les Etats-Unis et la Grande-Bretagne, étaient l'économiste Américain Harry Dexter White et John Maynard Keynes.

Quand les idées de White tiraient vers l'orthodoxie financière du passé, le progressisme de Keynes, surnommé par Charles Hession l'homme atteint de « la maladie de la *Verbesserung*, la maladie de l'amélioration »[5], aiguillonnait le projet dans le sens d'un contrôle des mouvements internationaux de capitaux. Il n'était plus question de permettre aux spéculateurs de se livrer à « leurs jeux d'argent », loin de l'intervention des organismes étatiques pour la stabilité des marchés financiers.

A partir des deux visions, britannique et étasunienne, émergèrent deux plans et des deux plans farouchement discutés étaient nés les accords de *Bretton Woods*, qui ont fait valoir un ordre financier mondial formé autour des principaux points suivants (Gilles et al. (2010)) :

- Un système monétaire international, avec un étalon-or-dollar et un taux de change de 35 dollars par once d'or, ce qui nécessitait la convertibilité des monnaies nationales en dollar et l'intervention de la Banque Centrale américaine (Fed) sur le marché de l'or (vente et achat), afin de défendre la parité de sa monnaie, désormais internationale. D'où la stricte dépendance de l'économie mondiale, du moins financièrement, du métal jaune et, plus encore, du billet vert, avec l'exclusion progressive de la livre.

[5] Gilles et al (2010, p.60)

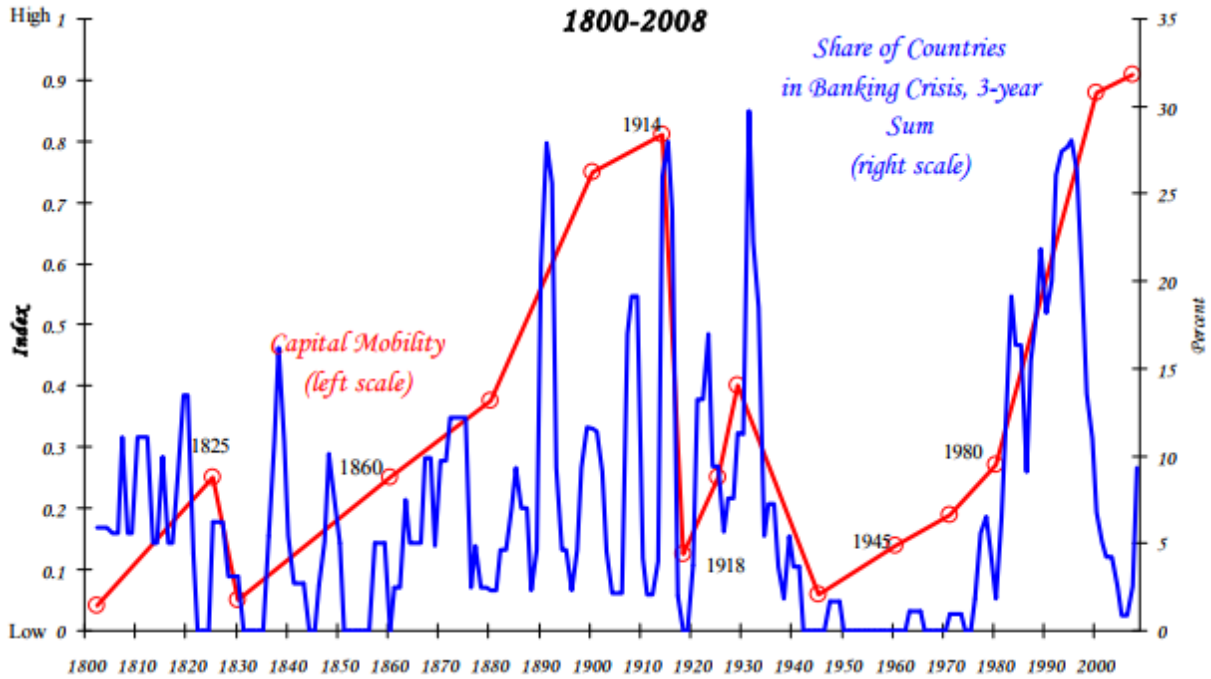
- Des taux de change nationaux fixes, mais ajustables « en cas de déséquilibres fondamentaux »[6], dans un double but : d'une part, soutenir le commerce et maitriser le risque de change et les spéculations, qui découlent de sa couverture par les montages financiers alambiqués, et, d'autre part, éviter les sur-réactions de dévaluation ou de surévaluation, qui pourraient mener à la guerre commerciale et au protectionnisme, tout en permettant aux banques centrales de relancer la croissance et l'emploi par les politiques monétaires expansionnistes.
- Le contrôle des mouvements internationaux des capitaux, en l'occurrence des flux « court-termistes », spéculatifs, par des contraintes administratives, afin de garantir la stabilité financière interne.
- La création de deux instances supranationales régulatrices. A savoir, le Fonds Monétaire International (FMI), dont la principale fonction était de veiller à la stabilité du système monétaire international et d'éviter le scénario désastreux des crises, qui commençaient financières et locales et se terminaient sous forme de dépression mondiale à l'instar de la crise de 1929, et la Banque Internationale pour la Reconstruction et le Développement (BIRD)[7], qui devait financer la reconstruction de l'Europe, dévastée par la seconde guerre mondiale.

D'après Gilles et al. (2010), sous *Bretton Woods*, de 1945 à 1973, le revenu réel mondial a connu une augmentation sans précédent et le taux de croissance moyen dans les pays du G7 a atteint les 4,2 % par an. C'était presque le plein emploi, avec des taux de chômage qui ne dépassaient pas les 5% dans les pays industrialisés. C'était aussi l'époque de l'« ataraxie » financière, comme l'illustrent Reinhart et Rogoff (2013) dans le graphique 1.1 ci-dessous, où il apparait qu'entre 1950 et 1970, le monde a connu le niveau le plus bas en termes de récurrence des crises bancaires, depuis l'année 1800.

[6] Tel que l'ont indiqué Gilles et al. (2010, p.88), « cette expression est laissée volontairement dans le flou ». Mais, nous pensons que sa présence même témoigne de l'importance accordée aux pouvoirs publics dans la résorption des dérives des marchés financiers, dont l'impact serait néfaste à l'emploi et la croissance.

[7] Il s'agit de la principale composante de la Banque Mondiale de nos jours.

Graphique 1.1 L'incidence de la mobilité des capitaux sur les crises bancaires dans le monde (1800-2008)



Note : Le graphique représente la récurrence triennale des crises bancaires (en bleu) dans tous les pays du monde, en pourcentage (percent) et l'évolution de l'indice (Index) de la mobilité des capitaux dans le monde (en rouge) de 1800 à 2008. Il en ressort que les périodes de forte (faible) mobilité internationale des capitaux (indice proche de 1) correspondent à une forte (faible) récurrence des crises dans le monde.
Source : Reinhart et Rogoff (2013, p. 4566).

Au demeurant, cette prospérité n'était pas due qu'à *Bretton Woods* et la nature de l'architecture financière mondiale que ce système incarnait. D'autres facteurs économiques et extra-économiques (la paix sociale d'après-guerre, le succès de la régulation, le régime fordiste, …) ont contribué à cet essor. Néanmoins, rien que l'association quasi-systématique de *Bretton Woods* aux Trente Glorieuses, dans la mémoire collective des observateurs spécialistes ou non de la question économique, est un indice que la finance régulée de la période 1945-1973, institutionnalisée par le système monétaire international, était une pierre angulaire de cette prospérité. Ceci dit, ce système était loin d'être exempt d'insuffisances. Pour souligner rapidement l'une des principales insuffisances structurelles de *Bretton Woods*, il faut dire que l'étalon dollar-or, sur lequel les échanges internationaux reposaient, a été la victime de son propre succès. En effet, la forte croissance économique qui s'est établie dans le monde, en l'occurrence aux Etats-Unis, n'avait pour corollaire qu'une demande croissante de dollar, et par conséquent, un désir latent de détention d'or, pour sa qualité de « valeur-refuge », contre une éventuelle dépréciation du « billet vert ». Or, la quantité mondiale disponible de métal jaune ne pouvait en aucun cas couvrir le volume de dollars émis pour subvenir aux besoins des échanges économiques internationaux florissants, ce qui a causé des troubles spéculatifs

sur les produits financiers y afférant et des tensions entre les Etats-Unis et les pays ayant accumulé des réserves importantes en dollar, comme Bordo et Eichengreen (2007) l'expliquent. C'est entre autres pour cette raison que Richard Nixon, président des Etats-Unis (1969-73), a annulé le principe de la convertibilité du dollar en or, le 15 août 1971, et a instauré le passage à un taux de change flottant, en mettant fin, progressivement, au système de *Bretton Woods*.

La rupture avec l'étalon-or, en 1971, puis le passage au flottement du dollar, ont entrainé l'avènement de l'ère de la globalisation financière actuelle (Gilles et al. (2010)).

La nature des échanges des flux financiers, que connait le monde depuis la fin de *Bretton Woods*, est très différente de celle qui l'a précédée. Elle est plutôt dans la continuité des premiers pas de la globalisation financière au XIX^{e} siècle, mais, bien sûr, dans une version contemporaine beaucoup plus développée.

IV. La globalisation financière actuelle : de la fin de Bretton Woods *jusqu'à nos jours*

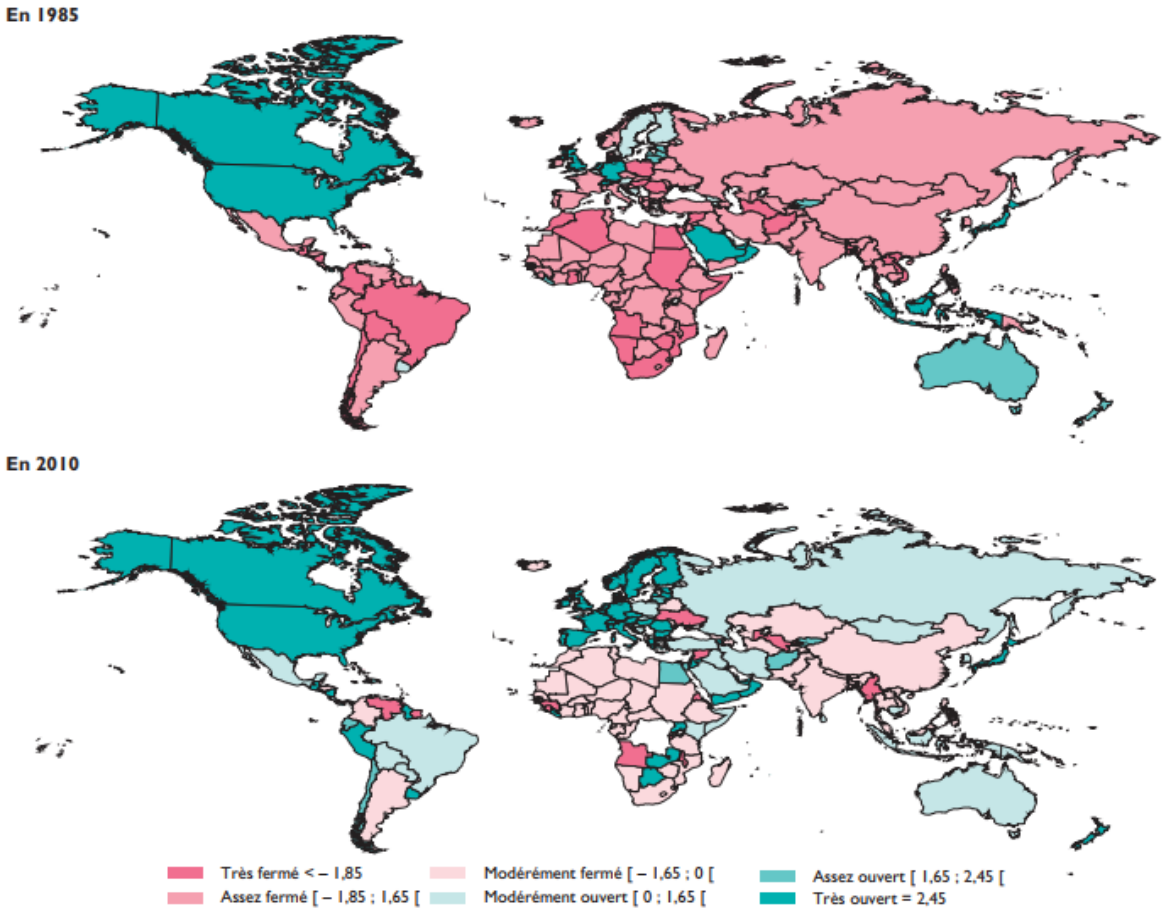
C'est dans le contexte du retour du libéralisme (dit néolibéralisme) et le recul de l'idéologie de l'interventionnisme étatique en économie, dans les milieux académiques et politiques, que la globalisation financière actuelle a amorcé son envol. Ce mouvement historique était manifeste aux yeux des observateurs, dès le début des années 1970, quand les enseignements de l'école néoclassique ont pu détrôner ceux de l'école keynésienne sur les chaires des universités les plus prestigieuses et dans les discours politiques, à cause, entre autres, de l'incapacité de ce qu'on appelait l'hétérodoxie keynésienne à répondre à l'ultime problème économique mondial de l'époque : la stagflation[8]. Aussi, c'est dans les années 1970 que furent nobélisés les deux penseurs néolibéraux les plus influents, Friedrich Hayek, en 1974, et Milton Friedman, en 1976. Ce sont leurs idées qui ont dicté, en grande partie, les politiques économiques en Grande-Bretagne et aux Etats-Unis, avec l'élection de Margaret Thatcher, fidèle lectrice de Hayek, et Ronald Reagan, qui, tout comme Richard Nixon, avait Friedman pour conseiller (Audier 2012)). De leurs idées et celles de leurs disciples ont jailli les politiques de déréglementation des marchés financiers américains et britanniques, à l'échelle nationale, ainsi que les nouvelles orientations libérales des instances supranationales, maintenues après l'effondrement du système de *Bretton Woods*. Le FMI, initialement opposé aux systèmes de

[8] Après le choc pétrolier de 1973, l'économie mondiale a connu, à la fois, une inflation, une baisse de la croissance économique et une hausse du chômage. En conséquence, les politiques de relance inspirées des thèses keynésiennes ne permettaient pas d'obvier à ce problème, sachant que ces dernières s'appuyaient sur le principe de l'arbitrage entre le chômage et l'inflation, de façon à ce que l'Etat puisse créer de l'emploi et promouvoir la production, en tolérant une certaine hausse des prix.

change flexibles a encouragé le flottement des monnaies nationales dès le début des années 1970 (Gilles et al. (2010)). Aussi, influencé par les thèses de McKinnon (1973) et Shaw (1973), le Fonds a incité les économies développées, puis celles en développement, à libéraliser leurs mouvements de capitaux, alors qu'en 1946, Keynes disait du plan à partir duquel l'institution a été créée : « ce qui était de l'hérésie est devenu l'orthodoxie, notre plan accorde à chaque membre le droit explicite de contrôler le mouvement des capitaux »[9].

Dans le cadre de ce mouvement de libéralisation Reaganienne et Thatchérienne, la globalisation financière s'est imposée comme le paradigme ultime des organismes supranationaux, le FMI en premier, dont Fischer (1997) a préconisé de changer les statuts, pour pousser les pays membres à la déréglementation des flux de capitaux extérieurs au nom de l'ouverture financière, pilier central de la globalisation, comme le montre la figure 1.1 ci-dessous.

Figure 1.1 Déréglementation du compte financier en 1985 et 2010

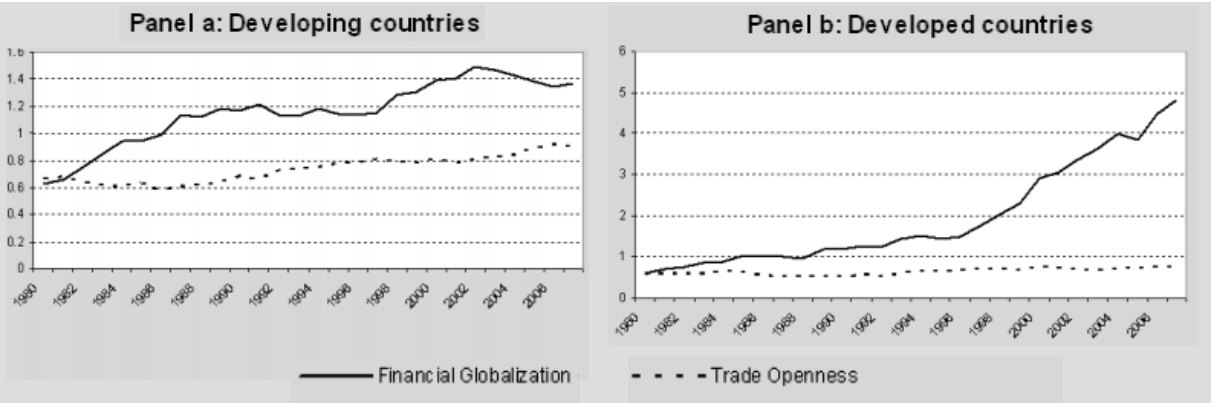


Note : La figure met en évidence la vague de libéralisation financière externe qu'a connue le monde entre 1985 et 2010. Plus la couleur rouge est foncée (claire) plus le pays se caractérise par une fermeture financière intense (faible). Plus la couleur verte est foncée (claire) plus le pays se caractérise par une ouverture financière intense (faible).
Source : Ramos-Tallada (2013, p.103).

[9] (Gilles et al. (2010), p.55)

Le premier cadre dans lequel la globalisation financière s'est développée a été celui des euromarchés. En effet, sur ces marchés internationaux, une dynamique de prêt-emprunt, dont la durée allait de 48 heures jusqu'à 8 ans, a pris un rythme très accéléré entre 1973 et 1988, si bien que les transactions mondiales y afférant se sont multipliées de plus de 14 fois en passant de 315 milliards de dollars à 4561 milliards de dollars en moins de 15 ans. Parallèlement, l'évolution des opérations financières internationales sur les marchés des changes a été tellement rapide qu'elle dépassa celle des exportations des biens et services, puisque, entre 1979 et 1995, quand les opérations sur les changes s'accroissaient de 17 fois, l'offre mondiale d'importation ne faisait que tripler (Bourguinat (1995)). Cette tendance a toujours caractérisé la globalisation financière, aussi bien dans les pays développés que dans les pays en développement, ainsi qu'il apparait ci-dessous au niveau de la figure 1.2.

Figure 1.2 Globalisation financière et commerce international dans le monde (1980-2008)



Note : La figure représente l'évolution de la globalisation financière, mesurée par la somme des stocks bruts des avoirs et des engagements extérieurs rapportée au PIB en pourcentage (tendance continue) et l'évolution du commerce international, mesuré par la somme des exportations et des importations des biens et services rapportée au PIB en pourcentage (tendance discontinue), sur la période 1980-2008, dans les pays en développement (Panel a) et les pays développés (Panel b). Il en ressort que l'écart entre la globalisation financière et le commerce international se creuse, *grosso modo*, dans les deux panels. En effet, c'est la globalisation financière qui croît plus rapidement que le commerce dans l'économie mondiale.
Source : UNCTAD (2012, p.1).

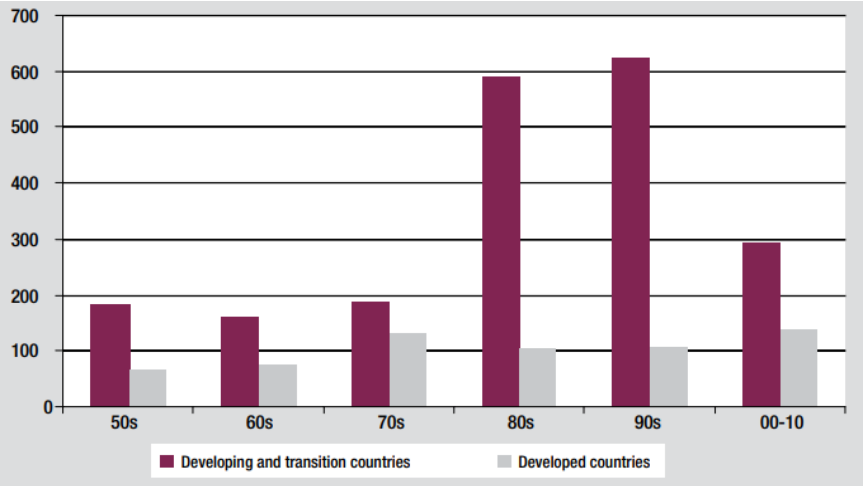
En outre, sur les euromarchés, où chaque intervenant échappait à la réglementation de son pays d'origine, après les deux chocs pétroliers de 1973 et 1979, les pays exportateurs de ce qu'on surnomma « l'Or Noir » ont accumulé d'énormes excédents en dollars, dont ils ont investi 80 % du total dans les pays de l'Organisation de Coopération et de Développement Economiques (OCDE) et ont prêté 15% du reliquat à des pays en développement. Ce faisant, aussitôt la surliquidité, suivie par l'insolvabilité, étaient au rendez-vous dans le monde. En effet, d'après Adda (1996), les prêts internationaux furent accordés à des économies en voie de développement à faible capacité d'absorption, souvent par pure spéculation sur leurs poten-

tiels pétroliers non encore exploités, ce qui a fini par causer une incapacité de remboursement. De plus, la politique reaganienne de l'époque (baisse des taxes et maintien d'un taux d'intérêt élevé, « *Policy mix* »), a augmenté le poids de la dette, libellée en dollar, des pays en développement : entre 1980 et 1981, après la hausse des taux d'intérêt aux Etats-Unis d'environ 20% – au bénéfice d'une finance rentière internationale qui se renforçait à un rythme accéléré – la charge d'intérêt des pays débiteurs a augmenté de 300%, sans que ces derniers aient contracté d'emprunts supplémentaires. Ceci a débouché sur une crise mondiale de la dette des pays en développement, qui n'arrivaient pas à honorer leurs créances.

Ce fut là l'une des premières crises contemporaines rattachées souvent à la globalisation financière (Lacoste (2009) ; Gilles et al. (2010) ; Reinhart et Rogoff (2011 ; 2013)), qui a ouvert le bal à d'autres crises, de plus en plus violentes en termes de dégâts économiques et sociaux, globalisées – parce qu'elles se sont toujours propagées dans un contexte d'ouverture – et globalisantes – car elles n'ont épargné ni les pays développés ni les pays en développement. Ainsi, de la crise de la dette des pays en développement (1982), à celle de la finance globale (2007-2011) – lorsque les échanges transfrontaliers des flux de capitaux ont atteint le niveau paroxystique de 20% du PIB mondial en 2007 contre un taux moyen de 5% entre 1980 et 1999 (Outlook (2011)) – en passant par la crise du système monétaire européen (1992-1993), la crise mexicaine (1994), la crise des monnaies asiatiques (1997), la crise russe (1998), la bulle Internet (2000), la crise argentine (2002)[10], etc., comme le montre le graphique 1.2 ci-dessous, la description des désastres financiers attribués à la globalisation financière s'est articulée autour de cinq termes redondants : euphorie, surliquidité, spéculation, manque de liquidité et décroissance. Ceci fait que les crises d'aujourd'hui semblent ressembler structurellement aux crises du XIX^{e} siècle, en particulier celle de 1873 (Lacoste (2009)).

[10] Pour plus de détails sur ces crises, voir Lacoste (2009), Gilles et al. (2010) et Reinhart et Rogoff (2011 ; 2013).

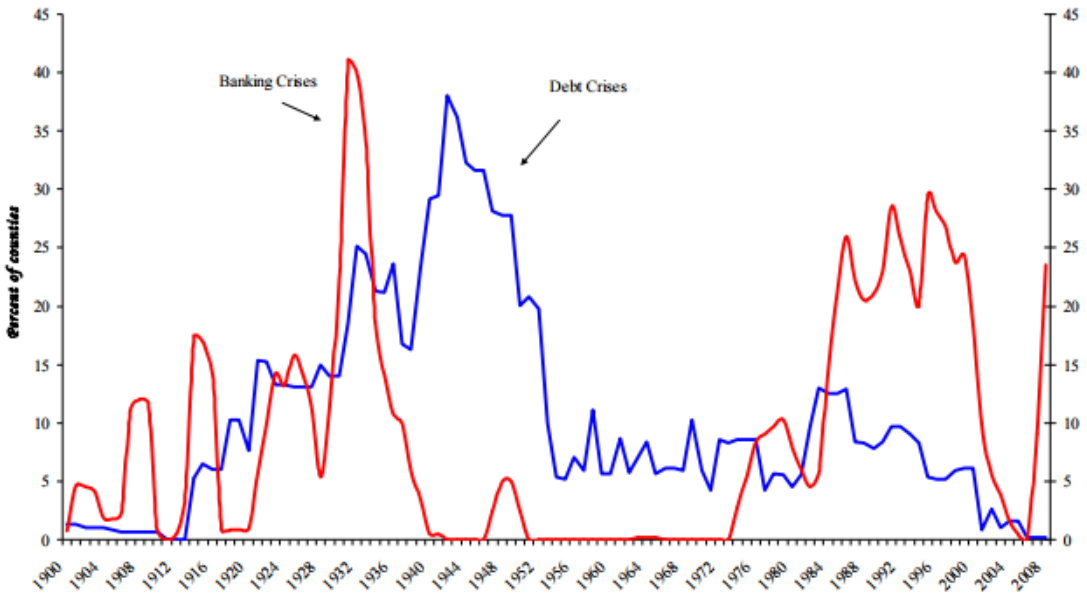
Graphique 1.2 Crises financières dans le monde (1950-2010)



Note : Le graphique représente l'évolution du nombre de crises financières, à savoir les crises monétaires et bancaires, les défauts de paiement relatifs aux dettes domestiques et extérieures, les restructurations des dettes domestiques et extérieures et les krachs boursiers, dans les pays en développement et en transition (histogrammes en mauve), ainsi que dans les pays développés (histogrammes en gris clair), entre 1950 et 2010, par décennie. Il en ressort que c'est à partir des années 1970 que les crises financières ont pris leur envol dans le monde, en l'occurrence dans les pays en transition et en développement.
Source : UNCTAD (2012, p.2).

Ainsi, il semble que la globalisation financière actuelle, tout comme celle des années 1800, porte dans son sillage des crises, et ce, en comparaison avec la période de *Bretton Woods*. En effet, rappelons encore une fois que les Trente Glorieuses étaient caractérisées par une « ataraxie financière », tel qu'il a été illustré dans le graphique 1.1 (ci-dessus) et appuyé encore par le graphique suivant.

Graphique 1.3 Crises bancaires et d'endettement dans le monde (1900-2008)



Note : Le graphique représente l'évolution de la proportion (pondérée par le PIB) des pays ayant connus des crises bancaires (en rouge) et des crises ou restructuration des dettes extérieures (en bleu) dans le monde, en pourcentage, entre 1900 et 2008. Il en ressort principalement que de 1950 à 1972, le nombre de crises était le moins élevé sur toute la période. Plus encore, aucune crise bancaire n'a été enregistrée durant les Trente Glorieuses.
Source : Reinhart et Rogoff (2013, p. 4560).

Sous tous ces rapports, le système financier international demeure menacé, demain comme hier, par le spectre des instabilités qui apparemment accompagnent, historiquement, la globalisation financière actuelle, comme celle du XIX^{e} siècle.

Conclusion

Est-ce que la globalisation financière est le fruit d'une volonté politique qui l'a institutionnalisée ou bien est-elle un élément constitutif de l'ordre naturel des choses ?

On l'aura compris à la lecture de ces lignes, la réponse à cette question ne peut être que nuancée. En effet, s'il apparait de notre analyse historique que la globalisation financière actuelle a vu le jour au lendemain de l'effondrement du système de *Bretton Woods*, comme l'avancent Gilles et al. (2010), sa composante économique principale, à savoir l'échange transfrontalier des flux financiers, remonte à l'aube des civilisations. En fait, les périodes d'autarcie financière paraissent plus rares que les périodes d'ouverture dans l'histoire de la finance mondiale, et elles sont le plus souvent liées à des crises, des conflits politiques et des guerres. Autrement dit, si l'on résume la globalisation financière à l'échange transfrontalier, il est opportun de dire qu'il s'agit d'un phénomène naturel, comme le soutiennent Calomiris et Neal (2013), et qu'elle est, en conséquence, difficilement réversible. Par contre, dire que la globalisation financière est le « libre-échange »[11] des flux financiers, c'est dire que c'est une construction politique qui a connu ses premiers développements en Grande-Bretagne, aux Etats-Unis et, depuis, dans le monde dès la première révolution industrielle, s'est enrayée avec les deux guerres mondiales, la Grande Dépression et les Trente Glorieuses, puis s'est hissée au rang de paradigme économique vers les années 1970.

Il apparait que, de l'antiquité, où les flux de capitaux transfrontaliers, mésopotamiens, phéniciens, grecs, carthaginois et romains, étaient, essentiellement, au service d'un commerce de biens et d'esclaves, à l'époque des Etats-nations, dans lesquelles la finance internationale alimentait des projets nationaux de partenariat public-privé ayant souvent un but économico-politique, à l'instar des compagnies des Indes et la banque d'Angleterre, en passant par les cités-Etats européennes et les empires médiévaux, où les premiers banquiers intercontinentaux se sont installés près des comptoirs commerciaux et ont renfloué les dettes publiques et les dépenses du clergé, les échanges financiers dans le monde s'effectuaient sur des marchés in-

[11] Nous empruntons ce terme aux théories classiques du commerce international, pour dire qu'un commerce transfrontalier des flux financiers libre-échangiste est supposé se faire avec le minimum de régulation étatique, tarifaire et non tarifaire, où seul le marché, par la loi de l'offre et de la demande, est capable de garantir les meilleurs produits et prix.

tercontinentaux et interconnectés. Toutefois, ces marchés n'étaient pas toujours régis que par la loi de l'offre et de la demande. Les échanges étaient régulés par des figures, des instances et des organismes publics, étatiques, politiques et/ou religieux, en l'occurrence le sénat, le clergé, le sultan, le monarque, la Cour, l'Etat, le parlement et la Banque Centrale. C'était également le cas de la période des Trente Glorieuses, où ces échanges étaient contrôlés par des institutions étatiques nationales. Or, la globalisation financière actuelle a été basée sur les politiques de déréglementation entreprises dans les années 1980, inspirées par les idées des théoriciens de l'école néolibérale : Friedrich Hayek et Milton Friedman, et la théorie de libéralisation financière, édifiée par Shaw (1973) et McKinnon (1973). Selon Bourguinat (1995), ces politiques de déréglementation ont impliqué la suppression des contraintes réglementaires imposées par les organisations gouvernementales nationales pour contrôler les prix des actifs financiers et des prestations bancaires, telles que la fixation des taux d'intérêt à des niveaux artificiellement bas et la limitation du volume des transactions financières internes et externes à un seuil déterminé par avance, à l'instar de l'imposition des réserves obligatoires ou le plafonnement des opérations de change.

De même, la première globalisation financière des années 1800 était marquée par la suppression du *Bubble Act* de 1720, portant sur la soumission de la constitution des sociétés anonymes à l'obtention d'une charte royale en Grande Bretagne, locomotive de la sphère financière mondiale à l'époque, ainsi que la promulgation des *Brookers Acts* mis en œuvre en 1884 et en 1886. Les *Brookers Acts* ont libéralisé la Bourse des valeurs mobilières anglaise et l'ont livrée au seul pouvoir de ses intervenants privées, les brookers, les grands spéculateurs, les actionnaires, etc., loin de tout encadrement étatique (Belze et Spieser (2007)).

En outre, de l'antiquité à l'époque des Etats-nations, en passant par les cités-Etats européennes et les empires médiévaux, les échanges financiers mondiaux avaient pour principale vocation le financement du commerce lointain et n'étaient donc pas engagés dans un processus court, rapide et direct d'accumulation, sur des places financières internationales interconnectées, comme il est le cas de nos jours. Par ailleurs, les capitaux transfrontaliers servaient, en grande partie, à financer les guerres et les dettes des princes, des empereurs et des rois, ainsi que les dépenses des institutions religieuses, du Sénat et de la Cour. Ils s'investissaient aussi dans des projets de collaboration étatique et privée, à portée géopolitique et militaire, puis en second lieu économique, à l'instar du système de l'*Incantato*, de la compagnie néerlandaise des Indes occidentales et des *Navy Bills*. Au contraire, les IDE, les investissements de portefeuille et les dettes étrangères, principaux flux échangés dans la globalisation financière

contemporaine, ont des fins économiques, d'investissement, de prêt ou/et de spéculation au premier chef. Enfin, un bon nombre d'innovations financières permettait de détourner les contraintes religieuses, chrétiennes et musulmanes, relatives à l'usure et à l'intérêt, dans un esprit qui ne diverge pas de celui des produits et montages financiers contemporains issus de la déréglementation. Néanmoins, l'industrie financière qui fonde la globalisation actuelle n'implique pas souvent une coordination entre l'Etat et les acteurs privés, à l'inverse de ce que nous avons relevé dans la complicité des monarques européens et leurs banquiers, dans les contrats *Juros* et les *Asientos* par exemple. Il en va de même pour le système de l'*Incantato*, présenté par Braudel (1979) comme l'organisme précurseur des Bourses contemporaines, mais que le pilotage par le Sénat vénitien rend intrinsèquement différent d'une Bourse au XXI^{e} siècle, comme la *National Association of Securities Dealers Automated Quotations* (NASDAQ) ou le *New York Stock Exchange* (NYSE), dont les propriétaires ne sont pas les gouvernements nationaux, mais des groupes privés internationaux.

Eu égard à ces points de divergences que notre esquisse de l'histoire de la finance internationale a révélés sur la genèse de la globalisation financière, force est d'avancer que la forme actuelle de cette dernière n'est pas irréversible. Elle pourrait être au moins régulée à travers des politiques et des institutions alternatives. Quelles sont donc ces politiques et ces institutions ?

Pour répondre à cette question, s'agissant des pays en développement, il est indispensable d'étudier d'abord, la réalité de ses effets, d'analyser ses bienfaits et ses méfaits sur la croissance. Mais avant tout, comment définir la globalisation financière, comment la mesurer, quelles en sont les thèses et quels principaux arguments qui leurs sont opposés ?

Chapitre 2 : La globalisation financière : définitions, mesures et thèses

Introduction

Après avoir esquissé la genèse de la globalisation financière dans le cadre du chapitre précédent, nous nous intéressons ici à l'édifice théorique sur lequel elle est fondée. Comme on le sait, les grandes constructions politiques sont toujours issues d'une pensée, qui constitue par conséquent leurs soubassements théoriques, un point de vue que Keynes (1971, p.174) exprime peut-être le mieux en écrivant que : « les idées, justes ou fausses, des philosophes de l'économie et de la politique ont plus d'importance qu'on ne le pense généralement. A vrai dire le monde est presque exclusivement mené par elles. Les hommes d'action qui se croient parfaitement affranchis des influences doctrinales sont d'ordinaire les esclaves de quelque économiste passé. Les illuminés du pouvoir qui se prétendent inspirés par des voies célestes distillent en fait des utopies nées quelques années plus tôt dans le cerveau de quelque écrivailleur de Faculté ». Les idées ici concernées, et qui font partie du mouvement de reconstitution de la pensée libérale auquel sont principalement rattachés les noms de Hayek et de Friedman, ont pour précurseurs Shaw (1973) et McKinnon (1973). Par ailleurs, pour étudier la globalisation financière, il est indispensable de tenter d'établir une définition et une mesure du phénomène susceptibles d'en exprimer le mieux la réalité. Ce chapitre a par conséquent pour objectif de répondre à trois questions principales :

- Qu'est-ce que la globalisation financière ?
- Comment la mesurer à la lumière de sa définition ?
- Quelles sont les thèses relatives à la globalisation financière, en l'occurrence à ses effets sur la croissance, qui ont encouragé à priori les décideurs nationaux et les instances supranationales à la promouvoir dans le monde, notamment dans les pays en développement ?

I. Globalisation financière : définitions et mesures

La généralisation de l'utilisation du terme « globalisation financière » dans les milieux médiatiques et même académiques donne à sa compréhension un air d'évidence. Pourtant, l'usage de plusieurs synonymes présumés à ce terme, en l'occurrence celui de mondialisation financière, est devenu tellement courant aujourd'hui qu'il en découle certain nombre

d'amalgames avec d'autres notions qui lui sont à priori proches. De ce fait, l'appellation « globalisation financière » est employée, aussi bien par les spécialistes que par les non spécialistes pour décrire des phénomènes qui sont parfois si différents dans la réalité que cela finit par donner lieu à de graves malentendus dans la présentation des thèses qui en découlent, surtout que le choix des indicateurs qui servent à mesurer ce phénomène et donc à l'apprécier dépend de la définition qu'on lui attribue.

Dans ce qui suit, nous examinerons plusieurs définitions de la globalisation financière et nous les compareront avec d'autres relatives à des concepts qui lui sont apparemment proches. Ce travail nous servira de base pour proposer une définition du phénomène et présenter, par la suite, les mesures adéquates à sa quantification.

I.1 La globalisation financière : définitions

« Mondialisation financière » est le concept le plus proche de celui de « globalisation financière », si bien que certains auteurs, notamment anglo-saxons, en font de parfaits synonymes. Par conséquent, pour parvenir à donner une définition satisfaisante à la globalisation financière et essayer d'éviter les confusions, il faut commencer par explorer les deux concepts : « mondialisation » et « globalisation », tout en examinant les points qui les distinguent.

I.1.1 La mondialisation

Le terme « mondialisation » tire son origine étymologique du mot latin *mundus*, qui comme l'indique Michaud (2004), a donné naissance au terme « monde ». Le phénomène concerne tout ce qui est à dimension mondiale, c'est-à-dire tout ce qui se passe dans le monde et qui est partagé par les habitants de la planète, qu'il soit d'ordre économique, social, culturel, politique ou technologique. Cette présentation est aussi corroborée par le dictionnaire le Petit Robert, où on peut lire que la mondialisation est « le fait de devenir mondial, de se répandre dans le monde entier »[12].

Ce « tout » mondial est construit par les peuples et partagé mutuellement entre eux grâce à un processus de communication, favorisé par la présence de réseaux de transmission, dont le progrès technique sert le développement et l'efficacité. Dit autrement, la mondialisation peut être perçue comme le processus de partage du progrès réalisé par l'humanité au cours de son histoire (Bouchet (2005)). Sur cette base, Dollfus, Grataloup et Lévy (1999, p.2) notent que « la mondialisation est entendue […] comme le produit de l'ensemble des diffu-

[12]Robert, Debove et Rey (2013, p.1624).

sions, des échanges et communications entre les différentes parties de l'humanité. C'est donc un processus […] qui induit plus de mondial, de ''mondialité'' ».

Par ailleurs, outre cette vision défendue par Lévy (1991), d'aucuns résument la mondialisation à son seul aspect économique. C'est le cas de Senarclens (2003, p.27), qui soutient que « la mondialisation signifie la réalisation à l'échelle planétaire d'une division internationale du travail efficace et créatrice d'emploi », de Soros (2002, p.17), qui la définit comme étant « le développement des marchés financiers mondiaux, la multiplication des sociétés transnationales et leur croissance sur l'économie des Etats », du FMI pour lequel c'est « l'interdépendance économique croissante de l'ensemble des pays du monde, provoquée par l'augmentation du volume et de la variété des transactions transfrontalières de biens et de services, ainsi que des flux internationaux de capitaux, en même temps que par la diffusion accélérée et généralisée de la technologie »[13], et de la Banque Mondiale (BM), qui voit dans la mondialisation « la liberté et la capacité qu'ont les individus et les entreprises d'entamer des transactions économiques volontaires avec les résidents d'autres pays »[14].

Ainsi donc une question mérite d'être posée : est-ce que la mondialisation se réduit aux échanges économiques, financiers et autres, transfrontaliers ?

Il est vrai que de nos jours la mondialisation est essentiellement économique. Toutefois elle ne l'est pas exclusivement, ne l'a pas été, ainsi qu'il ressort de l'étude de la genèse de la globalisation financière, et ne le sera plus peut-être à l'avenir.

Au total, il nous semble plus pertinent de définir la mondialisation comme l'universalisation de la valeur du partage entre les Hommes, une valeur ancrée dans les sociétés depuis l'aube de l'humanité et qui se manifeste par l'échange transfrontalier de tout ce qui relève de la vie des êtres : les biens, les services, les capitaux, les réflexions, etc. Sa complexité, ainsi que son étendue, font qu'elle concerne tous les rapports établis entre les nations à l'échelle planétaire, qu'ils soient économiques, culturels, politiques, écologiques ou technologiques et suppose l'intégration de tous les peuples dans sa dimension plurielle. Ainsi, tel qu'il a été souligné par le prix Nobel Joseph Stiglitz, « en soi, la mondialisation n'est ni bonne ni mauvaise »[15]. Ses effets sur les Hommes dépendent de la nature du système de valeur qu'ils partagent entre eux à travers elle. Métaphoriquement, elle est comme une passerelle dressée entre les nations, sur laquelle on peut faire circuler aussi bien des sabres que des tulipes, selon qu'on veuille faire la guerre ou la paix.

[13] Légé (2003, p.52).
[14] Chanda et Lescourret (2013, p.8).
[15] Stiglitz (2006, p.53).

Qu'en est-il alors de la globalisation ?

I.1.2 La globalisation

La traduction littérale qui a donné naissance au terme « globalisation », concept qui ne date que du siècle dernier contrairement au phénomène plus ancien de la mondialisation, on la doit, en fait, à la plume de Théodore Levitt, dans une publication parue dans la *Harvard Business Revue* en 1983, sous le titre de « *The Globalization of Markets* », littéralement en français « la globalisation des marchés » (Beaud (1999)).

En définissant la globalisation, Michalet (2004, p.9) dit qu'il s'agit de « l'universalisation de l'économie d'entreprise prenant appui sur la globalisation financière, c'est-à-dire la constitution d'un marché mondial des capitaux ». Sous cet angle de vue, la globalisation représente l'idée d'une libre circulation mondiale des biens, des services et, surtout, des capitaux. Elle ne se base pas essentiellement sur l'universalisation de la valeur de partage entre les Hommes, tel que nous l'avons précédemment avancé pour la mondialisation, mais c'est bien dans les valeurs du libre-échange et de la concurrence, soit les valeurs du marché qu'elle se retrouve.

De plus, la résonnance et le retentissement médiatiques du phénomène de la globalisation ont épousé le rythme de l'évolution de l'économie marchande transfrontalière, suite au processus que Bourguinat, Teïletche et Dupuy (2007) nomment la « marchandisation » du monde. Preuve à l'appui, le terme « globalisation » ne s'est pas fait entendre ni durant la crise de 1929, ni pendant la période de l'entre-deux-guerres ni, même, lors de la constitution d'un bloc socialiste. C'est bien à partir des années 1980, lorsque le libéralisme économique a refait surface sur l'échiquier politique mondial, et jusqu'à nos jours qu'il n'a cessé d'être crié sur tous les toits, pour approuver ou dénigrer les valeurs qu'il véhicule.

En somme, ce que l'on peut saisir des différentes définitions de la globalisation, c'est qu'elle reflète un processus exclusivement économique et en l'occurrence financier. Il semble pertinent d'y voir l'une des formes de la mondialisation contemporaine, à savoir sa forme économique basée sur le libre-échange et la concurrence, et ce n'est que dans cette perspective que la globalisation financière parait comme un synonyme partiel de la mondialisation financière. En fait, cette dernière ne se résume pas aux seuls échanges financiers marchands et concurrentiels, mais touche d'autres formes de partage de nature financière.

I.1.3 La globalisation financière

La manifestation économique actuelle de la mondialisation, qu'il est plus avisé d'appeler « globalisation », comme nous l'avons déjà expliqué, se distingue, principalement, par deux aspects. Un aspect réel, relatif aux échanges des biens et services, et un aspect financier, qui concerne la circulation des capitaux entre les pays et le mouvement transfrontalier des firmes qui les portent. Ce deuxième aspect, le plus important pour Michalet (2004), est la globalisation financière.

Bourguinat et al. (2007) expliquent que la « financiarisation » des économies à l'échelle internationale est le noyau dur de la globalisation financière. Les auteurs présentent la « financiarisation » comme « le processus qui, sur la base de la libéralisation des marchés financiers et la sophistication grandissante des techniques, fait pénétrer la finance dans tous les secteurs de la vie économique et tend à lui donner un rôle moteur dans la globalisation ».[16] Formulé ainsi, le message est clair : ce qui fait la globalisation financière aujourd'hui, c'est le fait que l'économie mondiale s'est financiarisée dans son essentiel. En d'autres termes, il s'agit de l'instauration d'un mode de production et d'échange dans lequel la majorité des relations économiques nationales et internationales gravitent autour des flux financiers. Pour Chesnais (2004), ce mode implique que le capital ne se rentabilise au mieux qu'à l'intérieur de la sphère financière, et il a fallu donc que cette dernière soit ouverte à l'échelle domestique et extérieure pour permettre la circulation des capitaux et, par là, la réalisation des surplus.

Dans la pratique, ce mouvement a été initié par les pays développés à travers l'application de la règle des « 3D », terme qui revient à Bourguinat (1995) et qui détermine, selon lui, les trois concepts fondateurs de la globalisation financière, à savoir : le décloisonnement, la désintermédiation et la déréglementation.

En ce qui concerne le décloisonnement, au niveau national, c'est l'abolition, à la fois, de toute séparation entre les différents compartiments du marché financier de court et de long termes, pour n'en faire qu'un seul, et des frontières qui délimitent les métiers de la finance, ce qui, presque, amalgame les fonctions de banquier, d'assureur et d'investisseur, dans une logique de déspécialisation progressive. Au niveau international, le décloisonnement est la promotion de la libre entrée et sortie des flux internationaux de capitaux et des institutions financières domestiques et étrangères d'un pays à un autre. En deux mots, c'est l'ouverture financière. Ce mouvement est à l'origine de la formation du système financier international actuel.

[16] Bourguinat et al (2007, p.43).

La déréglementation implique la suppression des contraintes réglementaires imposées par les organisations gouvernementales nationales pour contrôler les prix des actifs financiers et des prestations bancaires, telles que la fixation des taux d'intérêt à des niveaux artificiellement bas et la limitation du volume des transactions financières internes et externes à un seuil déterminé par avance, à l'instar de l'imposition des réserves obligatoires ou du plafonnement des opérations de change.

Quant à la désintermédiation, troisième composante du processus de globalisation financière, elle permet aux institutions non bancaires d'exercer la fonction de prêteur, réduisant de cette façon-là le rôle des intermédiaires financiers, tout en promouvant une mécanique de marché, dont le principal moteur sont les forces de l'offre et de la demande de capitaux, qui permettent de relier directement les agents à capacité de financement et les agents à besoin de financement. A partir de là, la désintermédiation œuvre à remplacer l'endettement classique, c'est-à-dire la transformation des dépôts en crédits, par l'émission et le placement de titres sur le marché financier, afin de garantir plus de liquidité au sein de l'économie.

L'enchevêtrement des « 3D » aboutit à une double mutation des marchés financiers : horizontale et verticale.

Horizontalement, il y a intégration des compartiments financiers nationaux qui étaient précédemment séparés.

Verticalement, ces compartiments se font de plus en plus connectés aux marchés extérieurs de manière à former un marché intercontinental accessible de jour comme de nuit aux intervenants.

De telles mutations libéralisatrices de la finance ont attisé la concurrence entre les firmes dans le monde, qui se sont forcées à sophistiquer leur offre pour générer des produits financiers de plus en plus compétitifs, à même de dompter l'aversion au risque de leurs clients et de pousser, au même temps, la rentabilité de leurs portefeuilles au maximum. Voilà pourquoi, on ne peut définir la globalisation financière sans évoquer l'innovation financière comme l'un de ses piliers.

Dans un premier temps, au cœur du phénomène de « financiarisation », l'innovation financière a donné naissance à la titrisation, ce qui rend possible aux banques de transformer une créance non encore perçue en prêt, sous forme de titres émis sur les marchés des capitaux et rallonge, *ipso facto*, leurs capacités à générer de la liquidité.

Puis elle a engendré l'avènement des contrats *swaps*, qui permettent d'échanger principalement, des intérêts d'un prêt ou des prix de matières premières variables contre des intérêts ou des prix fixes, ainsi que des taux d'intérêt à moyen et long termes libellés en monnaie na-

tionale ou en devise, des contrats *futures*, qui donnent la possibilité à leur détenteur de s'assurer contre des fluctuations potentielles relatives à un produit, dit sous-jacent (généralement produits agricoles et matières premières), au niveau du prix et des quantités et, aussi, des contrats *options*, établis entre deux parties, un acheteur et un vendeur, et qui confèrent au premier le droit, sans obligation, de vente (*put*) et d'achat (*call*) d'un actif sous-jacent à un prix constant fixé lors de la constitution du contrat (*strike*) sur une période donnée ou pour une date future prédéterminées.

Ensuite, sont apparus les dérivés de crédit (*credit derivative*), dont la fonction est le transfert du risque lié à un crédit d'un acheteur, détenteur d'une créance, à un vendeur de protection, moyennant le paiement d'une prime d'intérêt.

Tous ces produits, ainsi que beaucoup d'autres plus ingénieusement alambiqués, ont fait de la globalisation financière le théâtre des spéculations et de l'éviction des responsabilités. Ils ont encouragé l'instauration d'une nouvelle manière de gérer la finance dans laquelle la tendance est à l'émancipation des créanciers du risque associé à leur droit de remboursement. Ceci fait, par exemple, que le risque relatif à un crédit bancaire contracté à Tokyo pourrait être supporté par une institution non bancaire à New York et a, pour cette raison, poussé plusieurs économistes, à l'instar de Gilles et al. (2010), à décrire la globalisation financière comme une « foire aux risques ».

Mais à ce niveau-là de la réflexion on pourrait soupçonner l'existence d'une contradiction en apparence : comment la finance sophistiquée, qui s'est fixée comme principal objectif la maitrise des incertitudes (instabilité du taux de change, des taux d'intérêt, des prix, …), avec ses divers produits alambiqués, pour attirer le plus de clients et par là même enregistrer d'importants profits, fait, au même temps, de la globalisation financière une « foire aux risques » ?

L'une des réponses à cette question serait de dire qu'il se pourrait que la finance complexe et globalisée arrive à dompter le risque individuel associé à chaque portefeuille d'actif pris à part. En revanche, à l'échelle globale, l'interaction des différents comportements et anticipations des opérateurs engendreraient l'instabilité de tout le système financier, surtout que, individuellement, les intérêts financiers des uns sont en concurrence avec ceux des autres. C'est ce que les financiers qualifient de risque systémique.

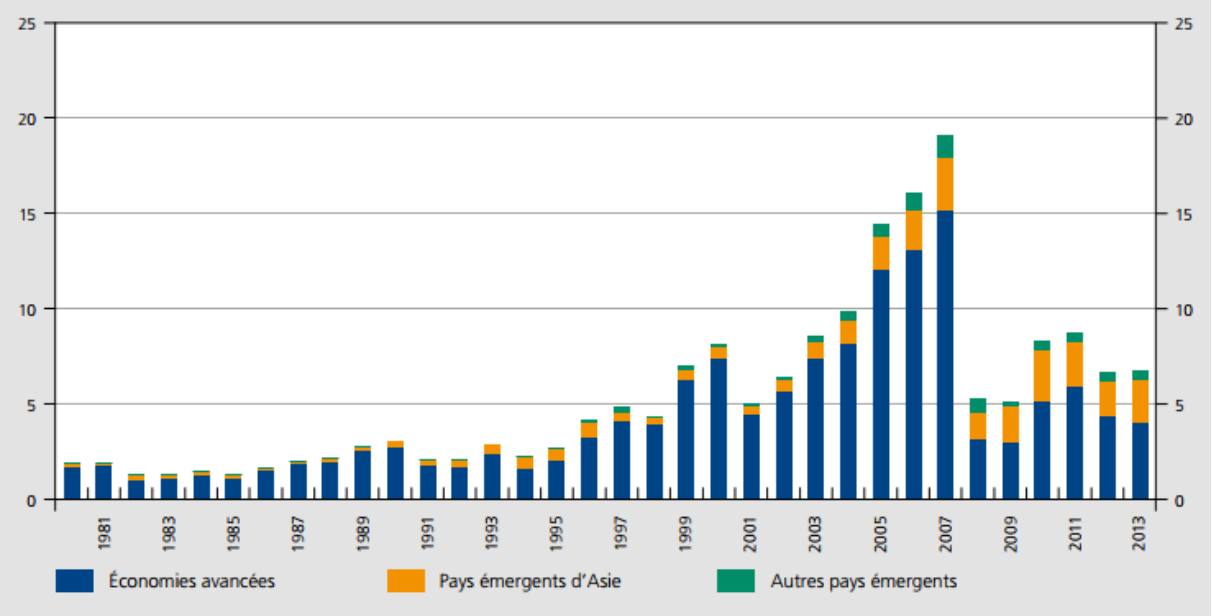
Par ailleurs, dans le texte de la 492^{e} conférence de l'Université de tous les savoirs[17], Hélène Rey avance que la globalisation financière est en général définie dans la littérature par

[17] Voir Michaud (2004).

référence à deux principaux phénomènes : la circulation planétaire des flux de capitaux et l'émergence d'un prix unique des actifs échangés sur le marché financier international.

Il s'ensuit de dire, à l'égard du premier phénomène, que la globalisation financière est l'ensemble des mouvements des flux circulants dans le monde, qui se composent essentiellement, des investissements directs étrangers (IDE), des investissements de portefeuille et des flux de dettes, dont l'ascension durant ces trois dernières décennies témoigne de l'établissement d'une sphère financière interconnectée dans le monde, et que ces mouvements doivent leur développement à la réduction des coûts liés aux transactions financières et le développement des nouvelles technologies de l'information et de la communication. En effet, si la globalisation financière est ce qui permet, aujourd'hui, à un investisseur sud-coréen d'acquérir des bons de trésor brésiliens ou des actifs privés libellés en réal, sans avoir l'obligation de voyager au Brésil pour dresser le bilan de l'état de l'économie nationale, c'est grâce au développement des moyens techniques de diffusion de l'information, notamment internet, qui lui épargne la peine et le coût de se déplacer physiquement pour s'assurer de la pertinence de son investissement. Aussi, force est de souligner que, concomitamment à la diffusion des nouveaux moyens d'information et de communication, la globalisation financière s'est faite, également, par les politiques de libéralisation financière, en l'occurrence l'ouverture du compte capital et l'adhésion à la libre circulation internationale des firmes, pratiquées par les pays développés, puis par les économies les plus émergentes parmi les pays en voie de développement. Néanmoins, bien qu'il apparaisse évident que tout cela a renforcé les courroies financières entre le « Nord » et le « Sud », il faut signaler, en outre, que le degré d'intégration dans ce processus n'est pas le même dans tous les pays, surtout ceux en développement (voir la figure 2.1 ci-dessous). Certains ont choisi, sciemment, de ne souscrire que partiellement à la globalisation financière. D'autres en sont exclus, par manque de compétitivité.

Figure 2.1 Flux bruts internationaux de capitaux par groupe de pays (Sommes des flux entrants et sortants, en pourcentages du PIB mondial)



Note : La figure met en évidence la part léonine des économies avancées dans les échanges internationaux des flux de capitaux et la quasi-exclusion des pays émergents non asiatiques de ces échanges.
Source : Butzen, Deroose et Ide (2014, p.50).

En outre, la deuxième proposition d'Hélène Rey, qui revient à dire que la globalisation financière décrit l'émergence d'un prix unique des actifs échangés sur le marché financier international, peut s'illustrer par l'exemple suivant.

Dans une perspective de libre mouvement des flux financiers dans le monde, supposons que le prix d'un bon de trésor brésilien est plus élevé sur le marché financier de Singapour que sur celui de New York. Pour réaliser un gain d'arbitrage, c'est-à-dire profiter de l'écart entre les deux prix, un cambiste français doit acheter ce titre sur le deuxième marché et le vendre ensuite sur le premier. Cette stratégie sera suivie par ses confrères jusqu'à ce que, par la force de la loi de l'offre et de la demande, il y aura égalité des prix et des quantités offertes et demandées sur les deux marchés. Cependant, pour qu'il y ait gain d'arbitrage, puis émergence d'un prix unique, il faut qu'il y ait une quasi-instantanéité des opérations d'achat et de vente. En fait, si le cambiste français ne vend pas rapidement les bons de trésor achetés à New York, sur le marché de Singapour, le prix de ces derniers va baisser, suite aux opérations de vente entreprises par les autres cambistes, ce qui lui causera des pertes, et il sera « battu par le marché ». En plus, il faut que le coût de toute l'opération d'arbitrage soit significativement inférieur au gain potentiel qui en découlera. Sinon le jeu n'en vaudra pas la chandelle pour le cambiste.

A travers cet exemple, on voit bien que cette deuxième définition de la globalisation financière, n'est que la résultante probable de la première. En effet, ce n'est qu'en raison du progrès technologique et de la facilitation de la circulation des flux financiers entre les pays par l'adoption de mesures libéralisatrices, que les coûts relatifs au commerce des capitaux sont susceptibles de diminuer et que l'arbitrage devient possible. Mais, plus encore, pour qu'il puisse y avoir une convergence des prix des actifs financiers, il faut que la globalisation financière mène à une intégration financière.

La différence entre ces deux notions a été expliquée par Prasad, Rogoff, Wei et Kose, (2003). D'après les auteurs, la globalisation financière est l'ensemble des liens tissés par le va-et-vient des flux financiers entre les pays du monde, alors que l'intégration financière représente le degré de connexion d'une économie donnée à la sphère financière mondiale. Ainsi, comme nous l'avons déjà expliqué, certains pays, bien qu'adhérents à la globalisation financière, ne sont pas néanmoins significativement connectés au système financier international, donc ne sont pas financièrement intégrés. D'autres, *a contrario*, sont plus hostiles à la libre circulation des flux de capitaux et s'y opposent en dressant des barrières sur leur entrée et sortie. Mais, malgré cela, ils sont fortement intégrés à la sphère financière mondiale, et ce, par l'accumulation d'un stock considérable d'actifs financiers étrangers.

Ceci étant, bien que Prasad et al. (2003) expliquent la différence entre la globalisation financière et l'intégration financière, la traduction de leur article en français soulève une confusion courante dans la littérature économique, que nous avons déjà soulignée. La deuxième version de l'article propose le terme « mondialisation financière » comme traduction du terme anglo-saxon « *financial globalization* », alors que, ainsi que nous avons tenté de le démontrer précédemment, la globalisation n'est pas la mondialisation et les deux termes ne se valent pas dans l'absolu. Il semble pertinent d'y voir l'une des formes de la mondialisation contemporaine, à savoir sa forme économique basée sur le libre-échange et la concurrence, et ce n'est que dans cette perspective que la globalisation financière parait comme un synonyme partiel de la mondialisation financière. En fait, cette dernière ne se résume pas aux seuls échanges financiers marchands et concurrentiels, mais touche d'autres formes de partage de nature financière. Quitte à se répéter, si la globalisation financière se définie par les échanges financiers internationaux, marchands et contemporains, la mondialisation financière est de loin plus large en dimension. Elle inclut, d'une part, les échanges de capitaux qui s'effectuent hors du cadre du marché, comme ceux relatifs à l'économie sociale et solidaire, et d'autre part, tous les liens financiers tissées par les peuples du monde tout au long de leur histoire passée et future. Cela-dit, pour rapprocher quelque peu les deux termes, on peut dire que la globalisa-

tion financière est en fait la mondialisation financière actuelle. Le terme « actuelle » est très important à mentionner. En effet, son omission risque de conduire à l'aberrante illusion que l'unique forme que les échanges financiers ont pu et pourraient prendre est concurrentielle et « libre-échangiste ».

De l'ensemble de ces considérations, il ressort que, la définition de la globalisation financière devrait en principe s'articuler autour de cinq axes :

- Les « 3D »
- La libéralisation financière
- Le progrès technologique
- L'interconnexion des économies par les flux de capitaux qui formerait le marché unique
- L'innovation et le risque

Cependant, outre la confusion entre les termes globalisation financière, intégration financière et mondialisation financière, peu d'essais de définition sont parvenus à cerner la globalisation financière dans sa dimension entière.

Prasad et al. (2003, p.8) soutiennent, qu'il s'agit d'« un concept global qui fait référence à l'interconnexion croissante du monde qu'opèrent les flux financiers internationaux ». Ici, ce que ces auteurs ont négligé, c'est de dire le pourquoi et le comment de cette interconnexion entre les économies du monde, ce qui rend leur propos relativement abstrait.

En plus clair, Bourguinat (1999, p. 37) explique l'aboutissement des différentes liaisons entre les flux financiers internationaux, en avançant que la globalisation financière est « un processus de plus en plus poussé de mise en commun des marchés de capitaux qui conduit à un marché financier mondial en voie d'unification croissante ». De même pour De La Rochefoucauld (2007, p.265), pour qui la globalisation financière est

> « la mise en place d'un marché unifié de l'argent, au niveau planétaire. [Ce qui] signifie que les entreprises multinationales industrielles et financières peuvent emprunter ou placer de l'argent sans limite, où elles le souhaitent, quand elles le souhaitent, en utilisant tous les instruments financiers existants ».

Mais ces définitions omettent le fait que pour que le marché financier unifié soit vraiment mondial, il faut qu'il y ait intégration financière, qui n'est pas toujours une résultante évidente de la globalisation financière.

Boyer, Dehove et Plihon (2004) écrivent que, il est question d'

> « un processus de démantèlement de toute forme de contrôle réglementaire quantitatif ou qualitatif à caractère restrictif imposé par l'Etat sur les structures institution-

nelles, les instruments et les activités des agents sur différents segments du secteur financier, non seulement au niveau interne, mais aussi à l'échelle internationale »[18].

Au niveau interne, la libéralisation financière est un ensemble de réformes appliquées au système financier national pour assouplir son fonctionnement, ce qui veut dire l'assujettir, au mieux, à la loi du marché. Les mesures adoptées sont généralement la suppression du rationnement du crédit, du plafonnement des taux d'intérêt, de la fixation des réserves obligatoires et de toute pratique qui entrave le libre accès des opérateurs nationaux au marché local, conjuguées à une privatisation des institutions financières nationales (Williamson et Mahar (1998)).

Pour ce qui est des mesures relatives à la libéralisation financière externe, Leite et Sundararajan (1990) indiquent que ce sont celles qui visent l'ouverture des marchés financiers nationaux aux flux financiers internationaux, la suppression des contrôles des changes et l'élimination des obstacles à l'entrée sur des banques étrangères. Autrement dit, pour instaurer une libéralisation financière externe, dite aussi ouverture financière, il faut :

- permettre l'installation d'activités bancaires étrangères sur le territoire national ;
- ouvrir le marché financier domestique, ce qui revient à abolir les restrictions qui n'autorisent pas la détention de titres étrangers par les nationaux et les titres nationaux par les étrangers et éliminer toutes les entraves au rapatriement du capital, ainsi que les rémunérations qui en résultent en intérêt et en dividendes ;
- et, finalement, libérer le compte financier de la balance des paiements, pour donner lieu à une libre entrée et sortie aux IDE, aux investissements de portefeuille et aux flux de dettes extérieures, par les circuits officiels.

Ce double mouvement, interne et externe, de libéralisation financière est issu, en fait, de la mise en pratique de la règle des «3D », notamment la déréglementation (Gilles et al. (2010)). A son tour, cette dernière promeut la sophistication de la finance et, par ricochet, attise les risques à l'intérieur de la sphère financière internationale, d'où le tandem « sophistication ou innovation-risque », qui caractérise la globalisation financière. D'après Chesnais (1996, p.10), toute cette mécanique cause des

> « "chocs" sur les marchés financiers, entraînant des changements imprévus dans les prix et les volumes sur les marchés de crédit ou d'actifs, qui conduisent à des dangers de faillite de firmes financières, lesquels menacent à leur tour de s'étendre de façon à disloquer les mécanismes de paiement, ainsi que la capacité du système financier à allouer du capital ».

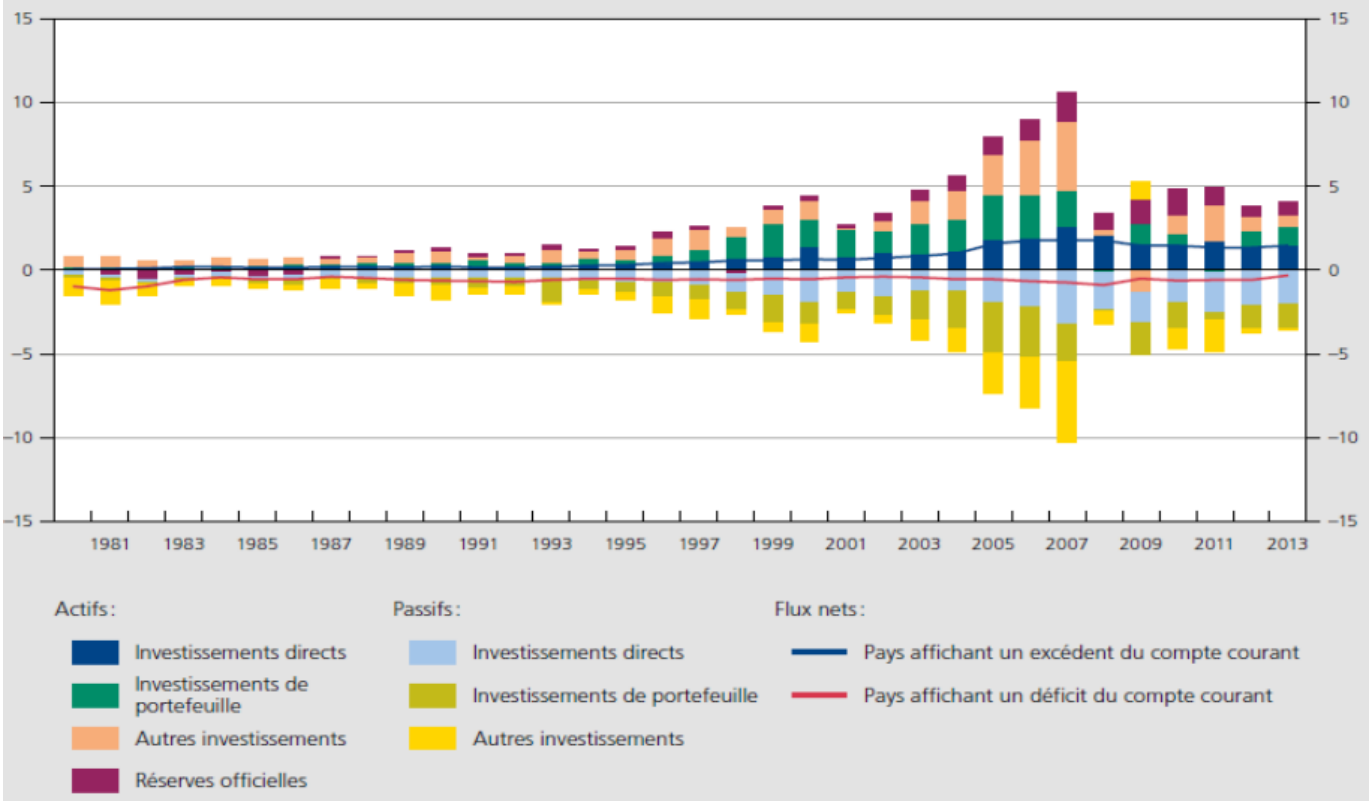
[18] Ben Gamra et Plihon (2007, p.9).

Enfin, sous ces rapports, nous pouvons définir la globalisation financière comme la manifestation actuelle de la mondialisation financière, fille des nouvelles technologies de l'information et de la communication, qui ont permis l'expansion de l'innovation financière et, par là, le développement d'une économie internationale financiarisée, aussi ingénieuse que risquée. D'un point de vue politique, elle découle des mesures de libéralisation financière interne et externe, entreprises dans une démarche de décloisonnement, déréglementation et désintermédiation des systèmes financiers domestiques. Cette démarche vise l'intégration financière des économies libéralisées dans un marché de capitaux mondial unifié. Dans les faits[19], la globalisation financière est une toile tissée par les mouvements internationaux de trois principaux flux de capitaux échangés dans le monde, à savoir les investissements directs étrangers, les investissements de portefeuille et les dettes étrangères (voir la figure 2.2 ci-dessous). Plus une économie est ouverte à la libre circulation de ces trois flux, plus elle est considérée comme financièrement globalisée[20].

[19] C'est cette dimension qui nous intéresse principalement dans cette thèse, puisqu'elle reflète l'essentiel de la réalité macroéconomique de la globaliation financière.

[20] C'est sous ce rapport que nous employons le terme « ouverture financière » comme synonyme du terme « globalisation financière ».

Figure 2.2 Flux mondiaux bruts et nets transfrontaliers en % du PIB mondial



Note : La figure met en évidence la part léonine des investissements directs étrangers (en bleu), des investissements de portefeuille (en vert) et des dettes extérieures, incluses dans les « autres investissements » (en jaune), dans la composition des flux de capitaux échangés à l'échelle internationale.
Source : Berthaud (2015, p.9).

La globalisation financière ainsi définie et distinguée des notions qui lui ont été rapprochées, il convient, dans ce qui suit, d'examiner les indicateurs adéquats à sa quantification.

I.2 Les mesures de la globalisation financière

L'intérêt que portent les économistes à l'étude de l'impact de la globalisation financière sur le développement économique les a poussés à s'interroger sur la mesure la plus adéquate qu'ils pourraient utiliser pour cerner ce phénomène dans son essentiel. Avec l'adhésion croissante des nations durant ces dernières décennies au mouvement international de libéralisation financière et le débat que ceci a provoqué sur le bienfondé d'un tel processus du point de vue du bien-être collectif, des travaux académiques ont présenté une multitude de mesures susceptibles de rendre compte des éléments constitutifs de la globalisation financière, notamment l'ouverture du compte capital et du compte courant de la balance des paiements.

Chacune de ces mesures diffère de l'autre en fonction de l'élément spécifique du processus global qu'elle tente de décrire et duquel dépend sa définition et sa construction. Par conséquent, les mesures de la globalisation financière ne convergent pas toujours et il in-

combe, de ce fait, à leur utilisateur de définir avec précision quelle facette du phénomène il désire étudier, pour éviter des confusions conceptuelles qui pourraient se transformer en biais empiriques déformateurs de la réalité. Aussi, le choix des indicateurs dépend des avantages et des inconvénients que chacun d'eux représente, en l'occurrence en termes de couverture spatio-temporelle de l'information et de la fiabilité de sa provenance.

Dans la littérature économique, les indicateurs de la globalisation financière sont généralement classés en deux grandes catégories : les mesures *de jure* et les mesures *de facto* (Prasad et al. (2003) ; Kose, Prasad, Rogoff, Wei (2006 ; 2009) ; Quinn et al. (2011)). Mais si cette distinction aide à classer ces mesures, elle n'assure pas toujours leur convergence intra-classe. En effet, plusieurs mesures *de jure* ne convergent pas, non seulement avec les mesures *de facto*, mais aussi entre elles. Par conséquent, pour bien étudier les mesures de la globalisation financière, il est indispensable de comparer ces deux grandes catégories d'indicateurs et d'examiner leur degré d'homogénéité.

I.2.1 Les mesures *de jure*

Dans une approche *de jure*, rendre compte du phénomène de la globalisation financière à l'échelle d'un pays donné revient à mesurer l'étendue de sa libéralisation financière externe. Ceci passe, principalement, par une analyse des restrictions pratiquées par le gouvernement sur la circulation des flux de capitaux, qui peuvent prendre diverses formes : des restrictions sur les quantités, les prix, les flux entrants, les flux sortants, les titres financiers étrangers, etc.

Le FMI est le principal organisme mondial qui centralise et diffuse ces informations à l'échelle planétaire. Depuis 1950, il dresse chaque année un bilan des entraves à la libre circulation des flux financiers dans ses pays membres, parmi une liste de soixante typologies de contrôle de capitaux qu'il identifie dans son « Rapport Annuel sur les Régimes et les Restrictions de Change »[21] (L'AREAER).

La plupart des mesures *de jure* de la globalisation financière sont issues de ce rapport, ce qui témoigne de l'ampleur de l'implication du FMI dans le processus de globalisation.

L'ensemble des restrictions officielles en vigueur imposées essentiellement sur le compte capital et le compte courant qui sont recensées dans l'AREAER ont été publiées, en premier temps, en 1950, sous forme de textes et elles étaient disponibles pour les agents économiques résidents et non-résidents. Puis après, de 1967 à 1996, l'AREAER a inclut un tableau[22] qui résume les caractéristiques des régimes de change et des restrictions imposées sur

[21] Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions.
[22] Summary Features of Exchange and Trade Systems in Member Countries.

le capital uniquement aux résidents. L'absence et la présence d'entraves légales aux transactions financières y étaient marquées par deux signes distincts.

C'est à partir de ces données-là que les chercheurs ont commencé à construire des indicateurs aptes, a priori, à renseigner sur le phénomène de la globalisation financière. L'un des premiers indicateurs construits est la variable binaire du FMI, qui s'est basée, précisément, sur le tableau publié depuis 1967. La variable binaire prend la valeur « 1 » s'il y a présence d'obstacles au mouvement du capital et « 0 » si ce dernier circule librement. Une panoplie d'études faites dans les années 1990, à l'instar de celles d'Epstein et Schor (2003), Alesina, Grilli, Milesi-Ferretti, Leiderman et Razin (1994), Razin et Rose (1994), Grilli et Milesi-Ferretti (1995) et Leblang (1997), a fait usage de cette variable pour indiquer l'existence ou non de contrôle sur les flux de capitaux dans plusieurs échantillons de pays.

Plus tard, pour donner plus d'informations aux chercheurs, une extension de la variable binaire du FMI a vu le jour : c'est la variable SHARE. Celle-ci n'est, en fait, que la simple addition des valeurs prises par la variable binaire sur une période donnée. Par exemple, si la variable binaire du FMI a comme valeur « 1 » sur cinq ans au Brésil entre 2000 et 2009 et « 0 » pour les cinq années restantes, la variable SHARE sera égale à « 5 ». Ceci indique cinq ans d'ouverture financière contre cinq ans de contrôle des flux de capitaux dans au Brésil.

Cependant, nonobstant le fait qu'elle a été utilisée dans de nombreux travaux (Grilli et Milesi-Ferretti (1995) ; Rodrik (1998) ; Klein (2003) ; Edison, Klein, Ricci et Sløk (2004) ; Klein et Olivei (2008)), la variable SHARE porte une grave insuffisance. En effet, elle ne renseigne pas sur la chronologie des années de libéralisation. Pour reprendre notre exemple sur l'économie brésilienne, rien ne peut indiquer si la déréglementation s'est opérée au début, au milieu ou/et à la fin de la décennie 2000-2009.

En gros, le problème avec ces deux mesures, la variable binaire du FMI et SHARE, qui représentent la première génération des mesures *de jure* de la globalisation financière, est tridimensionnel.

Primo, elles ne renseignent pas sur l'intensité des restrictions mises en place pour limiter les transactions financières. En fait, elles risquent d'attribuer le même score à un pays qui a une ouverture financière partielle, voire faible, et un autre qui autorise une quasi-parfaite circulation des flux financiers extérieurs dans son économie, ce qui est loin d'être équivalent. Sur ce sujet, Edwards (2007) a fait remarquer que la variable binaire et la variable SHARE ont mis le Chili, le Mexique et le Brésil sur un pied d'égalité en matière d'ouverture financière entre 1992 et 1994, alors qu'en vérité, d'après les déclarations de leurs gouvernements

respectifs, le Mexique se dotait d'un compte capital plutôt ouvert, le Brésil a contrôlé la circulation des flux de capitaux extérieurs et le Chili n'a imposé de restrictions que sur les flux de capitaux de court terme.

Secundo, les deux indicateurs ne s'intéressent qu'aux opérations réalisées par les agents économiques résidents et négligent, ainsi, toutes les transactions effectuées par les non-résidents.

Tertio, le tableau figurant dans l'AREAER, qui est la base informationnelle sur laquelle sont établies les deux variables, ne retrace les politiques financières extérieures des membres du FMI qu'à partir de l'année 1966, ce qui limite les indicateurs qui en découlent dans le temps et dans l'espace.

A l'égard de ces trois imperfections, Voth (2003) estime que la variable binaire et SHARE sont des indicateurs tellement simples qu'ils manquent de la subtilité requise pour rendre compte de la réalité de l'impact du phénomène de la globalisation financière sur la croissance économique.

Par ailleurs, depuis l'année 1997, le FMI a commencé à publier une version plus sophistiquée de l'AREAER, en remplaçant le tableau qui centralise les caractéristiques des régimes de change et des restrictions appliquées sur le capital aux résidents par un autre, qui fournit plus de détails sur le type des opérations financières, les obstacles qui leurs sont imposées, le sens de leurs mouvements et le statut des agents qui les mènent. Ce raffinement a promu l'avènement d'une deuxième génération de mesures *de jure* de la globalisation financière.

Ainsi, Johnston et Tamirisa (1998) et Tamirisa (1999) se sont appuyés sur les nouvelles données du tableau pour calculer la somme des variables binaires pour 13 sous-catégories de flux de capitaux dans 40 pays en 1996. Ensuite, par extension à leur travail, Miniane (2004) s'est intéressé à la moyenne de ces variables binaires pour mesurer la globalisation financière dans 38 pays entre 1983 et 2000. Cependant, Miniane (2004) et ses prédécesseurs n'ont pas pu distinguer les restrictions appliquées sur les flux de capitaux entrants de celles imposées sur les flux sortants.

Après les travaux de Johnston et Tamirisa (1998), Tamirisa (1999), Miniane (2004) et Mody et Murshid (2005) ont construit ce qu'ils ont nommé l'Indice de l'Intégration Financière, à partir d'une moyenne arithmétique des valeurs de la variable binaire du FMI concernant des restrictions appliquées sur quatre types d'opérations financières.

Ensuite, Schindler (2009) a édifié une autre mesure de l'ouverture financière (KA) plus large qui tient compte des opérations effectuées par les non-résidents, pour un ensemble de 91 pays entre 1995 et 2005.

En outre, en utilisant également la variable binaire du FMI, Chinn et Ito (2002 ; 2006 ; 2007 ; 2008) ont bâti un indice qui mesure quatre types d'entraves à l'ouverture financière, déjà spécifiées par Mody et Murshid (2005), à savoir la pratique d'une multitude de taux de change discriminants, le contrôle du compte capital et du compte courant, ainsi que la réglementation et la délimitation des opérations financières liées à l'activité d'exportation. Cet indice, dit KAOPEN, a gagné en information avec l'enrichissement des données fournies par le FMI après 1996.

Dans la construction de KAOPEN, Chinn et Ito (2002 ; 2006 ; 2007 ; 2008a) ont, tout d'abord, inversé la valeur de la variable binaire du FMI (1 = restriction inexistante, 0 = restriction existante), pour axer sur l'information relative à la libéralisation plutôt que sur celle afférente au contrôle des flux financiers. Par la suite, ils ont calculé la moyenne de la variable SHARE sur cinq ans pour les opérations relatives au compte capital. En fin de compte, c'est la moyenne arithmétique des trois scores restants, à savoir ceux qui sont attribués aux restrictions sur le taux de change, le compte courant et les opérations financières liées à l'exportation, qu'ils ont additionnée avec la moyenne SHARE pour former la variable KAOPEN. Plus la valeur de cette dernière est élevée, plus le degré d'ouverture financière est important.

Pour tous ces indicateurs de la globalisation financière, qui se basent sur la variable binaire du FMI, trois critiques peuvent être identifiées quant à leur pertinence, et qui sont plus exactement rattachées aux imperfections figurant dans l'AREAER, principale source de ces mesures.

La première défaillance que l'on reproche à l'AREAER, c'est celle de ne pas inclure dans ses deux versions (avant et après 1997) une méthodologie explicite et détaillée sur le calcul de la variable binaire, bien que le FMI, éditeur de ce rapport, prétend à la nécessité de la transparence informationnelle entre ses membres. Ceci est d'autant plus problématique que les déclarations des gouvernements des pays membres peuvent ne pas correspondre à la pratique, pour des considérations d'enjeux politiques par exemple, et il peut en être de même pour les jugements des économistes du FMI.

Le deuxième reproche est que les données incluses dans l'AREAER avant et après 1997 ne sont pas exactement les mêmes à cause de la subdivision des catégories des flux financiers,

ce qui fait que les valeurs d'un même indicateur provenant de cette base de données ne sont pas toutes comparables dans le temps. A titre d'exemple, des changements tellement radicaux qu'on peut les assimiler carrément à des cassures dans la valeur de la variable KAOPEN entre les deux années 1995 et 1996 ont été enregistrées dans le cas d'un bon nombre de pays, notamment au Pérou et aux Philippines, sans que ces pays n'aient de politique de libéralisation financière sur la période.

Troisièmement, on reproche aussi aux données extraites de l'AREAER de manquer d'harmonisation temporelle. En principe, la collecte des données financières se fait le 31 décembre de chaque année pour tous les pays membres du FMI. Or, dans la pratique, certains pays divulguent les informations relatives à leur système financier au FMI après cette date. C'était le cas, par exemple, des Etats-Unis, du Mexique et de l'Australie, dont les données financières pour l'année 2007 ont été collectées respectivement aux mois de mai, juin et juillet de l'année 2008, alors qu'elles auraient dû être regroupées avec les données des autres pays membres au 31 décembre 2007.

Eu égard à toutes ces insuffisances et afin d'échapper aux limites de la variable binaire du FMI et de ses extensions, Quinn (1997) a élaboré ses propres mesures de la globalisation financière à partir non pas du tableau de l'AREAER, mais des textes descriptifs qui figurent dans le rapport.

Les mesures Quinn sont au nombre de deux : un indicateur de l'ouverture du compte capital et un indicateur de l'ouverture du compte courant. Elles s'appliquent aux opérations financières effectuées, à la fois, par les agents économiques résidents et non-résidents. Outre le fait qu'elles donnent une idée sur la présence ou l'absence d'obstacles à la libre circulation des flux de capitaux, les deux variables ont ainsi l'avantage d'informer, aussi, sur l'acuité de ces obstacles et d'être disponibles pour 122 pays depuis 1949, puisque les données relatives à cette date sont rapportées textuellement dans la première publication de l'AREAER, parue en 1950.

Remise à l'échelle de 100, pour un souci de simplification, plus la valeur des variables Quinn est élevée plus cela indique que le compte courant et le compte capital sont dérégulés.

Ceci dit, ce que l'on peut reprocher le plus aux variables Quinn, c'est le biais de subjectivité qu'elles risquent de contenir, parce que, finalement, ce n'est qu'à la seule « jurisprudence » de leur auteur qu'on doit les valeurs qu'elles prennent.

Plus récemment, en ne se référant ni à la variable binaire du FMI, ni même à l'AREAER, Bekaert, Harvey, Lundblad (2005) ont fondé un indicateur de libéralisation du

marché boursier à partir de leur propre base de données construite pour 95 pays. Leur indicateur prend la valeur de « 1 » si le marché boursier est ouvert et « 0 » s'il est fermé. Le critère de classification sur lequel ces auteurs se sont basés est la date de la libéralisation officielle du marché des valeurs mobilières. En effet, à partir de cette date, les investisseurs domestiques peuvent acquérir des titres étrangers en accédant aux marchés boursiers internationaux et, symétriquement, les investisseurs étrangers ont la possibilité de posséder des titres relatifs à des entreprises nationales, ce qui reflète l'un des aspects de la globalisation financière.

Pareillement, Kaminsky et Schmukler (2008) ont conçu une mesure qualitative de la libéralisation du marché boursier, du système financier domestique et du compte capital, pour 28 pays de l'OCDE et de l'Amérique Latine entre 1973 et 2005, qui s'appuie sur les changements annuels de la politique macro-financière dans ces pays. Elle indique trois cas de figure : une libéralisation complète, une libéralisation partielle et une répression.

Dans leur ensemble, qu'elles soient issues de l'AREAER ou pas, les mesures *de jure* de la globalisation financière présentent une grande carence informationnelle.

En effet, puisqu'elles ne sont que le reflet des politiques financières extérieures mises en place par les gouvernements, elles peuvent ne pas éclairer les chercheurs sur la réalité de la globalisation financière dans les pays qu'ils étudient, en l'occurrence lorsque l'existence des lois et des mesures ne signifie pas leur application, notamment dans le cas d'une faible gouvernance et une mauvaise qualité des institutions ou/et avec l'importance du secteur informel. Dans ce sens, Edwards (2007) a noté que dans un certain nombre de pays, le volume des flux financiers étrangers qui circulaient est de loin supérieur aux quotas imposés par les autorités publiques. Ajoutée aux imperfections des bases de données à partir desquelles les mesures *de jure* sont édifiées, cette insuffisance a poussé beaucoup d'économistes à concevoir d'autres indicateurs, qui représentent des mesures *de facto* de la globalisation financière.

I.2.2 Les mesures *de facto*

Feldstein et Horioka (1980) sont parmi les premiers chercheurs qui ont utilisé les mesures *de facto* de la globalisation financière. Ils ont considéré le degré de corrélation entre le niveau d'épargne domestique et l'investissement dans les pays de l'OCDE, comme indicateur de ce phénomène. Selon leur approche, une forte corrélation signifie que l'investissement est financé plus par des fonds intérieurs que par une épargne extérieure, tandis que, réciproquement, une faible corrélation entre ces deux grandeurs suppose un recours intense aux flux de

capitaux étrangers pour alimenter les projets nationaux, ce qui est une caractéristique centrale des économies financièrement globalisées.

Quinn et Jacobson (1989) et Dooley, Mathieson, et Rojas-Suarez (1997) se sont attachés à l'observation du différentiel des taux d'intérêt domestiques et étrangers pour mesurer la globalisation financière, ce qui a aussi été tenté, ultérieurement, pour le prix des actifs financiers par Levy-Yeyati, Schmukler et Van Horen (2009). En effet, la convergence du niveau des taux d'intérêt et des prix des actifs domestiques au niveau des taux et des prix internationaux est un synonyme d'une importante implication dans le phénomène de la globalisation financière, d'après ces auteurs. Plus spécifiquement, cela témoigne d'une forte intégration à la sphère financière mondiale (Karolyi et Stulz (2003)).

Toujours dans le cadre des mesures *de facto*, Bekaert (1995), ainsi qu'Edison et Warnock (2003) ont calculé la part des titres financiers domestiques détenus par des étrangers. Quant à Kose et al. (2006 ; 2009), ils encouragent l'utilisation du volume des flux de capitaux bruts, car, selon eux, il décrit au mieux le degré de globalisation financière d'un pays, et ce, en prenant en considération aussi bien les flux entrants que sortants, ce qui n'est pas le cas lorsqu'on se base sur les flux nets. Les auteurs ajoutent également que le ratio du volume des flux de capitaux bruts sur le PIB est un indicateur convenable de la globalisation financière, à l'image de l'usuel ratio d'ouverture commerciale (la somme des importations et des exportations sur le PIB), mais qu'il est encore plus pertinent de remplacer les flux de capitaux par les stocks puisque les deuxièmes sont à la fois moins volatiles et plus faciles à comptabiliser que les premiers.

A travers cette recommandation, Kose et al. (2009) font l'éloge de l'indicateur de Lane et Milesi-Ferretti (2007). Ce dernier représente le ratio du total des actifs et des passifs financiers étrangers, en IDE et investissements de portefeuille, sur le PIB. Pour Lane et Milesi-Ferretti (2007), l'importance de la part des stocks extérieurs de capitaux dans le PIB d'un pays donné est une preuve de sa forte globalisation financière.

En outre, les mesures de la globalisation financière *de facto*, en l'occurrence celles qui sont exprimées en fonction des flux ou des stocks de capitaux étrangers, risquent de ne pas traduire avec exactitude les efforts gouvernementaux engagés dans des politiques de libéralisation financière. Par exemple, selon Montiel (1994), une forte ouverture financière engendre, en principe, une stabilisation des prix des actifs financiers nationaux à un niveau proche des prix mondiaux, ce qui est une preuve d'une bonne intégration financière, mais tend, au même temps, à réduire significativement le mouvement des flux de capitaux étrangers, étant donné que cela réduit les possibilités d'arbitrage, d'où une illusion d'une faible globalisation finan-

cière. D'un autre côté, la théorie du commerce international met en avant le fait que de nombreuses firmes choisissent d'investir dans des économies où le système financier est caractérisé par la présence de restrictions sur les flux étrangers, car cela présentera pour elles un avantage concurrentiel sous la forme d'une barrière à l'entrée des nouveaux rivaux sur le marché. Montiel (1994) souligne aussi qu'il existe beaucoup d'autres stimulus et obstacles aux mouvements des flux de capitaux étrangers, outre la nature des politiques de libéralisation financière pratiquées par les Etats. Preuve à l'appui, entre 1994 et 2004, la France, l'Allemagne, les Pays-Bas et bien d'autres pays industrialisés n'ont pas changé d'une manière significative leur politique d'ouverture financière et pourtant la valeur de l'indicateur de Lane et Milesi-Ferretti (2007) dans la majorité de ces pays est passée en moyenne de 100% à 300% sur la période.

I.2.3 Les mesures *de jure* versus les mesures *de facto*

A l'égard des différences conceptuelles qui distinguent les mesures *de jure* et les mesures *de facto* de la globalisation financière, Quinn et al. (2011) ont tenté de vérifier le degré de convergence d'un ensemble de ces indicateurs empiriquement. Leur étude s'est faite sur deux niveaux : une analyse descriptive des points de divergences aberrants entre les indicateurs, puis un examen statistique de leur degré de corrélation.

En ce qui relève des cas de divergences aberrants entre les mesures, l'exemple du Royaume-Uni et des Etats-Unis présenté par Quinn et al. (2011) est riche d'enseignement.

D'après l'AREAER, le Royaume-Uni a appliqué en 2004 des restrictions sur les IDE et ce, suite à l'annonce du secrétaire d'Etat du commerce et de l'industrie qui a déclaré explicitement que tout investissement étranger qui ne servira pas les intérêts du Royaume-Unis sera bloqué. Cependant, en se référant à la valeur de la variable KAOPEN et la variable Quinn, le pays a été considéré comme totalement ouvert aux flux de capitaux, sachant que la variable KAOPEN dépend dans sa construction de la variable binaire du FMI, elle-même dépendante des données fournies par l'AREAER.

L'une des explications de cette incohérence est qu'en réalité, bien que le gouvernement ait déclaré un contrôle des flux d'IDE en 2004, il ne l'a pas appliqué pour autant.

D'autre part, aux Etats-Unis, l'AREAER a mis en évidence qu'il n'existe que quelques restrictions infimes sur les flux de capitaux en 2004 et que, par conséquent, l'économie américaine est totalement libéralisée financièrement, ce que les variables KAOPEN et Quinn ont confirmé aussi. Pour la même année, l'indicateur de Lane et Milesi-Ferretti a classé les Etats-Unis à la 55^{e} place sur un total de 145 pays en termes d'ouverture financière. Ici, la non correspondance entre les variables KAOPEN et Quinn, d'un côté, et l'indicateur de Lane et Mile-

si-Ferretti, de l'autre, est facilement compréhensible, puisque les deux premières variables concernent la mise en pratique des politiques de libéralisation financière externe alors que la deuxième est une mesure de la globalisation financière. De plus, il faut dire que le volume considérable du PIB américain a tendance à amoindrir le poids du stock de capitaux étrangers détenu par le pays, dans le ratio de Lane et Milesi-Ferretti.

En outre, l'étude de corrélation qu'ont menée Quinn et al. (2011) sur les différentes mesures de la globalisation financière sur l'ensemble des pays inclus dans les bases de données relatives à chaque indicateur entre 1966 et 2007 a mis à la lumière du jour les informations suivantes.

Sur toute la période de l'étude, la corrélation entre tous les indicateurs, pris en niveau, est significative. Elle est forte entre les mesures *de jure*, KA, KAOPEN et Quinn (intra-*jure*) et faible entre celles-ci et la mesure *de facto* de Lane et Milesi-Ferretti.

En différence, les mesures *de jure* issues de l'AREAER restent significativement corrélées entre elles, mais à des ordres de grandeur moindres. Par contre, elles sont significativement moins corrélées avec les indicateurs Quinn et Lane et Milesi-Ferretti.

Quinn et al. (2011) estiment que le passage à l'examen des variables en différence est important, vu que de nombreux chercheurs qui utilisent les mesures de la globalisation financière procèdent à des investigations empiriques en panel, en plus des problèmes de stationnarité qu'ils peuvent rencontrer en manipulant des séries temporelles et auxquels il faut remédier par la différentiation des variables.

Ainsi donc, face à l'hétérogénéité relative des mesures de la globalisation financière, surtout lorsqu'elles sont exprimées en différence, une question se pose : quel indicateur choisir ?

Cette question, bien qu'elle soit simple en apparence, n'admet pas une réponse directe probante et qui fasse l'unanimité parmi les économistes, même si Quinn et al. (2011) recommandent l'utilisation d'une batterie de mesures à la fois *de jure* et *de facto* plutôt qu'un seul indicateur dans les investigations. Cela exige donc de remplacer cette interrogation par une autre peut-être plus perspicace, à savoir celle d'identifier l'indicateur le plus utile aux objectifs de l'étude que le chercheur voudrait atteindre, étant donné que, en définitif, à des nuances près, chaque indicateur reflète l'une des facettes de la globalisation financière tout en négligeant les autres.

Par exemple, la variable KAOPEN fournit plus d'informations sur l'aspect global du processus de libéralisation financière appliqué par un pays, contrairement à la variable Quinn,

qui se concentre principalement sur le degré de déréglementation du compte capital et du compte courant. La mesure KA renseigne sur les restrictions imposées sur les opérations financières détaillées. Elle est, en conséquence, plus utile à un chercheur qui étudie la libéralisation des flux de capitaux par sous-catégorie. Quant à l'indicateur *de facto* de Lane et Milesi-Ferretti, il n'est pas vraiment intéressant de se baser sur lui si l'objet de l'étude se rattache essentiellement au volet institutionnel de la globalisation financière, c'est-à-dire, l'ensemble des mesures appliquées par le gouvernement à la sphère financière *stricto sensu*. En effet, il ne faut pas perdre de vue le fait que cet indicateur porte un regard positif, et non normatif comme la majorité des mesures *de jure*, sur le phénomène de la globalisation financière et qu'il reflète le résultat, et non l'existence ou l'application, de toutes les politiques publiques, y compris celles relatives à la libéralisation financière externe, qui influencent de près ou de loin la circulation des flux de capitaux.

Eu égard à toutes ces caractéristiques, Kose et al (2009, p.14) ont souligné qu'il est plus souhaitable de faire usage de l'indicateur de Lane et Milesi-Ferretti, lorsqu'il faut examiner les effets du phénomène de la globalisation financière dans la réalité de ses répercussions économiques, parce que, d'après ces auteurs, « le plus important ce n'est pas l'adhésion, ou pas, des économies au processus d'ouverture financière sur papier, mais plutôt leur degré de globalisation financière dans la pratique »[23].

De plus, d'après Baltagi, Demetriades et Law (2009), puisque les choix politiques, à l'instar de la libéralisation financière externe, sont souvent intimement corrélés avec les agrégats macroéconomiques sur la base desquels ils sont effectués, un indicateur de globalisation financière *de jure* risque d'introduire un biais d'endogénéité dans un modèle de croissance où les variables exogènes sont de nature macroéconomique. Ce biais d'endogénéité est dû à l'existence d'une forte corrélation entre ces variables explicatives et l'indicateur *de jure*, d'où la nécessité de l'utilisation des mesures *de facto*.

Sous tous ces rapports, étant donné que nous avons identifié les échanges marchands et transfrontaliers des flux financiers, comme sa principale composante et que nous projetons d'étudier empiriquement ses effets sur la croissance économique et ses interactions avec les instabilités, financière et monétaire, nous utiliserons les indicateurs de Lane et Milesi-Ferretti pour quantifier le phénomène de globalisation financière.

[23] « […] is not how integrated economies seem on paper but how integrated they are in practice ».

Après avoir défini la globalisation financière et examiné ses divers indicateurs *de jure* et *de facto*, avant de finir par identifier les mesures adéquates à sa quantification, nous étudierons dans la section suivante les thèses qui justifient l'adhésion des pays développés et en développement à ce phénomène.

II. Les thèses de la globalisation financière

C'est, entre autres, parce qu'elle semblait reposer sur des fondements théoriques robustes que la globalisation financière a bénéficié du support des instances économiques supranationales, à l'instar du FMI et la BM. Ces fondements théoriques ont émergé suite aux écrits précurseurs de McKinnon (1973) et Shaw (1973). Ces deux auteurs attestent que la déréglementation de la sphère financière présente un levier optimal pour le développement du secteur financier, la promotion de l'investissement et finalement la croissance économique. De ce point de vue, la globalisation financière serait à l'origine d'une interconnexion croissante entre les pays du monde par l'échange des flux financiers, ce qui permettrait une meilleure allocation des ressources planétaires et d'acheminer l'épargne des pays les plus riches en capital (les pays développés) vers les pays les moins dotés en ce facteur (les pays en développement), servant, ainsi, la rentabilité du capital des premiers et le développement de l'épargne mobilisée, ainsi que la croissance économique des seconds. Cette vision de l'économie mondiale et de son financement est séductrice par sa clarté et sa simplicité relative.

Ainsi, dans les pays pauvres en capital – donc théoriquement récipiendaires des flux financiers – les principaux avantages présumés de la globalisation financière sont : une meilleure mobilisation et allocation de l'épargne pour une convergence plus rapide, un plus grand partage et diversification des risques pour une baisse du coût du capital ; un meilleur développement et une meilleure stabilité du système financier domestique, une spécialisation plus facile et efficace de l'appareil productif, des choix politiques plus productifs et une meilleure gouvernance et qualité des institutions, ainsi que l'envoi de signaux positifs aux investisseurs étrangers.

Bien qu'ayant une forte interdépendance, ces bienfaits présumés de la globalisation financière sont souvent classés par la littérature en deux groupes[24].

Les deux premiers avantages, à savoir l'augmentation de l'épargne et la baisse du coût du capital, peuvent être considérés comme des avantages classiques ou traditionnels, directs, de l'ouverture financière, dans la mesure où ils reposent sur la vertu de l'accumulation et

[24] On trouve cette distinction essentiellement dans les travaux de Kose et al. (2006 ; 2009).

l'allocation efficiente du capital extérieur, qui viendra, en principe, obvier à l'insuffisance de l'épargne, supposée caractériser les pays en développement et leur permettre de converger en revenu vers les pays développés.

Le développement financier et la stabilité financière, la spécialisation, ainsi que la discipline politique et l'amélioration de la qualité institutionnelle et de gouvernance sont les avantages indirects, dits collatéraux (*spillovers*), de la globalisation financière. Pourquoi ces avantages sont dits collatéraux ? La réponse à cette question est soulignée par Kose et al. (2006 ; 2009) qui expliquent que ces bienfaits ne sont pas ciblés au premier chef par l'adhésion des pays à l'ouverture financière. Ils promeuvent la croissance et le bien-être, non pas en augmentant le stock de capital physique domestique seulement, mais aussi, en améliorant la productivité des facteurs de production.

Dans ce qui suit, nous présenterons une revue théorique des principales thèses de la globalisation financière classées en deux catégories : les thèses de la convergence par l'accumulation et l'allocation du capital (thèses classiques) et les thèses de la convergence par l'amélioration de la productivité des facteurs de production (nouvelles thèses). En même temps, nous essayerons de présenter une critique à chacune de ces thèses, afin d'apporter une dimension nuancée à notre approche.

II.1 Les thèses de la convergence par l'accumulation et l'allocation du capital

A la question de la différence des niveaux d'enrichissement entre les pays du Sud (pays en développement) et les pays du Nord (pays développés), les modèles néoclassiques de croissance, notamment ceux développés par Solow (1956), Cass (1956) et Swan (1956), répondent que c'est principalement le volume du capital accumulé qui explique cette différence. Sous ces termes, il apparait que dans les économies en retard, l'épargne domestique, ainsi que le système financier qui est censé la collecter et l'acheminer vers l'investissement productif ne sont pas suffisamment développés. En revanche, les possibilités de faire fluctuer cette épargne manquante ne font pas défaut à ces économies. Elles y seraient même plus importantes que dans les économies plus avancées, car à même combinaisons de facteurs de production, travail et capital, et à dotations factorielles différentes, le capital supplémentaire sera mieux rémunéré dans l'économie où il est relativement rare, toute chose étant égale par ailleurs, dans les hypothèses des modèles néoclassiques.

Cette thèse du rattrapage « Sud-Nord » fait référence à un concept très controversé[25] en sciences économiques, à savoir celui de la convergence (Islam (2003)).

La question de la convergence couvre deux aspects : la vitesse de convergence et son niveau, c'est-à-dire le niveau de revenu par tête adéquat à atteindre.

La vision néoclassique de la croissance suppose que, sous l'hypothèse de l'exogénéité du progrès technique, les économies en retard croitront à un rythme plus rapide que les économies avancées vers un niveau de revenu par tête identique à celui de ces dernières. Cette convergence dite absolue ne s'éloigne relativement pas trop, en principe, du concept de convergence conditionnelle, avancé par Barro, Sala-I-Martin, Blanchard et Hall (1991) et selon lequel plus un pays est pauvre, c'est-à-dire se caractérise par un revenu par tête initialement faible, plus sa vitesse de rattrapage sera élevée.

Sous ces rapports et sous l'hypothèse de la parfaite mobilité du capital à l'échelle internationale, *ceteris paribus*, une convergence automatique du niveau du revenu par tête et du rendement du capital est censée avoir lieu entre les pays.

D'après le modèle de Barro, Mankiw et Sala-I-Martin (1992), le libre-échange de l'épargne extérieure entre les petites économies du monde va aligner les taux d'intérêt réels domestiques sur le taux d'intérêt international, à son niveau constant d'état stationnaire. Il en découle la constance du rendement net du capital physique et du capital humain amortis, d'une part, et du stock de capital physique et humain par tête, d'autre part. Ceci témoigne de deux faits : les petites économies finissent par atteindre l'état stationnaire instantanément, dès que le capital est mobile, et elles finissent par atteindre le même niveau d'état stationnaire, en termes de stock et rentabilité du capital, abstraction faite du niveau de risque qui peut les caractériser.

Du point de vue de McKinnon (1973) et Shaw (1973), les pères fondateurs de la théorie de la libéralisation financière, si les pays du « Sud » sont moins développés économiquement que les pays du « Nord », c'est, entre autres, à cause du faible niveau de leur épargne nationale. Pour promouvoir leur croissance et converger en revenu, ils ont donc intérêt à attirer des flux financiers étrangers en provenance des pays riches. En contrepartie, ces derniers seraient

[25] Une critique indirecte mais primordiale aux thèses de la globalisation financière serait celle du principe de la convergence que l'ouverture financière est supposée favoriser. Il s'agit de remettre en question les théories de la convergence absolue et de la convergence conditionnelle. En effet, pour Baumol (1986) et Quah (1996), seules les économies à caractéristiques structurelles semblables, ou presque, et ayant des conditions initiales proches convergent. Elles convergents les unes vers les autres en « grappe ». Dans une optique duale du monde, cela laisse apparaitre deux « clubs » de pays figés : les pays riches, qui demeurent riches et les pays pauvres, qui le restent aussi. Il s'agit de la thèse de « clubs de convergence ». Ainsi, chaque « club » convergera vers un niveau de revenu par tête différent, et il y a possibilité d'existence d'une « trappe à la pauvreté » pour certains « clubs », c'est-à-dire un niveau minimum de richesse initiale en deçà duquel les économies ne croissent pas.

à même d'augmenter la productivité de leur épargne, puisque le rendement marginal y afférant est en principe plus élevé dans les pays à faibles dotations relatives en capital, c'est-à-dire dans les pays pauvres, et que l'abondance relative du capital qui leur est caractéristique diminue ce rendement. Il en découle un équilibre coopératif à travers lequel le Nord et le Sud améliorent leur bien-être économique. Dans cette perspective, la globalisation financière est loin d'être un jeu à somme nulle, aussi bien pour les pays développés que pour ceux en développement, d'où la pertinence de la libéralisation financière comme choix de politique économique.

Par ailleurs, dans les pays en développement, l'avènement de nouvelles sources de financement, suite au libre mouvement des capitaux, plus précisément le transfert « Nord-Sud » de l'épargne, rend la raréfaction du capital de moins en moins importante, ce qui fait baisser le risque lié à l'investissement et son coût. Plus encore, l'élargissement des opportunités de placement des surplus d'épargne domestique des pays développés, avec l'adhésion des pays en développement à la libre circulation internationale du capital, diversifie puis diminue les risques afférents aux placements financiers en général au niveau mondial.

II.1.1 Une meilleure mobilisation et allocation de l'épargne pour une convergence plus rapide

Si on se réfère au modèle néoclassique « Solow-Swan »[26], une conclusion principale peut être tirée de l'étude de la dynamique de l'accumulation du capital par tête, en absence d'ouverture financière : à l'état stationnaire, le capital physique, le revenu, la consommation, ne varient plus. Ainsi, la croissance de la production par tête est nulle à long terme. Le mécanisme explicatif de cette conclusion peut être appréhendé à partir du cas d'une économie caractérisée par un stock de capital initial en deçà du niveau du capital accumulé à l'état régulier, c'est-à-dire un état où les variables du modèle croissent à taux constant. Cet écart dénote de la rareté relative du capital dans cette économie et donc de sa forte productivité marginale. Il en découle un niveau de revenu qui permet à la fois de consommer et d'épargner. Le niveau d'épargne, à ce stade, fait que, non seulement la dépression du capital est couverte par cette dernière, mais un nouveau stock de capital est injecté dans l'économie, ce qui hausse à la fois le revenu et le capital par tête. Au fil du temps, de par la décroissance de la productivité mar-

[26] *Grosso modo*, le modèle se base sur une fonction de production néoclassique, où la technologie est figée dans le temps, les productivités marginales des deux facteurs de production, travail et capital physique, positives et décroissantes, les rendements d'échelle constants et l'évolution de la productivité marginale de chaque facteur inverse à la quantité utilisée de ce dernier. Le modèle suppose aussi que le revenu est alloué à l'épargne et la consommation et qu'il est égal en amont à l'investissement (pour plus de détails, voir Barro et Sala-I-Martin (2004)).

ginale du capital, le revenu fini par croitre moins rapidement que le capital, au point où la diminution subséquente de l'épargne ne lui permet que de couvrir la dépréciation du capital utilisé, sans pouvoir ré-augmenter le niveau du capital dans l'économie. Là, désormais, le taux de croissance du capital, comme celui de la production, s'annule.

Tel que nous l'avons mentionné, ce résultat s'obtient sous l'hypothèse d'autarcie financière. Qu'en est-il alors du cas d'une économie qui reçoit des entrées de capitaux régulières, qui ne refluent pas et qui financent principalement l'investissement ?

Etant donné qu'avec les entrées de capitaux extérieurs l'épargne totale se formera de l'épargne domestique augmentée de l'épargne étrangère, son volume sera plus important à l'état régulier. Partant de cela, elle sera à même de mobiliser un stock de capital plus important, qu'en situation d'autarcie financière au sein de l'économie, toujours à l'état régulier. Cela débouchera sur une convergence plus rapide vers l'état stationnaire, qui demeure le même dans le cas de l'autarcie et de l'ouverture. En plus clair, si, à titre d'exemple, le stock de capital autarcique est de 5 et celui de l'ouverture financière s'élève à 8 (après l'entrée des capitaux étrangers) et si le stock de capital à l'état stationnaire est de 10, il est toujours plus rapide d'atteindre un niveau de capital égal à 10 quand on est à un stock de capital égal à 8 que quand on est à un stock de capital égal à 5, sous les hypothèses déjà énoncées.

Ainsi, force est de conclure que la globalisation financière accélère la convergence des économies récipiendaires d'épargne étrangère vers leur niveau de capital et, par là, de revenu d'état régulier, puis stationnaire. Plus encore, cette convergence est instantanée, dans la mesure où elle se base sur une augmentation immédiate du stock de capital à l'état régulier, dès que l'épargne étrangère s'ajoute à l'épargne domestique.

Par ailleurs, dans les 10^{e}, 11^{e} et 12^{e} chapitres de son célèbre livre, intitulé « *Money and Capital in economic development* », Ronald McKinnon (1973) a expliqué les mécanismes et vertus de l'ouverture financière. D'après lui, dans une économie caractérisée par une carence en épargne domestique, qui a déjà amorcé le processus de libéralisation financière interne, le taux d'intérêt intérieur sera supérieur au taux d'intérêt à l'étranger. Par conséquent, dès que cette économie entame sa libéralisation financière externe et adhère, ainsi, à la libre circulation des capitaux à l'échelle mondiale, elle attirera des capitaux externes grâce au différentiel positif des taux d'intérêt, domestique et étranger. Désormais, l'épargne étrangère est censée remédier à l'insuffisance de l'épargne domestique pour financer l'investissement et la croissance.

En se basant sur la vision de McKinnon (1973), la fonction de demande d'encaisses réelles (M/P) peut être spécifiée comme suit.

$$M/P = f(Y, I/Y, i - P^*) \qquad (1)$$

Y : le revenu courant

I/Y : le taux d'investissement (l'investissement total sur le revenu courant)

$i - P^*$: le rendement réel de détention de la monnaie

D'après les hypothèses de McKinnon (1973) on a :

$$\frac{\partial f}{\partial Y} > 0, \ \frac{\partial f}{\partial I/Y} > 0 \text{ et } \frac{\partial f}{\partial (i - P^*)} > 0 \qquad (2)$$

Cela veut dire que la fonction de demande d'encaisses réelles est une fonction croissante du revenu courant, du taux d'investissement et du rendement réel de détention de la monnaie.

En outre, la demande d'encaisses réelles dépend positivement du rendement moyen du capital (r^*) et ce dernier influence positivement le taux d'investissement.

$$M/P = f(Y, (I/Y)r^*, i - P^*) \qquad (3)$$

$$\frac{\partial f}{\partial (r^*)} > 0 \qquad (4)$$

Tel que nous l'avons signalé, en libre circulation de capitaux à l'échelle internationale, c'est l'écart entre le rendement moyen du capital domestique et le rendement du capital étranger ($e = r^* - r^w$, avec $e > 0$, selon le raisonnement de McKinnon) qui influence le niveau d'investissement national. Par conséquent, en ouverture financière, l'équation (2) peut s'écrire

$$M/P = f(Y, (I/Y)e, i - P^*) \qquad (5)$$

$$\frac{\partial f}{\partial (e)} > 0 \qquad (6)$$

Une augmentation de l'écart entre le rendement moyen du capital domestique et étranger (e) est synonyme d'une hausse de la demande d'encaisses réelles, car pour McKinnon (1973) l'entrée de l'épargne étrangère conduit à la hausse du volume de « l'encaisse-épargne » nationale, préalable et primordiale à l'investissement. Il en découle que le taux d'investissement national est une fonction croissante de l'écart entre le rendement moyen du capital domestique et étranger (e). En définitive, ceci devrait inciter les économies en retard à

s'ouvrir financièrement, étant donné que la supériorité supposée du rendement moyen du capital domestique par rapport au rendement moyen du capital étranger, qui les caractériserait ($e > 0$), devrait donner lieu à des entrées d'épargne extérieure, d'où l'accroissement du volume de l'épargne totale et de l'investissement national.

$$I/Y = g\,(e,\ i - P^{*}) \qquad (7)$$

On a : $\frac{\partial g}{\partial (e)} > 0$ et $\frac{\partial g}{\partial (i-P^{*})} > 0$, d'où la complémentarité entre le capital et la monnaie. Il s'agit de l'effet « de conduite » de la monnaie développé par McKinnon (1973). En effet, sous l'hypothèse de la faiblesse initiale du rendement réel de détention de la monnaie dans les économies à secteurs financiers réprimés[27] et à partir d'un niveau donné de rendement moyen du capital (r^{*}), la hausse du rendement réel marginal de détention de la monnaie augmente la demande d'encaisses réelles, qui va servir à financer des projets et donc à accroitre le volume du capital au sein de l'économie.

On a : $\frac{\partial g}{\partial (i-P^{*})} > 0$ et $\frac{\partial f}{\partial I/Y} > 0$, c'est-à-dire, $\frac{\partial I/Y}{\partial (i-P^{*})} > 0$ et $\frac{\partial M/P}{\partial I/Y} > 0$, d'où $\frac{\partial M/P}{\partial (i-P^{*})} > 0$.

Dans « *Financial Deepening in Economic Development* », Edward Shaw (1973) a complété les travaux de McKinnon (1973). Il a insisté, surtout, sur l'effet répressif de la fixation étatique du taux d'intérêt nominal à un niveau artificiellement bas sur le secteur financier, l'épargne, l'investissement et la croissance. Selon lui, cette intervention étatique abaisse l'épargne et, donc, l'offre de fonds prêtables et l'investissement. La diminution de l'offre des fonds prêtables attise l'aversion au risque des banques, qui désormais n'accorderont des crédits qu'aux entreprises de grande notoriété, au détriment des petites et moyennes structures et aux nouveaux projets, à forte rentabilité et à risque relativement élevé. Selon Shaw (1973), à l'échelle internationale, un taux d'intérêt bas est synonyme de sortie de capitaux domestiques et, par là même, un boycott indirect des capitaux étrangers, ce qui détériore l'épargne nationale globale et l'investissement. Donc, tout comme McKinnon (1973), cet auteur soutient que, d'une part, l'épargne est une fonction croissante du taux d'intérêt réel et, d'autre part que, l'investissement n'augmente qu'avec la hausse de cette dernière (effet substitution). En même

[27] McKinnon (1973) et Shaw (1973) ont donné naissance au concept de libéralisation financière en réponse aux effets pervers produits par ce qu'ils appelaient « la répression financière ». En fait, ayant foi en la force autorégulatrice du marché, ces deux économistes dénigraient l'intervention de l'Etat dans la sphère financière et la jugeait économiquement « répressive ». C'est ainsi que, en dénonçant les effets pervers de la répression financière sur la croissance économique, les deux auteurs présentent la libéralisation financière comme un moyen efficace pour développer la sphère financière, relancer l'accumulation du capital et favoriser le progrès économique dans les pays sous-développés. De ce fait, il apparait que les inconvénients de la répression financière font les avantages justifiant l'application d'une politique de libéralisation financière dans ces pays.

temps, l'investissement est une fonction décroissante du taux d'intérêt réel (effet revenu). Par conséquent, si, *in fine*, l'investissement augmente avec la hausse du taux d'intérêt réel, c'est que Shaw (1973) suppose que dans les économies en retard, c'est l'effet de substitution qui triomphe de l'effet revenu.

La vision de Shaw (1973) adaptée à un contexte d'ouverture financière peut être modélisée comme suit.

Soit :

I : l'investissement global

r : le taux d'intérêt domestique

g : le taux de croissance économique

S : le taux d'épargne global

$\bar{r}^W$: le taux d'intérêt étranger (exogène et constant)

L'investissement global augment avec la hausse de l'épargne globale (domestique et étrangère) et diminue avec l'augmentation du taux d'intérêt domestique :

$$I = z\,(S, r) \qquad (1')$$

$\frac{\partial z}{\partial r} < 0$ et $\frac{\partial z}{\partial S} > 0$ et par hypothèse $\left|\frac{\partial z}{\partial r}\right| < \left|\frac{\partial z}{\partial S}\right|$, puisque d'après Shaw (1973), suite à la hausse du taux d'intérêt réel domestique, c'est l'effet de substitution sur l'investissement qui l'emporte sur l'effet revenu.

Dans un contexte d'ouverture financière, l'épargne globale augmente avec l'augmentation du taux de croissance économique (g), ainsi que l'écart entre le taux d'intérêt domestique et le taux d'intérêt étranger ($e = r - \bar{r}^W$). Un niveau élevé de e correspond à des entrées d'épargne étrangère, une augmentation de l'épargne et de l'investissement global, par conséquent.

$$S = y\,(g, e) \quad \text{avec} \quad e = r - \bar{r}^W \qquad (2')$$

$$\frac{\partial y}{\partial g} \text{ et } \frac{\partial y}{\partial e} > 0 \qquad (3')$$

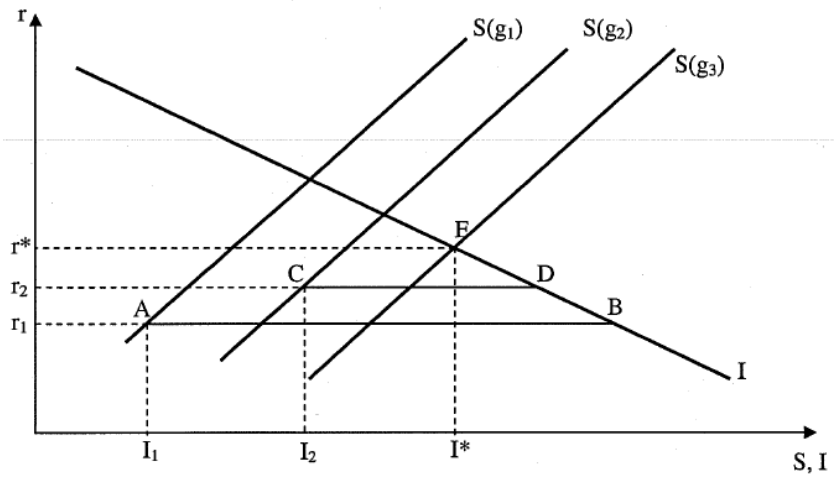
Cela revient à écrire $S = y\,(g, r)$ avec $\frac{\partial y}{\partial g}$ et $\frac{\partial y}{\partial r} > 0$, puisque par hypothèse $\bar{r}^W$ est exogène et constant.

A y regarder de plus près, l'effet positif sur l'épargne est dû à deux facteurs : l'inexistence d'entraves à une libre mobilisation internationale du capital, qui permet l'entrée des flux financiers étrangers et la libéralisation financière interne, qui augmente le taux d'intérêt domestique *r*. En conséquence, dans le contexte d'un marché financièrement globalisé, avec une concurrence pure et parfaite, il existe un taux d'intérêt optimal r^* qui assure un écart e^* entre les taux d'intérêt réels, domestique et étranger, un niveau optimal d'épargne, d'investissement et de croissance économique, S^*, I^* et g^*.

Fry (1988) illustre la vision de Shaw (1973) sur la relation entre le taux d'intérêt réel, l'épargne et l'investissement dans une célèbre figure souvent reproduite dans les travaux qui explicitent les arguments de la libéralisation financière interne.

Ci-dessous, nous lions la figure de Fry (1988) à notre modélisation, ci-dessus, pour l'adapter à un contexte de globalisation financière.

Figure 2.3 Effets d'un accroissement du taux d'intérêt réel sur l'épargne globale (domestique et étrangère), l'investissement et la croissance économique



Source : Fry (1988, p.92).

Comme nous l'avons défini au niveau de l'équation (1), l'investissement (*I*) croît avec la hausse de l'épargne globale (*S*) et décroit suite à l'augmentation du taux d'intérêt réel (*r*).

En outre, l'équation (2) exprime l'impact positif du taux de croissance économique (*g*) et de celui de l'écart entre le taux d'intérêt domestique et le taux d'intérêt étranger sur l'épargne globale (*e*). Or, comme il est déjà expliqué, sous l'hypothèse de la constance et l'exogénéité du taux d'intérêt réel étranger, il revient à dire que c'est au final le taux d'intérêt réel domestique – avec le taux de croissance – qui influence positivement l'épargne globale, tel que la figure le montre.

En effet, en libre circulation des capitaux, si l'Etat fixe le taux d'intérêt domestique au niveau r_1 avec $r_1 < r_2 < r^*$, l'épargne globale sera de S_1 avec $S_1 < S_2 < S^*$. Par conséquent, une partie de l'investissement, illustrée par le segment [AB], ne sera pas satisfaite. Le niveau d'investissement I_1 atteint par l'épargne S_1 est sous-optimal. Le taux d'intérêt réel domestique à son niveau r_1 donne lieu à un écart d'intérêt domestique et étranger $e_1 = r_1 - \bar{r}^W$ incapable de mobiliser suffisamment de capitaux étrangers et de développer le marché financier domestique, de manière à financer tous les projets nationaux productifs.

Le desserrement de la répression étatique sur le taux d'intérêt, qui passe de r_1 à r_2, élève l'épargne à un niveau supérieur S_2. Le taux d'intérêt réel plus élevé attire plus d'épargne extérieure, dans le cadre de l'ouverture financière, et stimule le marché financier domestique, qui génère désormais une plus grande offre de fonds prêtables et satisfait des projets plus risqués mais surtout plus rentables grâce à la baisse de l'aversion au risque des banques. Le manque d'épargne initial, illustré par le segment [AB], s'est résorbé dans le segment [CD], étant donné que [CD] < [AB], avec un niveau d'investissement et de croissance plus élevé (I_2 et g_2).

Lorsque l'Etat laisse le taux d'intérêt réel se fixer par le jeu de l'offre et de la demande du marché financier interne et international, il atteint un niveau encore plus élevé r^*. Ce dernier donne lieu à un écart optimal entre le taux d'intérêt réel domestique et le taux d'intérêt réel étranger $e^* = r^* - \bar{r}^W$ avec $e^* = r^* - \bar{r}^W > e_2 = r_2 - \bar{r}^W > e_1 = r_1 - \bar{r}^W$, puisque par hypothèse $\bar{r}^W$ est constant et exogène. Cet écart optimal est plus susceptible d'attirer de l'épargne externe, ce qui augmente le taux de croissance économique au niveau g_3 ($g_3 > g_2 > g_1$). En effet, pour qu'il y ait eu cette croissance élevée, l'investissement national a augmenté à son niveau optimal I^*, financé entièrement par une épargne globale plus importante ($S^* = I^*$). Cela veut dire que la carence en épargne initiale (le segment [AB]) a été résorbée grâce à la suppression du contrôle de l'Etat sur le taux d'intérêt et l'ouverture financière. C'est ainsi que Shaw (1973) voit dans la libéralisation financière interne et externe un moyen adéquat pour remédier au sous-développement financier, puis réel des économies en retard.

Outre les modèles néoclassiques explicatifs de l'impact positif de l'ouverture financière sur l'efficacité allocative de l'épargne et la convergence, des modèles de croissance néokeynésiens du type « Harrod-Domar »[28] ont appuyé l'idée que l'entrée de capitaux étrangers mène les pays hôtes à une croissance auto-entretenue, ce qui veut dire un sentier où la hausse de

[28] Pour plus de détails sur ces modèles, voir McCombie et Thirlwall (1999).

l'épargne et de l'investissement privés libère le potentiel de croissance de l'économie pour obtenir une augmentation soutenue du PIB par tête.

Le modèle dit à « double déficit » de Chenery et Strout (1966) s'insère dans cette lignée. En effet, ces économistes soulignent que deux contraintes pèsent sur le développement des pays en retard et ne leur permettent pas d'accéder à une croissance auto-entretenue.

La première est l'insuffisance d'une épargne domestique capable de financer l'investissement et d'élever la croissance.

Le deuxième est le manque de devises qui freine l'importation des biens d'investissement et de matières premières pour accroitre la production.

Au total, cette situation présente un déficit financier, due à la carence en épargne, et un déficit commercial, en raison de l'insuffisance des importations effectives par rapport aux besoins de développement de l'économie, ce qui explique l'intitulé : modèle à « double déficit ».

Selon Chenery et Strout (1968), avec l'entrée des capitaux étrangers, l'économie récipiendaire va atteindre un niveau de croissance auto-entretenue en deux étapes.

Dans un premier temps, l'épargne étrangère s'ajoutera à l'épargne domestique pour satisfaire la demande en financement des projets nationaux, ce qui augmentera l'investissement et la croissance.

Dans un deuxième temps, les flux de capitaux étrangers doivent être suffisamment importants pour que l'épargne totale réponde, à la fois, aux besoins des projets nationaux et combler l'écart entre les exportations et les importations, afin de munir l'appareil productif des moyens indispensables à l'accroissement de la production nationale.

Dans un dépassement du modèle de Chenery et Strout (1968), Obstfeld (1998a) prouve théoriquement que les entrées de capitaux ne financent pas que l'investissement dans les pays récipiendaires. Une part du surplus d'épargne alimentera nécessairement la consommation des ménages. Toutefois, d'après le modèle d'Obstfeld (1998a), cela ne signifie pas automatiquement que l'ouverture financière ne tiendra pas ses promesses théoriques, en matière d'augmentation du niveau de la croissance. L'auteur distingue les entrées de capitaux par catégorie, ce qui est une subtilité qui dépasse les modèles précédents. Il sépare, d'une part, les flux d'aides, qui ne donnent pas suite à un remboursement, des flux de dettes extérieures et, d'autre part, les flux permanents anticipés des flux transitoires non anticipés. Ce faisant, Obstfeld (1998a) débouche sur les conclusions suivantes.

Lorsque les entrées de capitaux sont sous forme d'aides étrangères permanentes, elles provoquent une hausse instantanée de la consommation et de l'investissement, sur le court

terme, dans une économie caractérisée par un niveau de capital en deçà de son état régulier. Plus l'écart entre le niveau du stock de capital initial et celui de l'état régulier est faible, plus le saut de consommation est important, si bien que, sur le long terme, à l'état stationnaire, toute l'aide est consommée et elle n'élève plus l'investissement. Tout de même, en dépit de la stagnation de l'investissement, le stock de capital atteint un niveau supérieur à celui de l'autarcie financière, ce qui veut dire que les entrés des flux d'aides étrangères ont, en fin de compte, augmenté le rythme de convergence de l'économie hôte.

Si dans les mêmes conditions, les flux d'aides étrangères sont temporaires, elles commenceront par augmenter la consommation et l'investissement. Plus l'on s'approche de la fin de l'aide, plus cette dernière alimentera l'investissement au détriment de la consommation. Une fois l'aide épuisée, la consommation revient à son état initial (avant l'aide) et c'est le stock du capital qui atteint un niveau plus élevé, ce qui accélère la convergence de l'économie vers son état stationnaire.

Pour les entrées des flux de dettes étrangères, sur le court terme, il y a une hausse immédiate de l'investissement. La consommation s'élève aussi, mais dans une moindre mesure. Avec le remboursement de la dette, le niveau du capital fini par atteindre un sentier plus important que le niveau autarcique. Cependant, le payement des intérêts sur dette abaisse la consommation en deçà de son niveau d'autarcie.

Somme toute, Obstfeld (1998a) prouve que les flux de dettes étrangères accélèrent aussi la convergence des pays récipiendaires, étant donné qu'elles y élèvent le stock de capital. Toutefois, ces dernières risquent de nuire au bien-être des ménages, à cause de la baisse de la consommation par rapport à une situation d'autarcie financière.

La première critique de la thèse qui stipule que la globalisation financière favorise une meilleure mobilisation et allocation de l'épargne pour une convergence plus rapide peut être déduite des travaux de l'un des deux pères fondateurs du concept de libéralisation financière, à savoir McKinnon (1973).

D'après McKinnon (1973) et Mathieson (1979), avec un régime de taux de change fixe, un écart trop élevé entre le rendement moyen du capital domestique et le rendement moyen du capital étranger ($e \rightarrow + \infty$) risque d'engendrer un afflux de capitaux extérieurs qui serait de nature à exercer des tensions inflationnistes, qui, à leur tour, en augmentant le taux d'intérêt nominal ($i - P^* \rightarrow - \infty$) affectent négativement l'investissement. A cet égard, alors même qu'il est l'un des fondateurs du concept de libéralisation financière, McKinnon (1973) préconise une intervention étatique pour contrôler les flux de capitaux entrants. Celle-ci consiste en une

dévaluation progressive du taux de change pour augmenter relativement le coût d'accès des investisseurs à l'épargne étrangère, désormais trop abondante et trop « bon marché ». Mathieson (1979) est plus catégorique : il suggère d'entamer une dévaluation importante du taux de change (*overdepreciation*) avec la libéralisation financière externe.

Plus encore, pour McKinnon (1973) cette épargne étrangère est sans doute favorable au développement des pays en retard, mais il lui préfère l'épargne domestique qui, selon lui, finance d'une manière plus efficiente l'investissement national. Evidemment, d'après le père fondateur de la libéralisation financière, cette intervention de l'Etat doit être temporaire et ne dure que le temps que l'écart entre le rendement moyen du capital domestique et le rendement moyen du capital étranger atteigne un niveau optimal (e^{op}), de sorte que, plus tard, il soit indispensable de laisser libre cours aux forces autorégulatrices du marché. Toutefois, McKinnon (1973), tout comme Mathieson (1979), ne spécifie ni la durée de l'intervention étatique ni la valeur de l'écart optimal entre le rendement moyen du capital domestique et le rendement moyen du capital étranger (e^{op} = ?).

Par ailleurs, en plus de la forte hypothèse de concurrence pure et parfaite, sur laquelle repose les développements de McKinnon (1973) et de Shaw (1973), et qui est dépassée par les travaux de Stiglitz et Weiss (1981) sur la nature imparfaite des marchés financiers de par l'aléa moral et la sélection adverse, la complémentarité entre la monnaie et le capital pour McKinnon (1973) demeure un postulat très fragile empiriquement. En effet, il est relativement évident que lorsque le rendement réel de détention de la monnaie supplémentaire est supérieur au rendement marginal de l'investissement, monnaie et capital se font substituables.

En outre, que tous les agents économiques du monde puissent prêter et emprunter sur le marché international des capitaux au même taux et quel que soit le type du capital, voilà une forte hypothèse à la limite de la fiction et qui débouche sur une conclusion de même nature, celle de l'instantanéité de la convergence des économies vers l'état stationnaire dès qu'elles s'ouvrent aux flux entrants de capitaux.

Pour dépasser cette hypothèse utopiste de possibilités infinies de prêt et d'emprunt à l'échelle internationale, Barro et al. (1992) ont repris le modèle néoclassique de Ramsey (1928) qui, contrairement à Solow, endogénéise l'épargne domestique à travers l'hypothèse de l'héritage intergénérationnel, dans le contexte d'une imparfaite mobilité du capital.

La production dans le modèle de Barro et al. (1992) est fonction du travail effectif qui croît à un taux exogène du capital humain et du capital physique, avec un progrès technique figé dans le temps. Quant à l'imparfaite mobilité du capital, elle s'illustre dans le modèle par l'ajout d'une contrainte internationale de crédit, à savoir que seul le capital physique est mo-

bile mondialement, que les dettes et prêts étrangers ne se font pas en capital humain et que ce dernier ne peut s'échanger sur le marché financier international ni sous sa forme originale ni titrisé, ce qui veut dire qu'il n'est détenu que par les autochtones. De cette manière, l'ouverture financière ne sert que les investissements en capital physique, et ce capital étant en parfaite mobilité internationale, son rendement net devrait être égal au taux d'intérêt mondial à tout moment. Sous ces hypothèses, l'économie domestique ne converge instantanément qu'en stock de capital physique. En revanche, en s'effectuant dans un contexte d'autarcie, la convergence en capital humain est beaucoup plus lente. La conclusion de Barro et al. (1995) est que, au total, il y convergence de l'économie domestique en revenu vers l'état stationnaire dans ce contexte. Cependant, le taux suivant lequel la convergence se déroule n'est pas très loin du taux de convergence dans un contexte d'une économie financièrement fermée, ce qui exclut l'hypothèse néoclassique de l'instantanéité de la convergence. L'explication de ce résultat peut être synthétisée comme suit.

Dans une économie à stock initial de capital humain inférieur à celui de l'état régulier, la convergence se fait progressivement, et ce, en dépit de l'ouverture financière. En effet, les entrées de capital physique étranger augmentent lentement le stock de capital physique domestique pour deux raisons. La première, c'est que le capital physique et humain sont complémentaires, donc leur évolution concomitante. La deuxième, c'est que la productivité du capital humain est augmentée par sa rareté relative, due à l'insuffisance de l'épargne domestique *ex nihilo* et à la contrainte internationale du crédit, contrairement à celle du capital physique, qui baisse. Il est, par conséquent, indispensable qu'il y ait une augmentation du stock de capital humain pour que la productivité du capital physique s'élève et qu'il converge progressivement vers l'état stationnaire au rythme lent du capital humain accumulé à l'échelle domestique. De ce fait, l'évolution de la production s'avère être dépendante, essentiellement de celle du capital humain, et ce, même lorsque le capital physique est librement échangé à l'international.

Dans une extension théorique critique du modèle standard de Barro et al. (1992), Duczynski (2000 ; 2002) a expliqué la lenteur de la convergence en capital humain par le coût d'ajustement relativement élevé de l'investissement y afférant, notamment en termes de formation. Contrairement au modèle de Barro et al. (1992), le modèle de Duczynski (2000 ; 2002) suppose la libre circulation des capitaux, mais instaure une discrimination par le coût d'ajustement entre capital physique et capital humain. Ce faisant, il conclut à un faible taux de convergence conditionnelle mondiale pour une raison principale : malgré son coût d'ajustement relativement faible et sa libre circulation internationale, le capital physique se

caractérise par une faible vitesse de convergence d'une économie à une autre. Cela s'explique par le fait qu'il s'ajuste au rythme graduellement lent du capital humain, dont l'accumulation est relativement plus coûteuse. Ainsi, la complémentarité des deux types de capital, ajoutée à la présence de coûts d'ajustement, débouche sur un déséquilibre d'accumulation, si bien que l'ajustement international du capital physique, qui est censé être relativement rapide, se voit contourné par la lenteur de l'ajustement du capital humain, ce qui, *in fine*, fait stagner le processus de convergence.

Rappaport (2000) a aussi introduit le coût d'ajustement du capital dans son analyse de la convergence des économies financièrement ouvertes vers l'état régulier puis stationnaire. Il développe un modèle de croissance néoclassique dans un contexte de parfaite mobilité du capital, ainsi qu'une fonction de coût d'installation du capital convexe. A l'instar de Duczynski (2000 ; 2002), il trouve que l'ouverture financière mène à la convergence vers l'état régulier et, ensuite, à l'état stationnaire. Néanmoins, cette convergence est loin d'être instantanée. Rappaport (2000) explique cette conclusion par la convexité des coûts d'ajustement, qui rigidifient la sensibilité de l'investissement brut à la variation du rendement du capital, ce qui veut dire que, la baisse du coût du capital suite à l'ouverture financière ne saurait pas drainer l'investissement à cause des coûts de mise en fonctionnement de ce facteur de production. Autrement dit, la contrainte d'ajustement du capital fait que, même si l'épargne intérieure augmente avec l'entrée de l'épargne étrangère elle ne donne pas lieu instantanément à une hausse de l'investissement. Au contraire, elle alimentera plus, tel qu'Obstfeld (1998a) le soutient, la consommation courante, en faisant creuser le déficit commercial.

Birchenall (2008) axe la lumière sur la difficulté d'expliquer la convergence entre les économies par l'ouverture financière, en reprenant le principe des coûts d'ajustement externes en libre circulation des capitaux développé par Turnovsky et Bianconi (1997). Ce principe soutient qu'il ne peut avoir convergence à travers la mobilité mondiale de l'épargne qu'à condition que, quand une économie manifeste un besoin en capital, il faut qu'une autre ait déjà, dans un premier temps, dégagé un excédent d'épargne domestique pour l'offrir sur le marché financier international. Toutefois, la difficulté, en l'occurrence la lenteur, d'un tel appariement risque de faire de la globalisation financière un déterminant peu significatif de la convergence. Plus encore, Birchenall (2008) conclut que seules les économies exportatrices de capitaux jouissent d'un taux de convergence élevé. En effet, c'est en offrant leurs excès d'épargne sur le marché financier international qu'ils décélèrent la décroissance progressive du rendement de leur capital. En revanche, les économies récipiendaires d'épargne étrangère aggravent

la décroissance du rendement de leur capital et terminent par avoir un taux de convergence moins rapide qu'en situation d'autarcie.

En somme, les thèses « classiques » de la globalisation financière supposent que pour les économies pauvres, en carence d'épargne domestique, les flux de capitaux vont affluer, à cause de la présence d'une rentabilité du capital relativement moins importante dans les économies riches. Mais, que se passerait-il si les capitaux sortaient des économies pauvres globalisées financièrement pour migrer vers les économies relativement plus riches ?

A cette question, la réponse de Tornell et Velasco (1992) est de dire que, d'une part, la faiblesse des institutions juridiques et l'absence d'Etat de droit, dans les pays pauvres, débouche sur une fuite de capitaux, à la fois domestiques et étrangers, vers l'extérieur, appauvrissant encore plus ces économies. D'autre part, maintenir des contrôles sur les sorties des capitaux peut décourager l'attrait des investisseurs étrangers et défavoriser des groupes d'intérêt privé au détriment d'autres groupes, surtout dans un contexte de faiblesse institutionnelle.

A travers un modèle qui étudie le lien entre ouverture financière et ouverture commerciale et qui tient compte de l'incomplétude des marchés financiers et de la segmentation des marchés de biens et de services, Martin et Rey (2002) démontrent l'effet pervers des échanges de capitaux lorsqu'ils supplantent ceux des biens et services. En effet, quand les profits et dividendes sont fortement dépendants de la demande domestique, à cause du rôle relativement faible que joue le commerce extérieur des biens et services, toute chute de cette demande risque de provoquer des sorties et arrêts conséquents des flux de capitaux entrants, à cause du rôle relativement important que joue le commerce extérieur des capitaux, et finir par une baisse brutale de la valeur des actifs nationaux et une crise (*sudden stops*).

II.1.2 Un plus grand partage et diversification des risques pour une baisse du coût du capital

Pour Shaw (1973), lorsque le taux d'intérêt réel est à des niveaux bas, la rareté des fonds prêtables attise l'aversion aux risques des banques qui, par voie de conséquence, font preuve d'une prudence excessive de nature à sanctionner les projets assez risqués, en dépit de leur forte rentabilité. A cet égard, l'entrée de capitaux étrangers attenue la rareté des fonds prêtables, ainsi que le comportement exagérément « riscophobe » des banques, à condition de libéraliser le taux d'intérêt.

Sous l'hypothèse de la complétude des marchés, selon laquelle les opportunités de couverture des risques sont illimitées, les modèles standards en économie ouverte, alignés à celui d' « Arrow-Debreu »[29], appuient fortement que le transfert international des capitaux favorise la « décorrélation » entre le revenu et la consommation à l'échelle domestique. L'ouverture des économies, plus précisément l'échange des biens et des services et la détention de portefeuilles d'actifs contingents identiques, fait en sorte que la variation des consommations agrégées domestiques (issues du processus individuel de maximisation de l'utilité intertemporelle) soit plus corrélée avec l'évolution de la production mondiale qu'avec la production nationale, ce qui permet son lissage spatio-temporel à l'échelle internationale (Lucas (1982) ; Obstfeld et Rogoff (1995)).

Au-delà du cadre restreint de la complétude des marchés, en général, il est soutenu par ses défenseurs que la globalisation financière est censée permettre un plus large éventail de possibilité de composition des portefeuilles des investisseurs, car elle consacre la combinaison entre actifs domestiques et actifs étrangers, ce qui réduit le risque lié à l'investissement, mobilise un volume plus important de capital et diminue, de ce fait, le coût de ce dernier.

D'après Bekaert et Harvey (2000), la globalisation financière donne lieu à une diversification du risque à l'échelle internationale, poussant ainsi à la baisse le coût du capital dans les pays pauvres. En effet, dans un pays financièrement libéralisé, la présence d'investisseurs étrangers, partageant les aléas et les imperfections du marché local avec les investisseurs nationaux, permet la diversification des risques relatifs aux activités économiques. Par conséquent, les entreprises seront plus incitées à s'engager dans de nouveaux projets, ce qui accroit le volume de l'investissement et encourage la croissance de la production.

Dans le même sens, selon Stulz (1999a ; 1999b) et Henry (2000), l'entrée de capitaux étrangers fait accroitre le niveau de liquidité dans le marché des valeurs mobilières, réduisant ainsi le risque lié à la préférence pour la liquidité. La prime de risque est également abaissée sur le marché boursier domestique par l'introduction des investisseurs étrangers, qui non seulement augmenteront la liquidité de ces marchés, mais surtout partageront le risque avec les investisseurs domestiques. La baisse de la préférence pour la liquidité et de la prime de risque finit par diminuer le coût du capital et hausser, par conséquent, l'investissement, étant donné que la Valeur Actuelle Nette de certains projets, qui n'étaient pas rentables, va augmenter, ce qui permet leur réalisation. De plus, l'accès des investisseurs nationaux aux marchés boursiers externes leurs permet de détenir des portefeuilles d'actifs diversifiés. Sachant que le risque

[29] Pour plus de détails sur le modèle d'équilibre général d' « Arrow-Debreu », voir Geanakoplos (1989).

relatif au placement est décroissant par rapport à des actifs détenus, ces investisseurs auront droit à une meilleure rémunération de leurs portefeuilles. Tous ces éléments stimulent la rentabilité de l'investissement national et assure la liquidité dans l'économie.

Toujours dans le même sens, Henry (2003) a étudié la baisse du coût de capital favorisée par la globalisation financière à travers l'analyse des composantes de ce dernier. D'après l'analyse, le coût du capital se compose du taux sans risque et de la prime de risque des capitaux propres. Une libéralisation du marché des capitaux sert la diversification du risque et implique, par la suite, une baisse de ces deux composantes.

Pareillement, Chari et Henry (2005) attestent que la libéralisation boursière ouvre la porte à de nouvelles possibilités de financement pour les entrepreneurs, d'où la baisse du coût de capital et l'accroissement de l'investissement privé. La même idée est aussi soutenue par Bekaert, Harvey et Lundblad (2005), qui à travers un modèle théorique de croissance endogène prouvent que la libéralisation du marché boursier accroit la croissance de la production dans le pays y adhérant.

Rogoff (2003) fait valoir que la libéralisation des flux de capitaux favorise la concurrence sur le marché des biens, des services et du travail, ce qui réduit le niveau des prix et augmente la flexibilité des salaires. Selon son point de vue, les économies financièrement libéralisées doivent se caractériser, grâce à la globalisation financière, par de faibles taux d'inflation et des marchés qui tendent vers des structures concurrentielles de plus en plus pures, ce qui garantit leur stabilité macroéconomique et réduit donc l'incertitude et le risque.

Cependant, en prenant à contre-pied les bienfaits escomptés de la globalisation financière, Cole et Obstfeld (1991) relativisent, dans un modèle théorique calibré à deux pays, l'importance des gains de la diversification des actifs détenus, domestiques et étrangers, sur la croissance. Selon eux, un choc positif sur la consommation, enregistré par une économie ouverte aux capitaux étrangers, risque de détériorer les termes de l'échange, en compensant instantanément la variation de la production. Bien que les deux auteurs lient leurs conclusions à la nature de la spécification de leur modèle, ils prouvent, en fin de compte, que l'effet d'éviction par le haut de la balance des payements diminue les bienfaits de la globalisation financière, comptabilisés au niveau bas de la balance.

Quant au principe du partage mondial des risques, grâce à la détention d'actifs domestiques et étrangers dans des portefeuilles diversifiés, Obstfeld et Rogoff (2000), expliquent qu'à cause des coûts de transaction significatifs liés aux échanges internationaux, les investis-

seurs auront tendance à détenir des portefeuilles où les actifs domestiques sont prépondérants, ce qui donne lieu à un partage imparfait de risques.

Coeurdacier et Rey (2013) expliquent ce « biais des actifs domestiques » par l'hétérogénéité des agents économiques, la diversité des typologies de risques à couvrir d'un pays à un autre et l'existence d'une production domestique non-échangeable, qui est difficilement mutualisée par le marché mondial.

S'agissant maintenant de l'amélioration présumée du niveau de l'investissement, grâce au partage des risques consacré par la globalisation financière, qui hausse la valeur des actifs domestiques, elle peut être le fruit d'une simple « illusion monétaire ». En effet, des afflux de capitaux sur le court terme peuvent exercer une pression sur le prix des actifs sans qu'il y ait un réel partage du risque, surtout sur le long terme (Bekaert et Harvey (2003)).

Par ailleurs, une tendance récente dans la littérature stipule qu'il y a des conditions préalables que les pays en développement doivent satisfaire pour jouir des bienfaits de la globalisation financière, à savoir des effets de seuils économiques et institutionnels.

Indirectement, cette nouvelle tendance peut être vue comme une critique des thèses de la globalisation financière et notamment des thèses de la convergence par l'accumulation et l'allocation du capital. En effet, si la globalisation financière impose aux pays en développement de nouvelles contraintes structurelles difficiles à satisfaire, ces derniers n'auraient-ils pas intérêt à restreindre leur adhésion au mouvement d'internationalisation du capital, plutôt que de se lancer dans des défis « herculéens » et « chimériques » qui les dépassent ?

Dans une analyse théorique de l'impact des flux d'aides étrangères sur la croissance des pays pauvres, Sachs et al. (2004) démontrent que l'effet des entrées de capitaux extérieurs n'est significatif qu'à partir d'un certain seuil qu'elles doivent atteindre. Dit autrement, si dans une économie le capital physique initial n'est pas supérieur à un certain niveau, il ne pourra pas être productif et augmenter le PIB par tête. Ces auteurs ont expliqué cela par l'insignifiance de la productivité marginale du capital lorsque ce capital ne dépasse pas un seuil critique. Bien évidemment, ici, Sachs et al. (2004) dépassent l'hypothèse néoclassique de la décroissance linéaire de la productivité marginale du capital au fur et à mesure de l'accroissement de ce dernier. Ce raisonnement peut s'illustrer par l'exemple d'un investisseur étranger qui implante une usine dans un pays en développement et qui ne peut commencer à produire et contribuer à l'augmentation du PIB national à condition d'avoir au moins une infrastructure domestique adéquate à son fonctionnement (autoroutes, électricité, ports, …), c'est-à-dire d'un minimum requis de capital physique.

Sachs et al. (2004) ajoutent qu'au cas où le capital initial domestique s'accroit après l'ouverture financière, mais sans pour autant atteindre le seuil critique à partir duquel il sera productif, non seulement la production n'augmente pas mais elle risque de baisser, et ce, en faisant diminuer le revenu par tête. Cela revient au fait que le surplus de capital étranger investi va se dégrader avec le temps, entrainant une charge d'amortissement à couvrir, alors même qu'il est oisif et, donc, improductif. L'épargne domestique ne sera pas à même de combler cette dépréciation, surtout qu'elle est déjà relativement faible avant la libre circulation du capital. Il s'ensuit une évolution négative du capital, de l'investissement, de la production et du revenu par tête. Il s'agit d'une « trappe à la pauvreté » qui fait que le pays, déjà pauvre en autarcie, va s'appauvrir davantage avec l'ouverture financière et demeurer bloqué dans cette situation tant que le seuil de capital physique n'est pas dépassé.

En conclusion, si l'on s'attache à cette analyse de Sachs et al. (2004), qui peut être explicative de la situation des pays d'Afrique sub-saharienne et qui associe le développement à l'accumulation du capital, force est de dire qu'à moins que les économies financièrement globalisées et en carence d'épargne reçoivent des entrées massives de capitaux au premier stade de leur libéralisation financière extérieure, l'ouverture pourrait nuire à leur croissance économique au lieu de l'élever.

En plus du capital physique, la condition d'effet de seuil s'applique également au capital humain. En effet, d'après Borensztein, De Gregorio, et Lee (1998), pour que les investissements directs étrangers impactent positivement la croissance des pays récipiendaires, il faut que ces derniers jouissent d'un niveau minimum de capital humain. Le modèle théorique de Borensztein et al. (1998) explique la production à long terme en fonction du progrès technique, représenté par la diversification des biens d'équipements. Par rapport aux firmes domestiques, les firmes étrangères possèdent un avantage concurrentiel de coût dans la production de ces biens. Par voie de conséquence, les investissements étrangers favorisent l'apparition de nouveaux biens d'équipement au sein de l'économie domestique et, par suite, le progrès technique. Ces biens vont être adoptés par les firmes locales pour développer leur production. Toutefois, pour que ces dernières puissent jouir du transfert technologique, il est indispensable qu'elles disposent d'une main d'œuvre qualifiée capable d'adopter les nouvelles technologies. Pour revenir à l'exemple de l'investisseur étranger qui implante une usine dans un pays en développement, supposons aussi qu'il ait l'intention de faire fonctionner sa chaine de production selon une organisation de travail sophistiquée que le tissu industriel lo-

cal ignore. Pour que son usine commence à produire dans un premier temps et la nouvelle technique se vulgarise parmi les firmes domestiques plus tard grâce au jeu de la concurrence, il faut que le pays hôte héberge un minimum de compétences humaines, notamment des ingénieurs et des techniciens supérieurs à même d'assimiler, puis transmettre les connaissances requises à la mise en pratique de cette organisation de travail.

II.2 Les thèses de la convergence par l'amélioration de la productivité des facteurs de production

Dans un célèbre article intitulé « *The Elusive Gains from International Financial Integration* », Gourinchas et Jeanne (2006) présentent la nouvelle tendance des défenseurs de la globalisation financière. Celle-ci prône la conviction suivante : plus que ses bienfaits directs, liés à l'accumulation du capital, la globalisation financière présente des bienfaits indirects ou collatéraux qui promeuvent la croissance et le bien-être dans les pays en développement, non pas en augmentant l'épargne domestique, mais en améliorant la productivité des facteurs de production.

En effet, en paramétrant leur modèle néoclassique sur les caractéristiques d'un pays en retard par rapport aux pays de l'OCDE en termes du ratio capital sur production, Gourinchas et Jeanne (2006) trouvent que dans un contexte de parfaite ouverture financière, il y a hausse de la consommation domestique d'à peu près 1/3 par rapport à la situation autarcique. Toutefois, la consommation double par rapport à une situation de fermeture financière, si l'économie financièrement globalisée arrive à réduire son écart de productivité avec le leader technologique mondial, les Etats-Unis dans le cas du modèle, de 1/4.

La conclusion de Gourinchas et Jeanne (2006) est, donc, comme suit : si l'ouverture financière arrive à améliorer la productivité des facteurs de production, notamment le capital, elle aura un impact positif plus significatif sur la croissance et le bien-être économiques que celui de l'accumulation du capital qu'elle est censée favoriser. Il apparait, par là, toujours d'après les deux auteurs, que le sous-développement est plus une question de retard en productivité qu'une insuffisance d'accumulation de capital, ce qui ne manque pas de s'accorder avec les enseignements de la théorie de la croissance endogène.

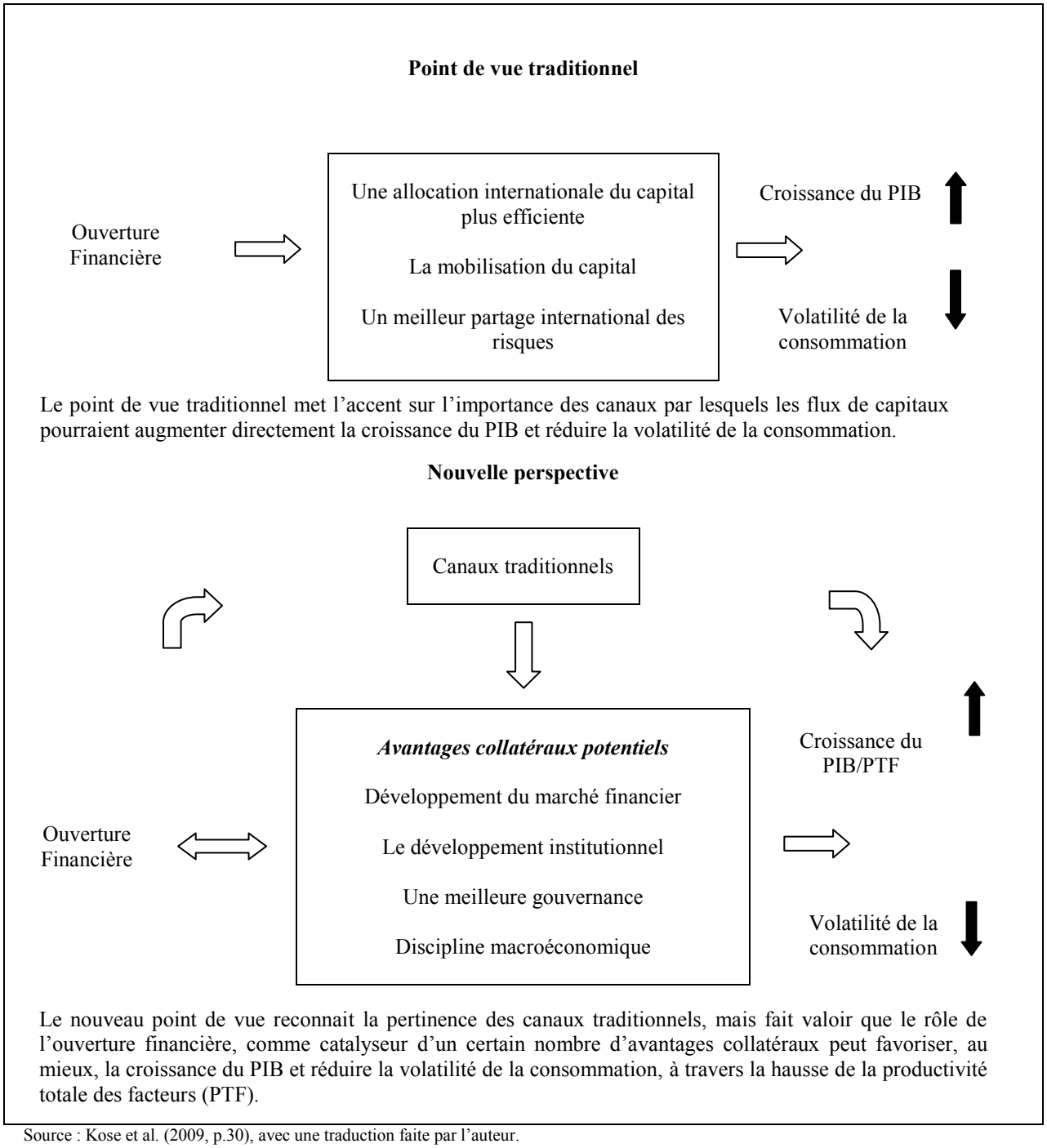
L'étude de Gourinchas et Jeanne (2006) a servi de tremplin à Kose et al. (2006 ; 2009) pour soutenir l'existence de deux canaux par lesquels la globalisation impacte positivement la croissance du PIB et la stabilité de la consommation (voir la figure 2.4 ci-dessous)).

Le premier canal est le canal classique, traditionnel, direct de l'allocation efficiente mondiale des ressources, ainsi que le meilleur partage des risques qui en découle.

Le deuxième canal est celui de l'amélioration de la productivité globale des facteurs de production, à travers le développement financier et institutionnel, la spécialisation, la discipline économique et la meilleure gouvernance.

Pour Kose et al. (2006 ; 2009), somme toute, les deux canaux sont capables, mais différemment, de remédier au retard des économies sous-développées.

Figure 2.4 Deux points de vue théoriques relatifs à l'impact de la globalisation financière sur le développement économique



Source : Kose et al. (2009, p.30), avec une traduction faite par l'auteur.

Par ailleurs, pour ces mêmes auteurs, les avantages collatéraux potentiels de la globalisation financière peuvent être, au même temps, vus comme des conditions de seuil à atteindre pour jouir des bienfaits des entrées de capitaux (voir la flèche à double sens au niveau de la figure 2.4 ci-dessus). Par exemple, si un pays veut développer son système financier en adhérant à la globalisation financière, il doit être doté *ex ante* d'un niveau de développement financier en deçà duquel les flux de capitaux étrangers n'agiraient pas positivement sur sa sphère financière domestique et sa croissance économique. Il en va de même pour la qualité institutionnelle et la gouvernance publique et privée, ainsi que la discipline macroéconomique.

A la lumière de ces résultats, Rodrik et Subramanian (2009) ont fait valoir que, *in fine*, il se pourrait que ce soient les effets de seuil, c'est-à-dire les réformes économiques et extra-économiques, qui sont nécessaires aux pays en développement pour promouvoir leur croissance et non pas l'ouverture financière en elle-même. Selon les deux auteurs, cette ouverture financière serait une cause pour amorcer ces réformes et non pas une fin en soi ou un facteur direct de croissance. Par conséquent, si la globalisation financière s'avère porteuse de crises et de turbulences macroéconomiques en général pour les pays en développement, il serait plus pertinent de la contrôler, voire la délimiter dans ces pays.

II.2.1 Un meilleur développement et stabilité du système financier domestique

D'après Merton et Bodie (1995), de par les fonctions qu'il assure, en l'occurrence l'intermédiation de la liquidité et de l'information ainsi que la gestion du risque, l'existence du système financier se fait indispensable à toute économie.

Dans ce sens, Bencivenga et Smith (1991) avancent que, confrontés à deux types d'investissements hétérogènes, des actifs illiquides à rendement relativement élevé et des actifs liquides à rendement relativement plus faible, les épargnants à préférences dissemblables sont incertains quant à leur besoin en liquidité sur le long terme. Le rôle d'intermédiation que joue un système financier développé fait que les épargnants préférant les actifs liquéfiables sur le court terme ont la possibilité de céder leurs droits sur les futurs profits associés à une technologie de production « illiquide » à d'autres épargnants qui, à travers leurs dépôts à terme, assurent l'économie contre le risque de manque de liquidité. Par conséquent, un système financier développé agirait positivement sur la croissance économique, en stimulant l'accumulation du capital et en l'acheminant vers l'investissement productif. A cela s'ajoutent la stimulation de l'innovation technologique et la promotion de la spécialisation de l'appareil

productif, grâce à la diversification et le partage du risque et, par là, l'augmentation de la productivité des facteurs de production, notamment le capital (Bencivenga et al. (1995) ; Greenwood et Smith (1997) ; Levine (1997 ; 2005) ; Hassan, Sanchez, Yu (2011)). En outre, Varoudakis et Berthélemy (1996) soutiennent qu'un système financier sous-développé peut être à l'origine d'une « trappe à la pauvreté » qui sanctionne la croissance économique, même en présence d'un bon climat des affaires et d'une ouverture commerciale.

De ces résultats, il ressort que pour qu'il y ait promotion de la croissance économique, la présence d'un système financier est une condition nécessaire, mais pas suffisante, puisqu'il faut que ce dernier soit développé, et ce, même si, depuis les travaux de Goldsmith (1969) et Greenwood et Jovanovic (1990), on admet la présence d'une causalité double entre le rythme d'évolution du PIB et le développement financier. Ainsi, lorsque l'ouverture financière développe le système financier d'un pays, elle promeut sa croissance économique indirectement. En effet, un système financier national globalisé est censé remédier à la carence en financement qui condamne la croissance des économies en retard, selon les thèses de la globalisation financière ((Eichengreen (2001) ; Levine (1997 ; 2005) ; Mishkin (2006 ; 2009) ; Prasad et al. (2003) ; Kose et al. (2006 ; 2009)).

L'écart entre l'épargne intérieure et l'investissement national sera comblé par le transfert des excès d'épargne extérieure en provenance des économies les plus avancées. Ainsi, plusieurs projets à forte rentabilité potentielle, qui ne pouvaient pas voir le jour en période d'autarcie financier, se doteront des moyens financiers indispensables à leur réalisation, avec une offre de crédit plus importante, qui puise son origine dans des ressources étrangères. Cet élargissement de la frontière des possibilités de prêt est un catalyseur de la croissance économique par le moteur de l'investissement privé. En effet, les emprunteurs nationaux auront droit à des financements moins chers, car l'offre de fonds prêtables sera plus importante après la libéralisation financière et l'entrée des flux qui s'en suit. A un niveau de demande de financement inchangée, le taux d'intérêt débiteur va diminuer, *ceteris paribus*.

De plus, de nouveaux produits financiers plus performants et sophistiqués vont apparaitre sur le marché, grâce à l'entrée des banques étrangères, ce qui diversifiera l'offre globale de financement et conférera plus de choix aux agents à besoin de financement.

Désormais, l'offre de fonds ne sera plus limitée aux frontières géographiques du système financier national. Elle sera, dorénavant, mondialisée, parce qu'elle émanera de toute la sphère financière internationale dans un contexte de globalisation financière.

Du côté des investisseurs nationaux, la globalisation permettra de parvenir à des places financières internationales, qui offrent des placements de meilleure qualité plus rentables et

moins risqués, ainsi que de diversifier, par là, même leurs portefeuilles d'actifs pour une gestion du risque plus performante. Ils bénéficieront aussi de l'expertise de leurs concurrents étrangers sur le marché financier national et mondial dans ce domaine, par imitation ou joint-venture par exemple.

Avec l'entrée des banques étrangères dans le système financier domestique des pays récipiendaires de capitaux étrangers, les services et produits bancaires sont censés connaitre une amélioration de leur qualité et une baisse de leurs prix. En effet, maitrisant généralement un savoir et un savoir-faire qui dépassent ceux des banques autochtones, étant souvent suffisamment capitalisées pour générer des économies d'échelle et disposant d'une plus large information mondiale, les banques étrangères introduisent sur le marché local une nouvelle offre financière plus compétitive, des procédés de travail novateurs et obligent indirectement les autorités publiques à mieux surveiller la sphère financière locale et les banques domestiques les plus performantes à élever leur compétitivité et appliquer une plus grande rigueur en matière de transparence pour faire face à leurs rivales, faute de quoi elles disparaitront. Elles seront ainsi contraintes de s'assurer encore plus de la solvabilité de leurs clients, de financer les projets les plus rentables et de coopérer avec les instances de surveillance et de contrôle locales. Ces instances doivent à leur tour engager des réformes promotrices de leur qualité et d'une bonne image auprès du public (Levine (1997) ; Berger, DeYoung, Genay, et Udell (2010) ; Mishkin (2006) ; Cull et Martinez Peria (2010)). Ainsi, les banques étrangères vont inciter les autorités régulatrices locales à instaurer un meilleur cadre réglementaire qui correspond à leurs attentes, ce qui bénéficiera à toute l'économie nationale.

Plus précisément, en s'appuyant sur les thèses de Levine (1997 ; 2005) et de Mishkin (2006), Prasad et al. (2003), ainsi que Kose et al. (2006 ; 2009) affirment que la globalisation financière favorise la transparence et la responsabilisation des acteurs financiers, d'où l'atténuation de la sélection adverse et de l'aléa moral, ainsi que la réduction des problèmes de liquidité sur le marché financier domestique.

D'après Beck, Demirgüç-Kunt, et Levine (2004), Clarke, Cull et Peria (2006) et Bruno et Hauswald (2013), la simple présence des banques étrangères sur le marché financier est censée promouvoir « l'efficience allocative » du crédit, et ce, en y amoindrissant l'intervention étatique, qui risque de le réprimer. Cette vision est dans la lignée de la thèse de la « répression financière » développée par McKinnon (1973) et Shaw (1973).

En s'appuyant sur les travaux de Gurley, Gurley, et Shaw (1960), McKinnon (1973) analyse théoriquement le cas d'une économie particularisée par une « finance rudimentaire » où il n'y a aucune activité de prêt-emprunt vu l'inexistence d'un marché financier officiel.

Une telle situation oblige les agents économiques à financer leurs activités à partir de leur propre épargne, ce qui fait que l'investissement est exclusivement autofinancé. Dans ce contexte, les ménages et les entreprises, indistinctement, détiennent deux types d'épargne pour financer leurs activités réelles, à savoir des actifs réels improductifs et des fonds monétaires sous forme de dépôts bancaires rémunérés au taux d'intérêt. Une fixation des taux d'intérêt à des niveaux artificiellement bas décourage la détention d'épargne financière et n'incite pas à l'investissement, d'où la complémentarité entre le capital et la monnaie (déjà expliquée plus haut). Ainsi, McKinnon (1973) conclut que les agents économiques demandent la monnaie pour le motif de l'accumulation du capital et que celle-ci ne peut jouer son rôle de « conducteur de l'investissement » que si le taux d'intérêt est égal à sa valeur du « laissez-faire », c'est-à-dire à sa valeur du marché. Selon lui, toute intervention étatique sur les taux d'intérêt est financièrement « répressive » puisqu'elle nuit à l'investissement et hypothèque la croissance sur le long terme. Il ajoute, aussi, que dans le cadre d'une « finance rudimentaire » la baisse artificielle du taux d'intérêt oblige les agents à besoin de financement à s'orienter vers le secteur informel, qui reste la seule source de financement dans l'économie. Cependant, les coûts de transaction sur ce marché demeurent exorbitants, ce qui affaiblit la rentabilité des projets et condamne l'activité économique.

La même conclusion est tirée par Shaw (1973) à partir de l'étude d'une économie fictive, dite d'endettement, qui se caractérise par une intermédiation financière exclusivement bancaire. Shaw (1973) affirme qu'un taux d'intérêt ayant une valeur fidèle à celle du marché favorise l'allocation et la mobilisation optimale de l'épargne, ce qui garantit l'équilibre et le développement du marché financier. Il en découle que toute distorsion étatique sur le taux d'intérêt est contreproductive.

Pour Chinn et Ito (2007) et Calderón et Kubota (2009a), l'ouverture financière contribue au développement financier par l'intensification du jeu de la concurrence (banques locales et étrangères) au sein du système financier domestique, qui se caractérisera, désormais, par plus de profondeur et d'efficacité après sa globalisation. Cela fait sortir les économies en retard de la situation de la « répression financière » et élève leur taux d'intérêt réel vers le taux d'équilibre, d'après ces auteurs. Chinn et Ito (2007) et Calderón et Kubota (2009a) insistent aussi, distinctement, sur les effets positifs de l'entrée des investisseurs étrangers en termes de liquidité et diversification des actifs financiers sur le marché boursier.

En outre, tel que nous l'avons déjà évoqué, les banques étrangères vont apporter dans leur sillage un ensemble de techniques financières novatrices, qui vont moderniser le système financier national. Ce point est avancé par Detragiache et al. (2008), qui insistent sur l'apport

des banques étrangères en savoir-faire afférant aux activités de monitoring, la collecte et la gestion de l'information, d'organisation managériale, d'allocation de crédit et de maitrise des risques, dont le système bancaire récipiendaire pourrait jouir avec la libre entrée de ces institutions. Ce savoir-faire risque de manquer aux banques domestiques des pays en développement. Principalement, Detragiache et al. (2008) soutiennent que les banques étrangères sont plus performantes que les banques domestiques dans la gestion des informations du type *hard*, à savoir les informations quantitatives souvent mémorisées, numérisées et transmises, tels que les états financiers. En revanche, leurs consœurs locales sont plus à même de gérer les informations du type *soft*, peu quantifiables, à l'instar de la qualité du management et ses motivations futures. Il en découle que dans un contexte de globalisation financière, le coût de monitoring des informations *hard* baisse, donnant lieu à plus de possibilités de financement des projets productifs.

Levine (1996 ; 2003) fait valoir que la prise de participation d'investisseurs étrangers dans le capital des banques domestiques contribue à améliorer leur gouvernance et organisation interne, avec le transfert du savoir et du savoir-faire étrangers, ainsi que la supervision du système bancaire.

De plus, avec la prise de participation des étrangers, les banques bénéficieront d'économies d'échelle, d'une plus grande profondeur financière et d'un accès plus facile aux marchés financiers extérieurs. Dans le même sens, comme De Haas et Van Lelyveld (2004) l'avancent, les portefeuilles détenus par les banques étrangères, qui entrent dans les pays en développement, se caractérisent, à la fois, par une forte capitalisation et une diversification accrue à l'échelle internationale, ce qui favorise un lissage inter-temporel du crédit dans les périodes de récession connues par l'économie domestique, période où les banques nationales manquent généralement de moyens.

D'après Peek et Rosengren (2000), l'accueil des banques étrangères dans les économies sous-développées financièrement globalisées contribue à la stabilité de leur système financier, dans la mesure où elles sont généralement mieux capitalisées, dotées d'une offre plus diversifiée et plus compétitives et qu'elles sont plus liquides, car plus connectées aux marchés financiers internationaux, les banques étrangères supplantent les banques locale en matière de résistance et résilience face aux chocs macroéconomiques internes. A cet effet, en mauvaise conjoncture économique interne, où le revenu et l'épargne baissent, l'investissement national peut compter sur le financement des banques étrangères, qui sont moins dépendantes des dépôts domestiques que les banques locales, qui auront tendance à diminuer leur offre de crédit dans de telles circonstances. Aussi, il est fort probable que les épargnants verront dans les

banques étrangères une alternative au retrait de leurs capitaux du système financier national, vu l'ébranlement réel ou anticipé des banques locales en temps de crises ou d'instabilité. Pour cela, depuis les années 1980, la Banque Mondiale a soutenu la privatisation du secteur bancaire dans les pays en développement et la prise de participation des étrangers dans les banques domestiques, et ce, en dépit des crises bancaires qui ont émaillé la croissance des pays émergents dans les années 90, en alléguant que la présence extérieure est un facteur de la stabilité du système bancaire (Stein (2012)).

De même, De Haas et Van Lelyveld (2010) et Brana et Lahet (2012) expliquent la résistance des filiales bancaires étrangères aux chocs internes par le soutien de leur banque mère qui agit tel un prêteur en dernier ressort ce qui donne de la confiance aux déposants, évite les retraits massifs des dépôts et stabilise le marché bancaire. D'après ces auteurs, ceci est d'autant plus possible que l'offre de crédit des banques étrangères se base principalement sur les dépôts locaux en monnaie nationale.

Cependant, à l'opposé de ces travaux qui, en somme, soutiennent que l'adaptation du marché financier local à la concurrence des banques étrangères devrait se faire sans problème, et donner lieu à des retombées positives en termes de productivité des facteurs de production, des études théoriques ont nuancé la thèse selon laquelle l'introduction des banques étrangères sur le territoire national favorise le développement financier domestique dans un contexte d'ouverture financière.

Dans leur modèle, Dell'Ariccia et Marquez (2004) présentent un marché financier segmenté par l'existence de deux types de prêteurs, des prêteurs dotés d'un avantage concurrentiel informationnel en matière d'estimation de la solvabilité des clients, à savoir les banques locales, et des prêteurs relativement moins informés sur les clients, qui représentent les banques étrangères. Afin de minimiser les coûts liés au monitoring, qu'elles doivent mettre en œuvre, les banques étrangères, grâce à la compétitivité-prix de leur offre, vont attirer et fidéliser les clients les moins douteux et litigieux, à savoir généralement les grandes entreprises. Ceci fait, les banques domestiques se contenteront des petites et moyennes entreprises, moins transparentes et plus fragiles du point de vue de leur organisation, de leur gestion financière et de leur gouvernance en général. Ainsi, Dell'Ariccia et Marquez (2004) démontrent que l'ouverture financière fait des gagnants et des perdants par le jeu de la concurrence, quoique, en définitive, l'entrée des banques étrangères reste favorable à l'augmentation du volume des prêts et la baisse de leur coût, ce qui promeut l'investissement global et la croissance.

Plus catégoriques sont Tressel et Verdier (2007) qui affirment que la libre circulation des capitaux et des institutions qui les portent, occasionnée par la globalisation financière, peut avoir un impact négatif sur la gouvernance du système financier national. En effet, dans un contexte de concurrence attisée, une complaisance accrue entre banques et entreprises locales et étrangères peut voir le jour et donner lieu, par conséquent, à un laxisme exagéré de la part de la gouvernance bancaire eu égard au risque pris par leurs clients.

Contrairement au modèle de Dell'Ariccia et Marquez (2004), le modèle de Gormley (2014) prévoit une baisse des fonds bancaires prêtables suite à l'introduction des banques étrangères qui vont concurrencer les banques autochtones. En effet, Gormley (2014) modélise, pareillement, un marché segmenté, où cohabitent des prêteurs mieux informés (locaux) que d'autres (étrangers). Ceci fait que les banques étrangères payent un coût informationnel plus important que les banques domestiques à cause de la barrière culturelle et institutionnelle, ce qui les dirige vers des clients de plus grande taille et de meilleure solvabilité, et tout comme dans le modèle de Dell'Ariccia et Marquez (2004), les petites et moyennes entreprises restent pour les banques locales. Néanmoins, par le jeu de la concurrence et étant donné la moindre compétitivité des banques autochtones par rapport à leurs consœurs étrangères, les petites et moyennes entreprises ne pourront plus avoir de financement avec les sorties des banques nationales les moins performantes. Ceci finit par baisser le niveau des prêts et l'accès à ces derniers, ce qui est loin d'être un signe de développement financier.

Cull et Martinez Peria (2007) font valoir que les filiales bancaires étrangères présentes dans les pays récipiendaire des flux de capitaux sont une source d'instabilité financière, étant donné l'instabilité de leur offre de crédit et la durée de leur présence dans le pays. Jones et Krause (2007) expliquent cela par la facilité de désengagement de ces dernières du marché local en cas de problème, comme celui d'un manque d'appui de la banque mère ou une conjoncture défavorable dans leur pays d'origine ou dans le pays hôte. En libre circulation des capitaux, le désengagement peut prendre la forme d'une réduction de l'activité courante ou d'une sortie totale du marché, sans oublier la possibilité que ces banques pourraient faciliter la fuite des capitaux de leurs clients en périodes troubles.

Les filiales bancaires peuvent aussi constituer des canaux de contagion des crises ou des instabilités, financière et monétaire. En effet, une banque mère, face à des difficultés financières dues à des problèmes endogènes ou à une mauvaise conjoncture générale, aura tendance à diminuer son soutien à ses filiales dans un pays étranger. Elle aura aussi tendance à réallouer ces ressources vers d'autres filiales dans d'autres pays qu'elle estime plus rentable.

Ainsi, elle transmet le choc au système financier du pays hôte et le déstabilise (McGuire et Tarashev (2008) ; Brana et Lahet (2012)).

Pour Boot (2000), l'intensification de la concurrence entre les institutions financières étrangères et locales n'est pas toujours bénéfique. Elle pousse ces institutions à privilégier les relations à court terme avec les clients, qui auront plus de possibilités de changement d'une institution financière à une autre. Les banques aussi seront moins intéressées par un investissement lourd en informations sur leurs clients, étant donné que cet investissement n'est rentabilisé que sur le long terme, ce qui pèse sur leur compétitivité de court terme, surtout que la fidélisation de la clientèle est assez ardue dans un contexte d'une offre bancaire importante et diversifiée. Aussi, l'intensification de la concurrence réduit le coût du capital, ce qui devrait promouvoir l'investissement, mais risque d'entrainer également une baisse des marges bénéficiaires bancaires. Pour se refaire, les banques pourront être tentées par la spéculation, ce qui déstabilise souvent le système financier (Hellmann, Murdock et Stiglitz (2000)).

Ainsi, il se pourrait que la politique de libéralisation financière externe permette l'entrée des institutions financières étrangères, et développe le marché financier domestique. Mais, ce faisant, elle risque aussi d'installer des opérateurs financiers spéculateurs et déstabilisants (Rajan (2005)), à l'instar des *hedge funds*.

Pour Calderón et Kubota (2009a), le mouvement de déréglementation qui accompagne la globalisation financière et notamment l'entrée des banques étrangères relâche de nombreuse contraintes réglementant dans le système financier domestique ce qui pourrait pousser les banques s'y rattachant à prendre plus de risque et déstabiliser le marché.

D'après Agénor (2003), après la libéralisation financière externe, le pays désormais ouvert financièrement est censé recevoir des flux instables de capitaux étrangers, ce qui risque de déstabiliser son système financier domestique.

Eichengreen, Gullapalli et Panizza (2011) considèrent que l'ouverture financière développe le système financier, mais engendre des crises financières par ricochet.

Par ailleurs, si la globalisation financière est synonyme d'entrée d'épargne étrangère au sein de l'économie domestique, qui devrait développer son système financier, elle est aussi un facteur stimulateur de l'endettement de ce dernier et de sa dépendance à l'égard de l'étranger.

D'après Mendoza (2006), dans les économies se caractérisant par une faible complétude de leurs marchés, notamment financiers, et une pauvreté relative en capital, l'ouverture financière est contreproductive, en ce sens où elle augmente la dette totale et son coût.

Broner, Martin et Ventura (2010) ont construit un modèle de croissance standard où les faibles dotations en capital ne permettaient pas à l'économie d'honorer sa dette étrangère. Cette modélisation est conforme à la tendance générale de la littérature, qui stipule qu'il est plus fréquent que la dette domestique soit honorée, contrairement à la dette étrangère. Mais, dans un contexte d'ouverture financière, la possibilité qu'ont les investisseurs étrangers à vendre leurs titres de créance à des investisseurs locaux risque de nuancer ce constat. En guise de conclusion, les deux auteurs soutiennent que le remboursement de la dette étrangère, en libre circulation de capitaux, dépendra du ratio épargne domestique sur dette externe. La faiblesse de ce ratio est un signal de défaut de remboursement, qui peut freiner les entrées de capitaux et encourager leur fuite. Broner et al. (2010) ajoutent que ceci est d'autant plus probable dans des économies dotées d'un système financier peu développé et d'un cadre institutionnel fragile.

Sous ces rapports, il est pertinent d'avancer que, tout comme la relation de causalité double, démontrée dans la relation entre le développement financier et la croissance économique, force est de relativiser l'association causale unidirectionnelle entre le développement financier et l'ouverture financière, selon laquelle c'est la deuxième qui impacte significativement et positivement le premier.

Pour Aoki et al. (2010), les problèmes d'asymétrie d'information qui concernent les opérations et actifs financiers, en l'occurrence à l'échelle transfrontalière, font que, si une économie se globalise financièrement, il faudrait qu'elle se dote d'un système financier qui assure au moins la gestion de l'information financière du risque et de la liquidité. A défaut de cela, l'épargne étrangère risque de financer des activités non productives, la surproduction et/ou la surconsommation. De plus, l'instabilité qui caractérise les capitaux mobiles internationalement peut déstabiliser l'économie hôte.

Caballero et Krishnamurthy (2001) et Aghion, Angeletos, Banerjee et Manova (2005) font valoir que, dans des économies financièrement ouvertes, où le système financier n'est pas assez développé, tout afflux ou reflux des capitaux étrangers soudains est synonyme d'instabilité macroéconomique cyclique.

D'après Obstfeld (2009), c'est lorsqu'ils atteignent un certain niveau de développement que les systèmes financiers attirent les flux de capitaux externes.

Poussé à l'extrême, le raisonnement de tous ces auteurs débouche sur l'idée que, en fin de compte, c'est plus le développement financier qui permet à une économie de se globaliser financièrement que l'inverse.

II.2.2 Une spécialisation plus facile et efficace de l'appareil productif

La spécialisation de l'appareil productif national a été toujours considérée comme source de gain de productivité à travers l'effet d'expérience et les économies d'échelle qui en découlent (Imbs et Wacziarg (2004)). D'ailleurs, la théorie classique du commerce international, dans sa majeure partie, a considéré qu'une spécialisation industrielle permet à toute nation de dégager des gains de productivité l'habilitant, de cette manière, à tirer profit de l'ouverture commerciale, de sorte qu'elle serait un choix bénéfique pour plusieurs pays en développement. Toutefois, si un bon nombre de ces pays sont réticents à l'égard de ce choix économique, c'est, entre autres, à cause du grand risque qu'il engendre, dans la mesure où une structure de production assez spécialisée est plus instable et comporte des risques d'une volatilité du revenu et de la consommation. Ainsi, le gain en spécialisation qu'enregistrerait l'industrie nationale peut avoir comme corollaire des pertes en bien-être des ménages, en l'occurrence un manque de diversification des produits consommés et une instabilité du revenu disponible. Face à cet obstacle à la spécialisation, l'échange international des biens et services s'avère une solution, principalement pour la diversification de la consommation. Cependant, pour que le commerce joue ce rôle, la disponibilité d'un volume d'épargne domestique qui permet le financement des importations est indispensable, ce qui n'est pas toujours le cas dans les pays en développement les moins dotés en capital. C'est exactement là que la globalisation financière est supposée consacrer la spécialisation, en finançant les importations avec les entrées de capitaux étrangers. En effet, dans une économie financièrement libéralisée, même s'il y a une baisse conjoncturelle de la production à structure fortement spécialisée et du revenu intérieur, les ménages auront toujours la possibilité de puiser dans l'épargne extérieure pour financer leur consommation des produits locaux et étrangers, surtout grâce à une intégration croissante sur le marché financier international. Pour Obstfeld (1994), Acemoglu et Zilibotti (1997) et Kalemli-Ozcan, Sørensen et Yosha (2003), ce lissage inter-temporel de la consommation est l'un des bienfaits majeurs de la globalisation financière. Quant à Kose et al. (2006 et 2009), ils ajoutent qu'un tel effet est empiriquement plausible vu que les périodes de crise et de croissance ne sont généralement pas harmonisées entre les pays émetteurs et récepteurs de capitaux dans le monde.

Dans la même perspective, Koren (2003) associe dans un modèle ricardien la faiblesse du commerce international à l'autarcie financière. Selon cet auteur, même s'il n'y a pas de barrières entravant le libre échange des biens et des services, le contrôle des capitaux réduit

les transactions commerciales et empêche la spécialisation des nations, ce qui limite les bienfaits potentiels du commerce international.

Obstfeld (1994 ; 1998b) soutient que le libre accès aux marchés financiers internationaux garantit aux pays en développement la diversification de leur production. En effet, ayant plus de sources de financement, ces pays vont pousser les limites de leur frontière des possibilités de production au-delà de ses bases étroites qui sont souvent agricoles ou dépendantes des ressources naturelles, ce qui devrait réduire le risque afférent à la volatilité macroéconomique. De même, la globalisation financière permet de détenir des actifs plus risqués, mais aussi et surtout plus rentables, car elle assure une meilleure gestion du risque s'y rattachant, grâce à la diversification des portefeuilles d'investissement.

En s'appuyant sur les travaux de Lucas (1990), Bekaert, Harvey et Lundblad (2006) ont constaté théoriquement que la globalisation financière amoindrit le risque de variabilité de la consommation par rapport à la production. Pour ces auteurs, les consommateurs sont de nature averse au risque d'une diminution de leur pouvoir d'achat. De ce fait, ils ont recours à l'endettement pour se prémunir contre une baisse possible de leur revenu due à une fluctuation conjoncturelle de la production globale. En aménageant de nouvelles ressources financières sous forme de fonds prêtables, la globalisation financière apaise l'aversion des consommateurs et promeut ainsi la stabilité de l'économie.

Prasad et al. (2003) signalent que la coexistence d'une industrie fortement spécialisée et d'un risque macroéconomique entraine des fluctuations au niveau de la production. Pire encore, une telle coexistence peut instaurer une variabilité accrue des revenus, qui à son tour cause une importante volatilité au niveau de la consommation. Confrontées à de telles conséquences, les économies sous-développées renoncent amèrement à la stratégie de spécialisation et aux gains de productivité qui en découlent. La globalisation financière permet l'atténuation de ces risques par la mobilisation d'une épargne étrangère, ce qui offre à ces pays la possibilité de spécialiser leur appareil productif. Cette mobilisation de l'épargne étrangère permet donc une meilleure maitrise du risque lié à la volatilité de la consommation. Par voie de conséquence, elle amoindrit les effets d'éviction d'une spécialisation accrue de l'industrie nationale et accroit ses bienfaits.

Islamaj (2014) expose un modèle de choix de portefeuille dans lequel il démontre que lorsque les consommateurs peuvent tabler sur une « richesse assurée » grâce à l'épargne extérieure mobilisée par la globalisation financière, toute l'économie se spécialisera dans la production des biens qu'elle fabrique le mieux. En d'autres termes, cette dernière consacrera une

part de plus en plus importante de son épargne globale pour financer la production des biens dans lesquels elle dispose d'un avantage comparatif, ce qui améliore sa compétitivité.

Cependant, dans leur critique de la thèse de l'allocation efficace de l'épargne mondiale, avancée par les partisans de la globalisation financière, Brecher et Alejandro (1977) soutiennent qu'en situation de protection de certains secteurs stratégiques de la concurrence des produits étrangers par des barrières tarifaires, les entrées de capitaux étrangers risquent de s'orienter vers ces secteurs au détriment des secteurs dans lesquels l'économie est dotée d'un avantage comparatif, ce qui se traduira par une perte de bien-être et un phénomène de croissance appauvrissante, due à une mauvaise spécialisation. Dans un tel cas, Brecher et Alejandro (1977) attestent que la croissance de la production, issue des entrées de capitaux, dégrade les termes de l'échange et engendre, par la suite, une perte de revenu, perte que l'augmentation des volumes de production et des exportations ne saurait compenser, ce qui veut dire que l'économie produit et exporte plus pour gagner moins.

Par ailleurs, si certains auteurs soutiennent que pour jouir des bienfaits de la spécialisation du développement et de l'exploitation d'un avantage comparatif dans le libre-échange des biens et des services l'adhésion à la globalisation financière est l'un des moyens les plus indiqués, comme nous l'avons déjà montré, d'aucuns avancent que, sur ce sujet, les défenseurs de la globalisation financière ont confondu fin et moyen. C'est la spécialisation et la réussite du commerce extérieur qui permet à la globalisation financière de bénéficier à la croissance et non l'inverse. A défaut de cette performance productive et commerciale, les entrées de capitaux étrangers seraient loin d'être favorables.

D'après Kose et al. (2006), il est fort probable que lorsqu'une économie souffre d'un déficit de sa balance commerciale, elle procède à une dévaluation compétitive de sa monnaie pour promouvoir la compétitivité-prix de ses exportations. Or cette dévaluation a tendance à alourdir le service de la dette étrangère libellé en devises, qui devient plus cher en termes de monnaie locale. Cela est loin d'inciter les investisseurs et créanciers étrangers à entrer et rester au sein de l'économie domestique et peut même déboucher sur un arrêt soudain des capitaux. Par conséquent, Kose et al. (2006) avancent qu'il est primordial que le commerce extérieur atteigne un certain niveau de développement dans les économies récipiendaires des entrées de capitaux, pour que celles-ci agissent positivement sur la croissance économique et n'engendrent pas des crises.

Pour Kose et al. (2009), dans une situation d'arrêt soudain des capitaux étrangers, la réaction d'un pays en autarcie commerciale ou peu intégré dans les échanges mondiaux de

biens et services, est la dévaluation drastique de sa monnaie pour combler le déficit courant. Les conséquences d'une telle action sont souvent néfastes pour le profit des entreprises locales, pour l'investissement domestique en général et le revenu national. En revanche, un pays ouvert à l'échange des biens et services et dont les exportations lui ont permis l'accumulation de réserves de change n'a qu'à puiser dans ces dernières pour boucher le déficit courant. Ces auteurs insistent donc sur l'importance de coupler les deux ouvertures, commerciale et financière, et de la nécessité d'avoir un niveau minimum d'effort à l'exportation pour que la globalisation financière soit bénéfique.

II.2.3 Des choix politiques plus productifs et une meilleure gouvernance et qualité des institutions

Au sens de Rodrik et Subramanian (2003), les institutions englobent les organismes, règles et mécanismes qui stabilisent et régulent les marchés et leur confèrent de la légitimité.

Avant de s'introduire dans un marché donné, les investisseurs étrangers s'informent sur la qualité des règles institutionnelles qui le régissent. Ce critère de sélection n'est pas moins important que celui du taux de rentabilité futur de l'épargne potentiellement investie. Il s'ensuit que ces investisseurs seront souvent moins susceptibles de s'intéresser à des économies dans lesquelles la fiscalité ou/et la politique monétaire entravent la concurrence. De ce fait, pour attirer les flux financiers, notamment les IDE, les instances réglementaires dans les pays en développement sont obligées de s'engager dans des mesures de politique économique efficaces, assainir leur climat des affaires et améliorer la qualité de leurs institutions. Elles doivent, réciproquement, éviter les mesures contreproductives, discriminantes et corruptives, qui servent des intérêts privés au détriment du bien-être collectif, pour s'épargner une fuite des capitaux nocive au financement de la croissance. Sous ce rapport, il est clair que les coûts d'une mauvaise politique économique sont plus élevés lorsque l'économie en question est en ouverture financière que lorsqu'elle est en autarcie financière, et il en va de même pour les bénéfices. Du moment où ils décident de libéraliser financièrement leurs économies, les décideurs politiques ont intérêt à gagner la confiance des investisseurs étrangers, des marchés financiers en général et des agences de notation pour veiller aux intérêts économiques de leurs pays. Ainsi, indirectement, la globalisation financière sollicite un surcroit de rigueur des politiques économiques déployées dans les pays y adhérant, ce qui stimule l'accumulation et l'allocation productive de l'épargne, ainsi que la croissance.

Gourinchas et Jeanne (2005) insistent sur le fait que dans les pays en développement, l'Etat est fortement tenté d'instituer une fiscalité prédatrice sur le capital. Une telle politique nuit à l'investissement et hypothèque la croissance. Cependant, en garantissant la réallocation du capital vers les secteurs les plus productifs, la globalisation financière interdit indirectement au gouvernement le recours à ces pratiques, car les pertes en termes de productivité occasionnées par une lourde taxation du capital sont plus graves en présence d'un libre mouvement de capitaux que dans le cas d'une autarcie. Ainsi, la globalisation financière assujettit la politique économique à plus de rigueur et de discipline.

Pour Eichengreen, Maxfield et Pauly (1999), mis à part le fait que la globalisation financière permet un transfert technologique à travers les IDE[30], elle contribue à l'instauration et la consolidation des Etats démocratiques. En effet, puisqu'elle promeut la concurrence, l'ouverture financière va ébranler le pouvoir des structures oligopolistiques économiques et même politiques, ainsi qu'encourager une gouvernance participative basée sur la transparence informationnelle, puisque cette gouvernance va désormais être supervisée par les instances économiques supranationales.

En outre, un certain nombre d'études traitant des effets de la globalisation financière sur la croissance économique ont analysé la relation entre la libéralisation des mouvements de capitaux et la qualité de ce qu'elles appellent la gouvernance[31] privée et publique.

Dans un modèle théorique, Stulz (2006) distingue deux typologies d'agents économiques :

- Les *insiders* : ce sont les décideurs politiques dans la sphère publique (hommes politiques) et dans la sphère privée (managers, dirigeants, actionnaires majoritaires, …), qui détiennent des informations sur l'état économique des entreprises que les *outsiders* ignorent.
- Les *outsiders* : ce sont les agents qui ne gèrent pas l'entreprise et l'activité économique en général, à savoir les créanciers, les actionnaires minoritaires, etc.

[30] Par la déréglementation de leur compte financier, les pays en développement vont théoriquement être à même d'attirer des investissements étrangers et surtout les investissements directs étrangers (IDE) en provenance des pays développés. Ce type d'investissement est porteur de progrès technique, car il mobilise des compétences avancées en gestion, ainsi que des technologies qui manquent au tissu industriel des économies les moins avancées. Le progrès technique a ainsi de fortes chances d'être stimulé et avec lui la croissance économique par l'amélioration de la productivité globale des facteurs de production grâce à la globalisation financière (Borensztein, De Gregorio et Lee (1998)).

[31] Selon Smouts, Battistella et Vennesson (2006), la notion de « bonne gouvernance » inclut les notions d'Etat de droit, absence de corruption, équité, responsabilité, imputabilité, efficacité, transparence et participation.

Dans le modèle de Stulz (2006), la discrétion des *insiders* en matière informationnelle leur permet de déposséder les *outsiders* de leurs biens et d'en profiter à l'échelle individuelle. Avec l'ouverture financière, ce problème d'agence causé par l'asymétrie d'information aura, d'après l'auteur, tendance à diminuer. En effet, les avantages potentiels liés à l'accès à un financement sans risque, dont les *insiders* jouiront (grâce à la présence d'*outsiders* étrangers, qui ne vont accepter de financer les entreprises que s'ils n'anticipent pas le risque d'une expropriation de leurs biens), les inciteront à améliorer la qualité de la gouvernance des entreprises et de l'Etat.

Dans le même ordre d'idées, pour Doidge, Karolyi et Stulz (2007), c'est lorsqu'elle déclenche des problèmes d'agence du type actionnaire-gestionnaire et épargnant-banque dans les entreprises, qui se financent à partir d'une épargne étrangère, que la globalisation financière améliore la gouvernance dans les pays d'accueil, car l'apparition de tels problèmes incite ces entreprises à investir dans l'amélioration et le respect du cadre réglementaire, qui gère et contrôle leurs activités. A long terme, cela baisse le coût de la gouvernance et de l'investissement et sert la croissance.

D'après les mêmes auteurs, dans un contexte de globalisation financière, l'accès des entreprises au marché financier international dépend plus de la qualité de leur gouvernance que des caractéristiques économiques de leurs pays d'origine. Par conséquent, puisqu'ils ont intérêt à intégrer ces marchés pour jouir d'un financement au-delà de l'épargne domestique, les autochtones seront obligés d'améliorer la qualité de la gestion, du contrôle et de la surveillance au sein de leurs organismes. C'est ainsi qu'indirectement la globalisation financière améliore la gouvernance privée.

Stulz (2006) soutient que les investisseurs étrangers, issus des pays développés, maitrisent des compétences et des technologies qui leur permettent d'assurer une gestion entrepreneuriale plus efficiente que celle des managers qui opèrent au sein des économies sous-développées. Spécialement, l'entrée des IDE, due à la déréglementation du compte capital, favorise le transfert de nouvelles méthodes de gestion, d'organisation de travail et de veille informationnelle plus sophistiquées au profit du pays en voie de développement. En bénéficiant de cet avantage, les entreprises domestiques enregistrent une hausse de leur productivité, ce qui stimule la croissance économique.

Gourinchas et Jeanne (2013) passe par la condition de la convergence technologique pour expliquer la convergence en revenu des économies à travers la libre circulation du capital. D'après les auteurs, chaque économie suit un processus de rattrapage technologique qui l'amène sur le long terme à converger vers le taux de productivité de l'économie mondiale.

Dans les pays récipiendaires de capitaux, ce rattrapage technologique va permettre de freiner la décroissance du rendement du capital issue de l'entrée de l'épargne étrangère, promouvoir l'investissement et attirer plus de capitaux extérieurs.

En outre, Kose et al. (2006 ; 2009) insistent sur le fait que la présence de firmes étrangères dans des pays relativement pauvres encourage les entreprises locales à innover et à développer une meilleure gouvernance de leurs activités afin de faire face à une concurrence attisée par les flux des IDE.

Pareil pour Obstfeld (2009), plus les entreprises nationales sont dépendantes d'investisseurs internationaux, en l'occurrence des banques étrangères, plus elles sont obligées d'instaurer des mesures de gouvernance et de transparence en adéquation avec les exigences de leurs créanciers.

En ce qui concerne la gouvernance publique, Wei (2000) et Gelos et Wei (2005) affirment que l'ampleur de la corruption, la lourdeur de la bureaucratie et le manque de transparence du gouvernement découragent les entrées de capitaux et surtout celle des IDE. A partir de ces propos, Kose et al. (2006 ; 2009) font valoir que les pays adhérents au processus de globalisation financière doivent améliorer leur gouvernance publique et la qualité de leurs institutions, sous contrainte de fuite de capitaux. A partir de cela, il apparait que la globalisation financière contribue indirectement à l'instauration d'une bonne gouvernance dans ces pays.

De même, Cornelius et Kogut (2003) déclarent que les pays en voie de développement ayant libéralisé leur compte capital sont incités à adapter leurs structures de gouvernance aux exigences des investisseurs internationaux.

Rajan et Zingales (2003) ont construit un modèle théorique qui présente un ensemble d'institutions financières ayant des conflits d'intérêts au sein du système financier. Parmi ces dernières, des mastodontes financiers qui pourraient être touchés par la concurrence de leurs consœurs entravent le développement du secteur financier par des actions de lobbying contre les mesures gouvernementales qui ont pour objectif la décentralisation du pouvoir sur le marché. Face à cette situation, les auteurs préconisent une politique de libéralisation financière afin d'affaiblir l'opposition de ces opérateurs et faciliter le développement de la concurrence dans toute la sphère financière. Selon eux, le libre mouvement de capitaux et la présence d'institutions financières étrangères vont ébranler les structures du pouvoir sur le secteur financier local, ce qui empêchera certains groupes de contrecarrer les réformes gouvernementales, d'où le renforcement de la gouvernance publique et l'essor de la sphère financière.

De même, Bartolini et Drazen (1997), Gourinchas et Jeanne (2006) et Obstfeld (2009) font valoir qu'eu égard à la dépendance de leurs économies des investisseurs étrangers dans un contexte d'ouverture financière, les gouvernements seront plus réticents à l'application de politiques économiques exagérément expansionnistes, voire populistes et contreproductives, surtout si la période des prochaines élections n'est pas proche.

Cependant, au-delà de ces travaux, qui lient fortement l'entrée des IDE, supposée être bénéfique à l'ouverture financière, moyennant l'amélioration de la gouvernance et la discipline macroéconomique qu'elle implique, Aubin, Berdot, Goyeau, et Léonard (2006) affirment que c'est lorsque les IDE s'intéressent aux attributs commerciaux d'un marché donné et non pas à son potentiel d'abaissement des coûts de production, qu'ils contribuent au rattrapage technologique, à la hausse du revenu et la diversification de la demande dans les pays récipiendaires, faute de quoi ils risquent de s'avérer contreproductifs.

En ce sens, Agosin et Mayer (2000) avancent que l'impact positif des IDE sur l'investissement global et, par là, sur la croissance dépend de son ciblage. Si l'IDE concurrence l'investissement domestique dans des « secteurs-phares » où le capital est relativement abandon, il risque d'être contreproductif. Concrètement, les entreprises locales peuvent ne pas supporter la concurrence des entreprises étrangères, notamment des multinationales, dotées de ressources financières et technologiques considérables, et finiront par se retirer du secteur en question. De même, un IDE du type fusion-acquisition qui ne modernise pas l'appareil productif et n'accroit pas le capital de la firme risque de ne pas déboucher sur un accroissement de la formation brute du capital fixe et sur une hausse de la production et des revenus. Bien au contraire, d'importantes opérations de ce type peuvent apprécier le taux de change et, par conséquent, nuire à la compétitivité-prix des exportations.

Ju et Wei (2010) affirment que, en assurant une entrée d'IDE, la globalisation financière peut camoufler la précarité de la gouvernance des entreprises et des institutions financières domestiques, étant donné que les pertes en investissement intérieur dues à ces méfaits seront compensées par l'investissement extérieur. Cela décourage l'application des réformes institutionnelles et de gouvernance, désormais remplacées par la simple décision d'une libéralisation financière externe.

En général, d'après Rodrik (2001), la mise en place des politiques adéquates à l'ouverture financière, à travers son effet de discipline, peut s'avérer coûteux lorsqu'il se fait au détriment d'autres mesures prioritaires, à l'instar de l'éducation, la santé, la réduction

d'inégalité, etc., qui incombent à l'Etat. Ce problème est d'autant plus probant lorsque les pays en question sont pauvres économiquement et institutionnellement.

Wyplosz (2004), Acemoglu, Johnson, et Robinson (2005) et Kose et al. (2006 ; 2009) font valoir que l'application de politiques économiques saines est certes nécessaire pour jouir des bienfaits de la globalisation financière, éviter l'arrêt et la fuite des capitaux, ainsi que se prémunir contre les instabilités macroéconomiques et les crises. Mais ces politiques doivent être accompagnées d'un cadre institutionnel propice, qui combat la corruption, assure les droits de propriété, incite à la transparence, encourage la concurrence et favorise un climat de stabilité politique. A défaut de la vérification de ces conditions, il y a des risques que la globalisation financière dégrade le PIB national.

D'après Bussiere et Fratzscher (2008), si l'ouverture financière est à même d'être bénéfique à la croissance des pays récipiendaires des flux de capitaux sur le court terme, il n'est pas sûr que ses bienfaits se prolongent sur le long terme. Deux éléments doivent être vérifiés pour étendre les gains de la globalisation financière dans le temps. Il s'agit de la bonne qualité des institutions, ainsi que le respect des droits de propriété en général, la lutte contre la corruption et le favoritisme, des politiques publiques rigoureuses et non populistes, etc., et la prépondérance des investissements directs étrangers dans la composition des flux de capitaux entrants. Pour plusieurs auteurs, à l'instar de Faria et Mauro (2009), il y a une interaction entre les deux conditions de Bussiere et Fratzscher (2008), étant donné que la qualité institutionnelle des pays hôtes conditionne non seulement leur capacité à attirer les flux de capitaux, mais aussi la nature de ces flux.

II.2.4 L'envoi de signaux positifs aux investisseurs étrangers

En soi, la libéralisation financière est un gage d'application de politiques économiques disciplinées. Elle est supposée jouer le rôle d'une garantie de la mise en œuvre de mesures promotrices de la concurrence que le gouvernement offre implicitement aux investisseurs et aux marchés étrangers. Parfois, le simple fait d'éliminer les barrières à la sortie des capitaux étrangers favorise l'entrée des flux financiers. Selon Bartolini et Drazen (1997), cela a été vérifié dans les pays développés et certains pays d'Amérique latine, qui ont profité des avantages apportés par les IDE.

Tytell et Wei (2003) élaborent un modèle à « *n* » firmes étrangères et une firme domestique dans une petite économie ouverte financièrement. Toutes les firmes disposent de la même technologie pour produire un bien identique avec du capital homogène. Le gouvernement à l'échelle domestique maximise sa « fonction-objectif » en intégrant les anticipations

de sa politique par les investisseurs étrangers détenteurs des firmes étrangères. Suite à cette maximisation, ce dernier décide de la probabilité « *q* » selon laquelle il choisira d'entamer des politiques économiques saines ou mauvaises. Les investisseurs étrangers intègrent cette probabilité « *q* » dans leur décision relative au montant du capital investi dans l'entreprise.

Tytell et Wei (2003) trouvent deux résultats principaux :

- Le premier est que plus la probabilité que le gouvernement opte pour des politiques saines (*q* est élevé), plus le nombre de firmes étrangères et donc des investisseurs étrangers et le niveau du capital extérieur investi sont importants (*n* est élevé) ;
- Le deuxième est que, en prenant en considération les anticipations des investisseurs étrangers et la probabilité d'un arrêt soudain des entrées de capitaux « *s* », le gouvernement choisira de mettre en place des politiques de moins en moins saines (*q* est petit) à mesure qu'il anticipe un revirement possible de l'humeur des firmes étrangères (*s* est élevé).

Sous ces rapports, il s'avère qu'il existe un effet de discipline en matière de gouvernance publique que la globalisation financière impose indirectement aux économies à besoin de financement. Toutefois, cet effet diminue lorsque les décideurs politiques anticipent un changement d'humeur des investisseurs étrangers, notamment un reflux massif des capitaux extérieurs. D'après Tytell et Wei (2003), ceci peut s'expliquer par la conscience des gouvernements que les entrées de capitaux ne sont pas sensibles qu'aux conditions macroéconomiques domestiques, mais déterminées par d'autres facteurs exogènes. Dans ces conditions, les décideurs politiques seront de plus en plus tentés à renoncer à engager des politiques saines, surtout si elles sont coûteuses.

Gourinchas et Jeanne (2005) modélisent une petite économie en autarcie, puis en ouverture financière avec une fonction de production à deux facteurs, travail et capital. En absence de mobilité du capital, les résidents investissent leur richesse pour produire et reçoivent un salaire et un revenu du capital. Lorsqu'il y a ouverture financière, ces résidents auront la possibilité d'investir à l'étranger. Pour ce qui est de l'investissement domestique, il sera financé en partie par des investisseurs étrangers. Partant, d'après Gourinchas et Jeanne (2005), l'Etat est obligé d'appliquer des politiques saines dans le cadre d'une ouverture financière pour maintenir un niveau élevé d'investissement, car c'est ainsi que les investisseurs étrangers et domestiques ne se désengagent pas de l'économie nationale. A défaut d'une politique étatique saine, l'écart entre le stock de capital détenu par les résidents et le stock de capital nécessaire à l'investissement domestique ne va pas être comblé par un financement étranger et la produc-

tion risque de baisser en deçà de son niveau autarcique, étant donné que même l'épargne nationale alimentera l'investissement étranger.

En outre, tout comme Tytell et Wei (2003), Gourinchas et Jeanne (2005) font valoir que les gouvernements choisissent des politiques peu saines, lorsqu'ils anticipent une forte probabilité de fuite massive de capitaux.

Selon Ju et Wei (2010), même dans un contexte d'une faible gouvernance des entreprises nationales et une précarité des institutions régissant le système financier domestique, la globalisation financière continue à agir positivement sur la croissance, sous la seule condition que les droits de propriété soient préservés. En effet, nonobstant les sorties du capital financier (flux de dettes principalement), dans ce cas de figure, il y a de très fortes chances que les investissements directs étrangers affluent et affectent positivement la production, si les gouvernements décident de s'ouvrir financièrement.

Conclusion

Qu'est-ce que la globalisation financière ? Comment la mesurer ? Quelles sont les soubassements théoriques des thèses affirmant les bienfaits de l'ouverture financière ? Dans le cadre de ce chapitre, nous avons tenté de proposer des éléments de réponse à ces trois questions.

C'est parce que la « globalisation financière », notion centrale dans notre problématique, parait souvent comme un concept « fourre-tout » dans la littérature contemporaine, même spécialisée, que son amalgame avec d'autres notions, apparemment proches, en l'occurrence la mondialisation financière, risque de déformer les thèses y afférant et distordre ses mesures au péril de mal apprécier ses effets. Pour cela, préciser de quoi on parle lorsqu'on évoque le concept de globalisation financière a été le premier pas dans l'édifice de ce chapitre.

Nous avons basé ce travail sur une revue conceptuelle des termes mondialisation, globalisation et globalisation financière, pour finir par donner des définitions synthétiques de ces trois concepts, notamment la globalisation financière en la distinguant, principalement, de la mondialisation financière.

Une fois le phénomène de globalisation financière défini, il nous a semblé pertinent de préciser les indicateurs économiques adoptés pour le quantifier, avant de se pencher plus tard sur ses effets. Ainsi, une analyse critique des indicateurs de la globalisation financière les plus

utilisés dans la littérature (Kose et al. (2006 ; 2009) ; Quinn et al. (2011)), nous a mené à distinguer les mesures de *jure* et les mesures de *facto*.

Les mesures *de jure* rendent compte de l'étendue du degré de libéralisation financière externe d'un pays. Ceci passe, principalement, par une analyse des restrictions pratiquées par le gouvernement sur la circulation des flux de capitaux. Tandis que, comme leur dénomination l'indique, les mesures *de facto* quantifient la globalisation financière dans les faits (flux, stocks, taux d'intérêts, …). Ainsi, si c'est la globalisation financière qui est à quantifier, en tant que phénomène mondial, il vaut mieux utiliser des mesures *de facto* que *de jure*. En effet, ces dernières renseignent plus sur la politique d'ouverture financière que sur la réalité des échanges transfrontaliers des capitaux (Kose et al. (2009)).

A la fin de ce chapitre, nous avons étudié les arguments soutenus par les défenseurs de la globalisation financière, en les soumettant à chaque fois aux nuances et critiques dont ils ont été l'objet.

La globalisation financière permet une plus performante accumulation et allocation du capital dans les pays en développement, ce qui débouche sur l'augmentation de l'épargne nationale, la baisse du coût du capital, la croissance et la convergence de ces pays. Tels sont les avantages classiques ou traditionnels, directs, de la globalisation financière.

Plus que ces avantages, des avantages indirects, collatéraux, sont également en jeu et seraient plus à même de faire converger ces pays en développement vers un revenu plus élevé, à travers l'amélioration de la productivité des facteurs de production. Ces derniers se résument dans le développement financier et la stabilité financière, la spécialisation, ainsi que la discipline en matière de politiques économiques et l'amélioration de la qualité institutionnelle et de gouvernance, que l'ouverture financière apportera dans son sillage.

Néanmoins, aucune de ces thèses n'est exempte de nuances. S'agissant du surplus d'épargne extérieure, qui est censé financer la croissance et la convergence des pays en développement, il semble que ces derniers n'arrivent pas toujours à l'attirer même en se globalisant et que sous certaines conditions (faibles institutions, politiques macroéconomiques inadéquates, précarité du capital humain ou/et physique, …) ce surplus risque de financer des activités contreproductives et déstabiliser l'économie réelle. Quant aux avantages indirects, collatéraux, de la globalisation financière, qui sont supposés augmenter la productivité des facteurs de production dans les économies en voie de développement, ils peuvent être vus sous un autre angle comme des conditions de seuil difficiles à atteindre par ces économies et à défaut desquels l'ouverture financière ne promouvra pas la croissance.

Ainsi, s'il est possible de dégager une définition relativement précise et, on espère peu contestée du phénomène de globalisation financière, il est difficile d'en faire autant s'agissant de ses mesures et encore moins de ses avantages théoriques supposés. Que les effets de la globalisation financière sur la croissance économique soient l'objet d'une grande controverse dans la littérature empirique, cela semble de ce fait aller de soi, ainsi qu'il sera constaté dans la seconde partie de notre travail, qui entreprend également une investigation empirique sur ces effets sur un panel de pays en développement. Quant à la troisième partie, qui se situe dans le sillage des éventuelles nuances et des critiques à opposer aux thèses de la globalisation financière, elle s'intéressera à un aspect non encore investi sur le plan empirique par leurs contradicteurs, à savoir celui de l'amplification des effets négatifs des instabilités, financière et monétaire, sur la croissance économique dans un contexte d'ouverture financière.

Conclusion de la première partie

D'où vient la globalisation financière ? Est-elle le fruit d'une volonté politique qui l'a institutionnalisée ou bien un élément constitutif qui relève de l'ordre naturel des choses ?

Si l'on résume la globalisation financière à l'échange transfrontalier, il est opportun de dire qu'il s'agit d'un phénomène naturel, comme le soutiennent Calomiris et Neal (2013), et qu'elle est, en conséquence, difficilement réversible, voire irréversible. A partir de là, l'étude de ses effets revêt un aspect plutôt positif, voire descriptif que normatif. En fait, les périodes d'autarcie financière paraissent plus rares que les périodes d'ouverture dans l'histoire de la finance mondiale, et elles sont le plus souvent liées à des conflits politiques et des guerres. Il semble, de ce fait, que comme l'affirme Fernand Braudel (1985, p.20), « […] sans échange, pas de société », et que les échanges financiers transfrontaliers n'échappent pas à cette règle.

Néanmoins, c'est parce que le cadre politico-économique dans lequel elles étaient effectuées a muté dans le temps que ces échanges ont changé de nature d'une époque à une autre dans l'histoire de la finance mondiale. Ainsi, dire que la globalisation financière est le « libre-échange » des flux financiers transfrontaliers, c'est dire que c'est une construction politique qui a connu ses premiers développements en Grande-Bretagne, aux Etats-Unis et, depuis, dans le monde dès la première révolution industrielle, s'est enrayée avec les deux guerres mondiales, la Grande Dépression et les Trente Glorieuses, puis s'est hissée au rang de paradigme économique vers les années 1970, comme Gilles et al. (2010) le soutiennent.

En effet, de l'antiquité – où les flux de capitaux transfrontaliers, mésopotamiens, phéniciens, grecs, carthaginois et romains, étaient, essentiellement, au service d'un commerce de biens et d'esclaves – à l'époque des Etats-nations – dans lesquelles la finance internationale alimentait des projets nationaux de partenariat public-privé, ayant, souvent un but économico-politique, à l'instar des compagnies des Indes et la banque d'Angleterre – en passant par les cités-Etats européennes et les empires médiévaux – où les premiers banquiers intercontinentaux se sont installés près des comptoirs commerciaux et ont renfloué les dettes publiques et les dépenses du clergé – les échanges financiers dans le monde s'effectuaient sur des marchés intercontinentaux et interconnectés. Toutefois, ces derniers n'étaient pas toujours régis que par la loi de l'offre et de la demande. Les échanges étaient régulés par des figures, des instances et des organismes publics, étatiques, politiques et/ou religieux, en l'occurrence le sénat, le clergé, le sultan, le monarque, la Cour, l'Etat, le parlement et la Banque Centrale. C'était également le cas de la période des Trente Glorieuses, où ces échanges étaient contrôlés par

des institutions étatiques nationales. Or, la globalisation financière actuelle a été basée sur les politiques de déréglementation entreprises dans les années 1980, inspirées par les idées des théoriciens de l'école néolibérale : Friedrich Hayek et Milton Friedman et la théorie de libéralisation financière, édifiée par Shaw (1973) et McKinnon (1973). De même, la première globalisation financière des années 1800 était marquée par la suppression du *Bubble Act de 1720*, portant sur la soumission de la constitution des sociétés anonymes à l'obtention d'une charte royale en Grande Bretagne, locomotive de la sphère financière mondiale à l'époque, ainsi que la promulgation des *Brookers Acts* mis en œuvre en 1884 et en 1886. Ces *Brookers Acts* ont libéralisé la Bourse des valeurs mobilières anglaise et l'ont livrée au seul pouvoir de ses intervenants privées, les *brookers*, les grands spéculateurs, les actionnaires, etc., loin de tout encadrement étatique (Belze et Spieser (2007)).

Ainsi donc, que la globalisation financière actuelle ne soit pas irréversible et qu'elle pourrait, par conséquent, être régulée, voire dépassée à travers des politiques et des institutions alternatives, cela parait réalisable. A cet égard, l'étude de ses effets et interactions revêt un aspect double, positif et normatif. Une telle étude est non seulement utile pour voir « ce qui est » de la globalisation financière, mais aussi « ce qui doit en être » pour un meilleur progrès économique, notamment dans les pays en développement.

Par ailleurs, étant donné que voir jusqu'à quel point on peut considérer la globalisation financière comme le fruit d'une volonté politique qui l'a institutionnalisée internationalement et dans quelle mesure on peut l'envisager comme l'un des éléments constitutifs de l'ordre naturel des choses, dépend de ce que l'on entend exactement par « globalisation financière » il est important de définir rigoureusement ce terme.

S'agit-il de la mondialisation financière ?

Si la globalisation financière se définie par les échanges financiers internationaux, marchands et contemporains, la mondialisation financière est de loin plus large en dimension. Elle inclut, d'une part, les échanges de capitaux qui s'effectuent hors du cadre du marché, comme ceux relatifs à l'économie sociale et solidaire et, d'autre part, tous les liens financiers tissées par les peuples du monde tout au long de leur histoire passée et future. Cela dit, pour rapprocher quelque peu les deux termes, on peut dire que la globalisation financière est en fait la mondialisation financière actuelle. Le terme « actuelle » est très important à mentionner, puisque son omission risque de conduire à l'aberrante illusion que l'unique forme que les échanges financiers entre les nations ont pu et pourraient prendre est concurrentielle et « libre-échangiste ».

S'agit-il de l'intégration financière ?

Là aussi, la différence entre les deux notions est à souligner à double trait. Comme l'expliquent Prasad et al. (2003), la globalisation financière est l'ensemble des liens tissés par le va-et-vient des flux financiers entre les pays du monde, alors que l'intégration financière représente le degré de connexion d'une économie donnée à la sphère financière mondiale.

Qu'en-t-il alors des autres notions connexes, telles que la déréglementation financière, la libéralisation financière, la financiarisation, etc. ? Ce ne sont que des composantes, voire des facettes du phénomène de globalisation financière et ne le représentent pas dans son entièreté.

D'un point de vue macroéconomique, ce qui définit le plus pertinemment la globalisation financière, est l'échange transfrontalier de trois flux de capitaux marchands, à savoir les investissements directs étrangers, les investissements de portefeuille et les dettes extérieures. Par conséquent, les mesures *de facto*, exprimées en flux ou en stocks, reflètent mieux la réalité de la globalisation financière, que les mesures *de jure* qui rendent compte de l'étendue du degré de libéralisation financière externe d'un pays. Autrement dit, ces derniers renseignent plus sur la politique d'ouverture financière que sur la réalité des échanges transfrontaliers des capitaux (Kose et al. (2009)), contrairement aux mesures *de facto*.

La globalisation financière et ses mesures ainsi définies, qu'en est-il des thèses sur lesquelles son édifice théorique repose et qui justifient son développement dans le monde ?

D'après les thèses classiques de la globalisation financière, la mobilité internationale du capital permet une plus performante accumulation et mobilisation de l'épargne dans les pays en développement. Ceci devrait augmenter leur niveau d'investissement national et baisser le coût de financement des projets.

Les nouvelles thèses de la globalisation financière soulignent les avantages indirects, collatéraux, de l'ouverture financière, qui se manifestent à travers l'amélioration de la productivité des facteurs de production, grâce au développement du système financier domestique et sa stabilité, une spécialisation plus importante de l'économie, ainsi qu'une meilleure discipline en matière de politique économique et l'amélioration de la qualité des institutions et de la gouvernance.

Toutefois, tous ces avantages théoriques ont été remis en question par les opposants de la globalisation financière. Le principal argument avancé par ces derniers est l'incapacité des pays sous-développés à attirer des flux financiers étrangers productifs et à en tirer profit sur le long terme, à cause de leurs faiblesses institutionnelles et économiques domestiques.

Ainsi, les thèses de la globalisation financière, dans leurs deux versions, classique et nouvelle, sont loin d'être exemptes de controverses dans la littérature théorique. Qu'il en aille autrement de la réalité des répercussions de la globalisation financière sur la croissance économique est donc peu probable, ainsi qu'il sera constaté à travers une analyse de la littérature empirique y afférant, puis testé économétriquement pour un panel de pays en développement dans la seconde partie de notre travail.

DEUXIEME PARTIE : GLOBALISATION FINANCIERE ET CROISSANCE ECONOMIQUE

Introduction de la deuxième partie

L'ouverture financière promeut la croissance économique dans les pays en développement. Elle la promeut principalement grâce à une meilleure accumulation et allocation du capital (McKinnon (1973) ; Shaw (1973) ; Obstfeld (1998a) ; Chari et Henry (2005) ; Prasad, Rogoff, Wei et Kose (2003) ; Kose, Prasad, Rogoff, et Wei (2006 ; 2009)) et l'amélioration de la productivité des facteurs de production (Prasad et al. (2003) ; Tytell et Wei (2003) ; Gourinchas et Jeanne (2006) ; Bekaert, Harvey et Lundblad (2006) ; Doidge, Karolyi et Stulz (2007) ; Obstfeld (2009) ; Kose et al. (2006 ; 2009) ; De Haas et Van Lelyveld (2010) ; Brana et Lahet (2012) ; Bruno et Hauswald (2013)). Tel est l'ultime argument théorique des défenseurs de la globalisation financière, et ce, nonobstant les nombreuses antithèses formulées à leur encontre, comme nous l'avons démontré dans le chapitre 2. Tel est aussi le socle théorique sur lequel se sont appuyés les décideurs politiques, encouragés par les instances supranationales, pour lancer les mesures de libéralisation financière dans un grand nombre de pays en développement, à partir des années 80[32]. Dès lors, sous ces rapports, une question se pose : après plus de quatre décennies de globalisation financière dans le monde, la croissance est-elle au rendez-vous dans les pays en développement ?

Dans cette deuxième partie de notre thèse, nous essayerons d'apporter des éléments de réponse à cette question. Autrement dit, nous tenterons de voir si la globalisation financière a tenu ses promesses théoriques en termes de croissance dans les pays en développement principalement. L'analyse se déroulera selon deux approches complémentaires.

La première approche (chapitre 3) revient à analyser les études empiriques précédentes sur la relation entre la globalisation financière et la croissance économique. Si nous parlons ici d'analyse et non pas d'une simple revue, c'est parce que nous nous ne contenterons pas d'une simple présentation de cette littérature. Nous discuterons la méthodologie et les résultats de chaque étude à la lumière des critiques qui lui ont été opposées. En fait, à travers cette première approche nous répondrons à deux questions :

Y-a-t-il un consensus empirique sur la nature de l'impact de la globalisation financière sur la croissance économique ?

[32] Daprès le Nobel Joseph Stiglitz (2002, p.269) : « le FMI (ou du moins nombre de ses plus hauts dirigeants et experts) croyait que la libéralisation des marchés des capitaux accélérait la croissance des pays en développement. Il le croyait si fort qu'il n'avait pas besoin de preuves, et qu'il récusait d'emblée toutes celles qui semblaient démontrer le contraire. […] Il croyait que la discipline des marchés des capitaux aiderait les pays pauvres à se développer ».

Quels sont les choix méthodologiques adoptés par les études les moins critiquées et qui ont obtenu des résultats robustes sur les effets de la globalisation financière sur la croissance économique ?

Y-a-t-il un consensus empirique sur la nature de l'impact de la globalisation financière sur la croissance économique ?

C'est, entre autres, parce que la globalisation financière semble être le sujet d'un paradoxe (UNCTAD (2012)) entre ses promesses théoriques en matière d'accroissement de la richesse et les instabilités qui l'ont apparemment accompagnée depuis la crise de la dette des pays en développement dans les années 80[33] que l'étude de ses répercussions sur la croissance économique a fait couler beaucoup d'encre dans la littérature économique empirique, si bien qu'il est aujourd'hui impossible de pouvoir rapporter tout ce qui a été dit sur ce sujet. Ainsi, en se basant sur une analyse de plus d'une soixantaine de recherches les plus citées et les plus récentes, nous essayerons de tirer les conclusions générales qui s'imposent sur la réalité de la relation entre la globalisation financière et la croissance économique.

Quels sont les choix méthodologiques adoptés par les études les moins critiquées et qui ont obtenu des résultats robustes sur les effets de la globalisation financière sur la croissance économique ?

Cette question concerne les choix les plus pertinents, au niveau des recherches précédentes en matière d'échantillon étudié (homogène, hétérogène, pays développés, pays en développement, pays émergents, …), d'horizon temporel considéré – sachant que nous avons déjà daté le phénomène de globalisation financière actuelle du début des années 1970, dans le cadre du chapitre 1 – de la méthode d'estimation employée (panel, coupe transversale, Méthode des Moindres Carrés Ordinaire (*OLS*), Méthode des Moments Généralisés (*GMM*),…) et des variables d'intérêt utilisées dans les modèle estimés.

C'est sur la base de ces éléments de réponse que nous mènerons notre deuxième approche (chapitre 4). Cette dernière consiste en un essai de validation empirique des effets direct et indirect de la globalisation financière sur la croissance économique pour un échantillon de 72 pays en développement à revenu bas entre 1972 et 2011, en utilisant la technique économétrique *GMM system* en deux étapes. Plus précisément, il s'agit d'une vérification des

[33] Pour plus de détails sur la genèse de la globalisation financière, voir le chapitre 1.

thèses de Shaw (1973) et McKinnon (1973) sur la convergence des pays en développement financièrement ouverts par l'accumulation et l'allocation du capital, ainsi que la baisse de son coût (avantages classiques de la globalisation financière), d'une part, et de la thèse des avantages collatéraux (*spillovers*) de la globalisation financière, notamment celle de l'amélioration des politiques macroéconomiques (Bartolini et Drazen (1997) ; Rodrik et Subramanian (2003) ; Gourinchas et Jeanne (2005 ; 2006) ; Stulz (2006) ; Obstfeld (2009)) et d'une meilleure spécialisation de l'appareil productif national qui promeut le commerce (Acemoglu et Zilibotti (1997) ; Obstfeld (1994 ; 1998b) et Kalemli-Ozcan, Sørensen et Yosha (2003) ; Kose et al. (2006 ; 2009) ; Islamaj (2014)), d'autre part.

Pour ce faire, nous examinerons, tout d'abord, l'impact direct de la globalisation financière, de la globalisation par l'investissement et de la globalisation par l'endettement sur la croissance économique. Ensuite, nous essayerons d'étudier les effets indirects de ces globalisations sur la croissance *via* le commerce extérieur, l'instabilité des prix et les dépenses de consommation finale du gouvernement. Ceci revient à voir si la globalisation augmente (baisse) l'impact positif (négatif) du commerce extérieur, de l'instabilité des prix et des dépenses publiques sur l'accroissement du revenu.

Ainsi conçue, notre étude se distingue des travaux précédents par son aspect quadridimensionnel, et ce, en combinant une analyse globale et catégorielle des répercussions de la globalisation financière avec et sans la prise en considération de deux de ses avantages collatéraux potentiels. Comme nous l'avons souligné dans le cadre du chapitre 3, la nouvelle tendance de la littérature empirique se focalise sur les effets collatéraux de la globalisation financière en termes de développement financier et de qualité institutionnelle et peu de travaux se sont intéressés aux interactions entre la globalisation financière, la politique macroéconomique, l'ouverture commerciale et la croissance économique dans les pays en développement les moins avancés. De plus, la plupart des auteurs ont étudié le développement du commerce extérieur et la discipline macroéconomique en tant que prérequis à l'ouverture financière et non comme des avantages collatéraux potentiels de la globalisation financière (Eichengreen, Gullapalli et Panizza (2011) ; Kose, Prasad et Taylor (2011) ; Mody et Murshid (2011) ; Sedik et Sun (2012) ; Kunieda, Okada, et Shibata (2014) ; Chen et Quang (2014)).

En dernier point, les résultats issus de cette étude nous permettront de savoir également si les pays les moins avancés ont intérêt à s'ouvrir plus financièrement et vers quel type de globalisation ils doivent s'orienter.

Chapitre 3 : Globalisation financière et croissance économique : une analyse de la littérature empirique

Introduction

Que les arguments théoriques de la globalisation financière aient séduit les dirigeants des hautes sphères économiques supranationales, à l'instar du FMI et de la BM, au point d'être recommandée pour de nombreux pays en développement afin de promouvoir leur croissance économique ne fait aucun doute. Certes, cette séduction n'est pas sans fondement. Mais elle s'est déroulée en dépit de la pertinence des nuances explicitées dans plusieurs travaux théoriques, rapportés dans le chapitre précédent, à l'encontre du phénomène.

Ceci dit, les thèses de la globalisation financière ont été mises à mal par les faits, en l'occurrence dans les économies émergentes, où durant ces dernières décennies la croissance économique a été très souvent ébranlée par des crises, suite à leur adhésion aux politiques de libéralisation.

L'un des cas emblématiques des intégrations apparemment ratées dans la sphère financière mondiale est celui du Chili au milieu des années 1970. A travers une analyse au titre et contenu quelque peu satiriques, «*Good-Bye Financial Repression, Hello Financial Crash*», Diaz-Alejandro (1985) synthétise les sinistres subis par ce pays au lendemain même de son adhésion au phénomène de globalisation financière à travers une double politique de privatisation et de déréglementation du secteur financier, ainsi qu'une ouverture totale du compte financier, qui permettait une libre entrée et sortie des capitaux extérieurs.

Contrairement au cas du Chili et des économies d'Amérique latine en général, la globalisation financière est considérée comme l'un des facteurs de décollage d'une poignée de pays en développement d'Asie du Sud. L'exemple de la Corée du Sud est souvent le plus cité dans ce sens. Toutefois, à y regarder de plus près, ce pays a amorcé sa libéralisation financière partiellement, puisqu'il s'agit d'une ouverture assez régulée, surveillée par l'Etat, et relativement tardive, à savoir dans les années 80, sans oublier qu'une crise financière a pris en otage son économie nationale en 1997 (Park (1996)).

Plus encore, pour nuancer la contribution de la globalisation financière au « miracle économique coréen » et au *take-off* économique des pays émergents en général, il suffit de se pencher sur l'étude de Gourinchas et Jeanne (2013) qui soulignent que la Corée du Sud a enregistré une augmentation moyenne de sa productivité globale des facteurs de production de

4% et un taux d'investissement moyen de 34% entre 1980 et 2000 et n'a presque pas comptabilisé d'entrées nettes de capitaux étrangers, alors que, sur la même période, Madagascar a accumulé 7% de son PIB en entrées de capitaux, en moyenne par an, avec un taux d'investissement moyen qui n'a pas dépassé les 3% et une baisse annuelle moyenne de productivité de 1,5%.

Dans le même sens, Prasad, Rogoff, Wei et Kose (2007a) constatent qu'entre 1970 et 2004, dans les pays en développement, les économies qui ont eu droit à des entrées d'épargne extérieure n'ont pas connu des taux de croissance économique plus importants que les autres. Par contre, les pays en développement qui ont crû le plus rapidement sont ceux qui ont eu des taux d'investissement élevés et des excédents de leurs comptes courants.

Ainsi, l'observation est souvent, à première vue, en contradiction avec les thèses de la globalisation financière. Mais ces thèses continuent, pour ainsi dire, à bien se porter. Ce paradoxe, comme le qualifie la Conférence des Nations-Unies sur le commerce et le développement (UNCTAD (2012)), provient du fait que les travaux économétriques consacrés à l'étude des effets de la globalisation financière sur la croissance des pays financièrement ouverts sont en réalité à conclusions variables.

Il est difficile, compte tenu de l'abondance de la littérature, de pouvoir tout rapporter sur ce sujet. Toutefois, nous tenterons, dans ce chapitre, de tirer les conclusions générales qui s'imposent sur la réalité de la relation entre la globalisation financière et la croissance économique, sur la base de l'analyse d'une soixantaine d'études les plus citées dans la littérature récente.

Dans les quatre premières sections, il sera question de présenter et d'analyser, respectivement, les travaux qui ont mis en évidence un effet positif net de la globalisation financière sur la croissance économique, les essais empiriques qui ont démontré la présence d'un effet mitigé[34] en s'appuyant sur une approche globale[35], les essais qui ont trouvé le même résultat, mais sur la base d'une approche catégorielle[36], et les études qui ont appuyé l'existence d'un impact négatif net ou non significatif.

[34] Cela veut dire que l'impact de la globalisation financière sur la croissance économique est indirect et/ou dépend d'effets de seuil et/ou diffère selon la nature de l'ouverture financière (investissements directs étrangers, investissements de portefeuille, dettes extérieures, aides, …) et/ou change en fonction des horizons temporels (court terme, long terme, …).

[35] Il s'agit des études qui se sont focalisées sur la globalisation financière dans son entièreté et n'ont pas procédé à une analyse catégorielle de cette dernière, à partir d'une comparaison des effets des diverses catégories de stocks ou/et de flux échangés (investissements directs étrangers, investissements de portefeuille, …).

[36] Il s'agit des études qui ont analysé la globalisation financière à partir d'une comparaison des effets des diverses catégories de stocks ou/et de flux échangés (investissements directs étrangers, investissement de portefeuille, …).

Dans la cinquième et dernière section, nous essayerons de répondre à la question suivante : quelles sont les raisons de l'absence d'un consensus empirique en faveur ou en défaveur des thèses de la globalisation financière quant à son effet sur la croissance économique ?

I. La globalisation financière a un effet positif net sur la croissance économique

Dans un article intitulé « *The correlates of change in international financial regulation* » Quinn (1997) était l'un des premiers économistes à démontrer sans ambiguïté une relation positive directe et nette entre l'ouverture financière et la croissance économique. L'échantillon étudié entre 1958 et 1989par l'auteur est composé de 64 pays développés et en développement. Etant convaincu de l'insuffisance des variables du FMI[37] pour l'appréciation de l'intensité des obstacles imposés aux mouvements de capitaux, Quinn (1997) construit son propre indice, à partir du « Rapport annuel sur les régimes et les restrictions de change (*AREAER*) », publié par l'institution.

Les régressions faites en coupe transversale démontrent un effet positif, significatif, important et robuste de l'ouverture financière sur le taux de croissance du PIB par tête. Par exemple, il apparait que ce dernier augmente de 0,467% après la libéralisation du compte capital.

En guise de critique de cette étude, Edison, Klein, Ricci, et Sløk (2002) mettent en avant le fait que, à y regarder de plus près, la variable utilisée par Quinn (1997) rend compte de la déréglementation du compte capital et du compte courant, ce qui risque de confondre l'ouverture commerciale et l'ouverture financière. Ce raisonnement, poussé à son extrême, peut mener à dire que c'est l'effet du commerce international, inclut dans le compte courant, plus que celui de l'ouverture financière qui est à la source de l'amélioration du niveau du PIB par tête.

L'hétérogénéité de l'échantillon de Quinn (1997), qui inclut des pays développés et en développement, est un reproche supplémentaire qui peut être formulé à l'encontre de son étude. En fait, l'impact favorable de l'ouverture financière sur la croissance peut être attribué à la présence de pays de l'Organisation de Coopération et de Développement Economiques (OCDE) à l'intérieur de l'échantillon.

Plus tard, afin de sonder la nature de la relation entre la globalisation par l'investissement en portefeuille et la croissance économique, Bekaert, Harvey et Lundblad

[37] Pour plus de détails sur les mesures de la globalisation financière, voir le chapitre 2.

(2005) étudient un échantillon hétérogène de 95 pays développés et en développement sur la période 1980-1997, en utilisant les techniques des Moindres Carrés Ordinaires (*OLS*) et la Méthode des Moments Généralisés (*GMM*) sur leur panel. Dans leur étude, la variable à expliquer est l'évolution du PIB réel, exprimée en fonction d'une variable binaire de libéralisation du marché boursier (qui prend la valeur de « 1 » lorsque les investisseurs domestiques peuvent acquérir des titres étrangers en accédant aux bourses internationales et les investisseurs étrangers ont la possibilité de posséder des titres relatifs à des entreprises nationales, sinon elle est égale à « 0 ») et une batterie de variables de contrôle économiques et institutionnelles. Leur conclusion[38] est que l'ouverture du marché boursier augmente de 1% la croissance en moyenne par an.

Quatre principaux reproches sont à formuler à l'encontre de cette étude.

Premièrement, comme toutes les mesures *de jure*, la date de libéralisation du marché boursier rend compte plus d'une politique de libéralisation financière que de la réalité de l'ouverture financière (Kose, Prasad, Rogoff et Wei (2009)).

Deuxièmement, même si Bekaert et al. (2005) contrôlent des variables macroéconomiques et institutionnelles dans leur modèle, une grande partie de l'effet positif de la libéralisation du marché boursier peut être due aux réformes accompagnatrices de ce choix politique et non pas de la libéralisation même.

Troisièmement, l'hétérogénéité de l'échantillon risque de biaiser les résultats des estimations, étant donné la différence des caractéristiques économiques et extra-économiques, non seulement entre pays en développement et pays développés, mais aussi intra-pays en développement (pays émergents et pays moins avancés).

Quatrièmement, comme le soutient Henry (2003), en utilisant une variable binaire, Bekaert et al. (2005) négligent l'intensité des restrictions imposées sur le marché boursier.

Par ailleurs, Cline (2010) atteste de l'effet positif de la globalisation financière sur la croissance, en se basant sur une étude effectuée en 2010. Dans le cadre de cette dernière, l'auteur élabore 12 estimations qui lient la croissance à la globalisation financière. Dans six des 12 estimations, l'impact de l'ouverture financière est positivement significatif sur la croissance et il est compris entre 1,5 et 2%. Cline (2010) avance qu'il y a donc une preuve probante des avantages de la globalisation financière, dans le sens d'un effet positif sur l'accroissement de la richesse.

[38] Ces conclusions confortent celles de Henry (2000) et Bekaert et al. (2001) qui suivent la même démarche pour arriver à des preuves de l'existence d'un effet positif de la libéralisation du marché boursier sur l'investissement national, moteur de la croissance, en l'occurrence dans les pays émergents.

Bekaert, Harvey et Lundblad (2011) analysent les effets de la globalisation financière (ouverture du compte capital et du marché boursier) dans un panel de 96 pays développés et en développement entre 1980 et 2006. Les auteurs démontrent la robustesse de l'impact de l'ouverture financière à la fois sur la croissance et la productivité totale des facteurs de production. Ce deuxième effet apparait plus important que le premier, ce qui rejoint les nouvelles thèses de la globalisation financière[39] (effet *spillover*). Ces conclusions sont obtenues en utilisant la variable du FMI, la variable Quinn et la mesure de libéralisation du marché boursier de Bekaert et al. (2005). D'après les estimations des auteurs, une plus grande ouverture financière augmente la croissance de 0,98% à 1,5% par an et va jusqu'à améliorer la productivité totale des facteurs de production de 2%. De plus, contrairement à Eichengreen, Gullapalli, Panizza (2011)[40], ils trouvent que les crises ne freinent pas l'impact positif de la globalisation financière sur la croissance économique et celle de la productivité, et ce, en insérant dans leur modèle de base une variable de contrôle qui rend compte des crises. Bekaert et al. (2011) prouvent aussi, à travers un modèle Probit, que la probabilité de réalisation des crises bancaires ne dépend pas significativement de la libéralisation financière externe dans le panel étudié. Par contre, là où les études d'Eichengreen et al. (2011) et Bekaert et al. (2011) se rencontrent, c'est dans l'affirmation selon laquelle la globalisation financière n'impacte pas de la même manière tous les pays. Les deux déterminants que ces économistes avancent sont le développement du système financier domestique et la qualité des institutions.

En conclusion, à la question qui se pose sur la pertinence d'une politique d'adhésion à la globalisation financière, Bekaert et al. (2011) répondent par « oui », après avoir remarqué que lorsqu'ils ont contrôlé une variable indicatrice des crises bancaires dans leur modèle, l'effet de l'ouverture financière sur la croissance et la productivité est resté significativement positif. Ainsi, malgré ses embûches, l'ouverture financière demeure bénéfique.

Deux principales limites peuvent être formulées à l'encontre de cette étude.

La première est l'hétérogénéité de l'échantillon, qui comporte des pays de l'OCDE et des pays africains à revenus faible, ce qui risque de donner une tendance générale biaisée.

Le deuxième est le problème d'endogénéité des variables explicatives, notamment l'insertion du développement financier dans le modèle de base comme variable explicative, qui peut être corrélée avec l'ouverture financière et commerciale.

Par ailleurs, comme nous l'avons déjà souligné, pour les défenseurs de la globalisation financière, l'incapacité de certaines études empiriques à démontrer un effet positif de

[39] Pour plus de détails sur les nouvelles thèses de la globalisation financière, voir le chapitre 2.
[40] Pour plus de détails sur cette étude, voir la section suivante.

l'ouverture financière sur la croissance économique est due à l'utilisation des variables binaires, à l'instar de celle du FMI, variables faibles en information, pour mesurer le phénomène de globalisation financière et ses multiples facettes.

Quinn et Toyoda (2008) prennent en considération cette remarque et incluent dans leur modèle une multitude d'indicateurs d'ouverture du compte financier et de libéralisation du marché bancaire, qui tiennent compte du degré d'ouverture financière : variables Quinn et *SHARE*, ainsi que la date de libéralisation du marché boursier et des mesures *de facto*. Leur investigation, menée sur un échantillon de 94 pays entre 1955 et 2004, confirme l'existence d'un impact positivement significatif de la globalisation financière, dans ces deux versions (compte financier et marché boursier) sur l'accroissement de l'output (PIB par habitant), et ce, moyennant l'usage d'une panoplie de techniques d'estimation, faites sur des spécifications en séries temporelles et données de panel, avec des estimateurs à effet fixe (*FE*) et la Méthode des Moments Généralisée en système (*GMM system*).

L'étude d'Iamsiraroj (2016) axe la lumière sur le sens de corrélation entre la globalisation par l'investissement direct étranger (IDE) et la croissance économique. Elle répond, précisément, à la question du « qui cause quoi ? » concernant ces deux phénomènes.

La réponse de l'auteur est que la relation est significativement positive et est à double sens. De plus, les principaux déterminants des flux d'investissements directs étrangers sont ceux de l'accroissement du niveau de revenu, à savoir : la force de travail, l'ouverture commerciale et les droits et libertés économiques et sociales.

En effet, c'est en analysant empiriquement des données de panel relatives à 124 pays sur la période 1971-2010 qu'Iamsiraroj arrive à ces constats.

Le premier modèle estimé explique la croissance ($Growth_{it}$) par les flux d'IDE (FDI_{it}), comme variable d'intérêt et un ensemble de variables de contrôle macroéconomiques et institutionnelles (Z_{it}), ainsi qu'un terme d'interaction entre l'IDE et un proxy du niveau du capital humain (FDI_{it} x H_{it}).

$$Growth_{it} = \alpha + \beta_1 FDI_{it} + \beta_2 FDI_{it} \text{ x } H_{it} + \beta'_3 Z_{it} + \xi_{it}$$

Le deuxième modèle endogénéise les flux d'IDE (FDI_{it}) en fonction de la croissance économique ($Growth_{it}$) et un ensemble de variables de contrôle (Q_i).

$$FDI_{it} = \lambda + \gamma_1 Growth_{it} + \gamma'_2 Q_{it} + \mu_{it}$$

Simultanément, les deux équations sont estimées, à travers la Méthode des Triples Moindres Carrés (*3SLS*), avec une segmentation de l'échantillon de pays, par région et par niveau de développement.

En s'appuyant sur la double corrélation positive qu'il a trouvée, Iamsiraroj (2016) fait valoir qu'il existe un cercle vertueux de la globalisation financière par l'investissement direct étranger : les entrées des flux d'IDE stimulent la croissance et, simultanément, cette dernière attire de nouvelles entrées d'investissements directs étrangers. Sur cette base, l'auteur ajoute que, la stabilité macroéconomique, essentiellement, est une condition *sine qua none* pour attirer les flux d'IDE et jouir de leurs avantages. Au même temps, l'un des avantages des IDE est la stabilité macroéconomique, toujours selon l'auteur.

Analyser l'impact de la globalisation financière par l'investissement (IDE et IP) sur la croissance économique est aussi l'objet de l'article d'Albulescu (2015). L'analyse est menée sur un échantillon de 13 pays d'Europe centrale et orientale, entre 2005 et 2012, avec des données en panel et des spécifications en panel dynamique, estimées par la méthode *GMM*. Les résultats trouvés par l'auteur montrent un impact positif de long terme des IDE et des Investissements de Portefeuille (IP), aussi bien en avoirs qu'en engagements, sur la croissance économique.

En outre, pour un échantillon composé de 48 pays émergents et développés, De Nicolò et Juvenal (2014) mettent en évidence que la globalisation financière et l'intégration financière augmentent la croissance économique et stabilisent et développent la sphère réelle de l'économie. Cet effet vertueux est d'autant plus important dans un contexte de bonne qualité institutionnelle et de gouvernance, d'après les auteurs.

Gui-Diby (2014) trouve un impact positivement significatif des IDE sur le taux de croissance du PIB dans 50 pays africains entre 1980 et 2009. Il s'agit d'un résultat obtenu sur des données de panel et moyennant des estimations en *GMM system*. Avec l'ajout d'une variable d'interaction entre les IDE et un proxy du niveau de développement de capital humain, à savoir le taux scolarisation au niveau de l'enseignement secondaire ($FSEC_{it} = FDI_{i,t} X SEC_{it}$), Gui-Diby (2014) débouche sur un résultat qui contredit les études qui conditionnent les avantages liés aux IDE par la préexistence d'un effet de seuil en capital humain. En effet, les outputs des régressions du modèle montrent que même les pays à faible niveau de capital humain enregistrent une augmentation de leur PIB grâce aux investissements directs étrangers.

D'un autre côté, sur la sous-période 1980-1994, Gui-Diby (2014) découvre un effet négatif des IDE sur la croissance contrairement à la sous-période 1995-2009. L'auteur attribue cet effet négatif à l'application des Plans d'Ajustements Structurels (PAS) dans un grand

nombre de pays de son échantillon entre 1980 et 1994. Ces plans se caractérisent par un ample et rapide mouvement de privatisation et d'une allocation contreproductive des IDE, plus précisément une faible relation entre les multinationales et les entreprises locales, qui ont peiné à entretenir leur activité productive dans le nouvel environnement transformé par les PAS. Au contraire, d'après l'auteur, si les IDE s'avèrent bénéfiques entre 1995 et 2009, c'est grâce à leur effet disciplinaire positif sur l'environnement des affaires, d'une part, et leur contribution au développement d'un tissu industriel local et la promotion de l'exportation des produits de base, d'autre part.

Enfin, l'article d'Agrawal (2015) étudie la nature de la relation entre les IDE et la croissance économique dans les BRICS (le Brésil, la Russie, l'Inde, la Chine et l'Afrique du Sud) entre 1989 et 2012. La méthodologie empirique utilisée est la technique de cointégration (le test de cointégration de Pedroni) et l'analyse de la causalité (le test de causalité de Granger) en panel. Les résultats d'Agrawal (2015) confirment que l'investissement direct étranger et la croissance économique sont cointégrés dans les pays du panel et le test de causalité met en évidence une causalité sur le long terme entre les deux variables. Il est donc important que les décideurs politiques suppriment les obstacles aux entrées d'IDE, afin de promouvoir la croissance dans les BRICS, selon l'auteur.

II. La globalisation financière a un effet mitigé sur la croissance économique : l'approche globale

Bon nombre d'études empiriques ont abouti à la conclusion selon laquelle la globalisation financière a un effet mitigé sur la croissance économique. Comme souligné ci-dessus, cela veut dire que l'impact de l'ouverture financière sur la croissance est indirect et/ou dépend d'effets de seuils et/ou change en fonction des horizons temporels (court terme, long terme, …).

Ainsi, sur les périodes 1981-1985, 1986-1990 et 1981-1990 et pour un échantillon hybride composé de 61 pays développés et en développement, Edwards (2001) démontre que l'ouverture financière augmente la croissance des économies en fonction de leur niveau de revenu par habitant. En effet, c'est en utilisant deux méthodes économétriques : méthode *SURE* (*Seemingly unrelated regression equation*) et *3SLS* que l'auteur arrive à ce résultat. Il estime un modèle qui régresse le taux de croissance du PIB par tête sur l'indicateur de Quinn (1997) et une panoplie de variables de contrôle, ainsi qu'une variable d'interaction entre

l'indicateur Quinn et le PIB par tête ($CAPOP_j X \log GDPC_j$), afin de rendre compte de l'effet de seuil.

Pour Edwards, l'existence d'un effet de seuil n'exclut pas la significativité de l'effet linéaire positif de l'ouverture financière sur le PIB. Toutefois, cet effet profite plus aux pays ayant un certain niveau de revenu par habitant prérequis (de seuil).

Outre les défauts de la variable Quinn, la limite principale de cette étude est d'ordre technique. En effet, la présence de la variable dépendante, en niveau, retardée parmi les variables explicatives dans le modèle ($\log GDPC_{65\,j}$), engendre un problème potentiel de corrélation entre le terme d'erreur et cette variable. Il s'agit du biais de simultanéité. Avec les méthodes *SUR* et *3SLS* ce problème n'est pas résolu d'une manière optimale : les instruments générés pour obvier à l'endogénéité par ces deux méthodes sont externes au modèle, ce qui est critiqué par les économètres, à cause du problème de la faiblesse des instruments (*The Weak Instrument Problem* (Roodman (2009a ; 2009b))).

Arteta, Eichengreen et Wyplosz (2001) analysent de près la méthodologie d'Edwards (2001) pour nuancer ses résultats. L'utilisation principalement de la variable Quinn comme indicateur d'ouverture financière est parmi les points essentiels qu'ils critiquent. En effet, cette dernière peut cacher une forte corrélation entre le compte courant et le compte capital de nature à amalgamer les deux ouvertures, financière et commerciale.

Aussi, l'exogénéité des instruments choisis dans la technique des variables instrumentales utilisée par Edwards (2001) dans les régressions, ainsi que la pondération des variables par rapport à l'année 1985, qui a tendance à favoriser l'influence des pays développés dans les estimations, étant donné qu'un grand nombre de pays en développement sont à un stade économique rudimentaire à cette date, sont les critiques centrales formulées par Arteta et al. (2001).

Pour toutes ces raisons, d'après Arteta et al. (2001), les résultats d'Edwards (2001) manquent de robustesse et, contrairement à ce que ce dernier prétend, les pays à revenu intermédiaire peuvent bénéficier des avantages de l'ouverture financière.

Partant de ces critiques, en introduisant des termes d'interaction entre deux mesures d'ouverture financière et une panoplie de variables institutionnelles et économiques, Arteta et ses coauteurs reprennent le travail d'Edwards, en le corrigeant des insuffisances qu'ils ont relevées. La batterie de tests statistiques et de robustesse qu'ils mènent dans leur recherche confirme la robustesse et la significativité de l'effet positif de la globalisation financière sur la croissance économique dans les pays qui sont caractérisés par un cadre légal adéquat et qui ont maitrisé leur économie informelle. De plus, contrairement à de nombreux chercheurs, Ar-

teta et al. (2001) font valoir que, le développement financier n'est pas une condition nécessaire pour tirer profit de la globalisation financière, du moins pas aussi importante que les conditions institutionnelles. Toujours d'après ces auteurs, l'instabilité macroéconomique est l'un des éléments explicatifs de l'absence d'un effet positif de la globalisation financière dans les pays en développement. Par conséquent, ces pays doivent réduire leurs déficits et leurs distorsions macroéconomiques, avant d'entamer le processus de libéralisation financière, qui doit être lui-même graduel, faute de quoi l'ouverture peut s'avérer contreproductive.

Dans une étude faite sur 84 pays entre 1976 et 1995, Klein (2003) fournit un résultat surprenant par rapport aux travaux qui lui sont contemporains : l'ouverture financière contribue de manière significative à la croissance dans les pays à revenu intermédiaire, mais pas dans les pays pauvres et les pays les plus riches. Afin d'obtenir ce résultats, l'auteur spécifie un modèle de croissance qui intègre une interaction en niveau et au carré entre le revenu et les indicateurs d'ouverture financière.

Klein (2003) soutient aussi que les économies ont besoin d'institutions et de politiques de surveillance et de régulations adéquates pour bénéficier des effets favorables des flux de capitaux étrangers. Pareillement, ce résultat est obtenu à travers l'introduction d'une interaction en niveau et au carré ($K_i \ X \ G^2_i$) entre des indicateurs de gouvernance et de qualité institutionnelle et les indicateurs d'ouverture financière ($\Delta lnY_{1976\text{-}1995,i} = \beta_0 Z_i' + \beta_1 K_i + \beta_2 (K_i \ X \ G_i) + \beta_3 (K_i \ X \ G^2_i) + \varepsilon_i$).

Comme le mentionne l'auteur, ces conclusions corroborent les recommandations du FMI, qui insiste sur le besoin d'entamer une libéralisation graduelle dans les pays en développement, surtout après les crises qui ont émaillé la croissance des pays asiatiques et d'Amérique latine, de Rogoff (2002), selon lequel il faut une politique de libéralisation financière surveillée et de Rodrik (1998), pour qui il est indispensable d'instaurer un contrôle approprié des capitaux, augmenté d'un cadre macroéconomique sain pour profiter de la globalisation financière.

Dans la même lignée que Klein (2003), mais avant son étude, O'Donnell (2001) constate que l'ouverture financière ne bénéficie pas de la même manière à tous les pays et que le développement économique et institutionnel est un déterminant discriminant des avantages de la globalisation financière pour les pays hôtes en général. Cette conclusion est tirée d'une analyse empirique d'un échantillon de 94 pays, entre 1971 et 1994, en usant à la fois de la variable *SHARE* et des mesures *de facto* de la globalisation financière. Selon O'Donnell (2001), contrairement à la majorité des variables *de jure*, les mesures *de facto* et *SHARE* ont

l'avantage de tenir compte de la nature des différents types de contrôles effectués sur les capitaux.

L'étude de Chanda (2005) est plus homogène en termes de choix d'échantillon, puisqu'elle inclut 57 pays hors pays membres de l'OCDE. Mais elle s'est limitée à l'utilisation de la variable *SHARE*. Pour les 57 pays et sur un horizon temporel allant de 1975 à 1995, l'auteur prouve que l'impact de la libéralisation financière externe est conditionné par le niveau d'hétérogénéité ethnique et linguistique de l'économie récipiendaire, et ce, en calculant un proxy du nombre de groupes d'intérêt pour chaque pays de l'échantillon. Chanda (2005) tire la conclusion selon laquelle, les contrôles de capitaux conduisent à une croissance plus faible dans les pays avec un haut degré d'hétérogénéité ethnique et linguistique.

Dans une célèbre étude qui traite des implications de l'ouverture du compte financier et celle du marché boursier, Edison, Klein, Ricci et Sløk (2004) expliquent les principales différences des résultats trouvés par la littérature sur les effets de la globalisation financière. D'après les auteurs, ceux-là se résument à la diversité des indicateurs d'ouverture financière, la nature de l'échantillon, la période étudiée et les variables de contrôle choisies.

Pour leur propre investigation empirique, Edison et al. (2004) utilisent les variables *SHARE*, Quinn et Grilli et Milesi-Ferretti (mesures *de facto*). Ils trouvent que l'ouverture du marché boursier et du compte financier augmentent le PIB réel, aussi bien dans des pays en développement que dans des pays développés, entre 1980 et 1995. D'un côté, tout comme Edwards (2001), ils prouvent la présence d'un effet de seuil minimal pour leur échantillon en termes de revenu par tête. Cela veut dire qu'il faut qu'il y ait un revenu minimum prérequis dans les économies ouvertes pour qu'elles bénéficient de l'impact linéaire positif de la globalisation financière sur leur croissance. Cet effet de seuil est déduit d'une variable d'interaction rattachant l'indicateur d'ouverture au PIB par tête insérée dans le modèle, ainsi qu'une stratification des résultats par quartiles. D'un autre côté, à la différence d'Edwards (2001), Edison et al. (2004) ajoutent qu'il existe aussi un effet de seuil maximum, toujours en matière de revenu, au-delà duquel l'ouverture est improductive. Cette dernière n'augmente donc pas la croissance du PIB indéfiniment. Son effet positif baisse à partir d'un certain seuil atteint (maximum qui s'illustre par un U inversé).

La présente relation non-linéaire de seuil est obtenue en ajoutant une variable d'interaction liant l'indicateur d'ouverture et celle du PIB par tête, élevée au carré ($\Delta lnY_{1976-1995,i} = \beta_0 Z_i' + \beta_1 K_i + \beta_2 (K_i \ X \ lnY_{1976,i}) + \beta_3 (K_i \ X \ lnY^2_{1976,i}) + \varepsilon_i$). Ceci dit, le problème économétrique d'endogénéité peut être reproché aux estimations d'Edison et al. (2004), surtout que les auteurs ont utilisé la méthode *OLS* sur des données en coupe instantanée.

Bonfiglioli (2008) ne soutient pas la thèse selon laquelle la globalisation financière promeut intensément l'accumulation du capital. En effet, il trouve que l'ouverture financière n'augmente pas l'investissement national dans 70 pays de niveau de développement différent sur la période 1975-1999. Par contre, sur le même horizon temporel et le même échantillon, en utilisant, à la fois, des variables *de jure* et *de facto*, l'auteur met en avant une relation positivement significative et directe entre l'ouverture financière et la productivité globale des facteurs de production. Ceci explique, selon lui, la non instantanéité de l'effet direct de la globalisation financière sur l'investissement. Ce résultat s'est avéré robuste au contrôle des variables de développement financier, de crises et de qualité des institutions.

Si l'on ne peut pas reprocher à Bonfiglioli (2008) des défauts technico-économétriques graves, la forte hétérogénéité de l'échantillon qu'il a choisi est le talon d'Achille de son étude. L'échantillon réunit des pays riches comme le Japon et des pays pauvres comme le Zimbabwe. Aussi, force est de rappeler que l'auteur ne prouve pas le lien entre la richesse et l'ouverture financière, mais plutôt entre cette dernière et la productivité. Généralement, les auteurs qui empruntent cette démarche se situent dans l'hypothèse selon laquelle la productivité augmente la croissance économique, alors que cette hypothèse peut être à son tour révoquée empiriquement.

Hermes et Lensink (2008) prouvent un effet positif de la globalisation financière sur la croissance économique dans un panel de 25 pays émergents sur la période 1973-1996. L'originalité de leur travail consiste à mesurer exactement l'effet de la libéralisation financière dans son aspect global, interne et externe, à travers un indicateur composite. Cet indicateur est un score, allant de « 0 : répression financière totale » à « 3 : libéralisation financière totale ». Il intègre, le degré de contrôle du crédit (allocation du crédit, réserves obligatoires, plafonnement, …), le degré de contrôle du taux d'intérêt (plafond, plancher, administration, …), l'existence de barrières ou restrictions à l'entrée des entreprises ou institutions financières étrangères, le degré de contrôle sur les opérations effectuées sur le marché boursier et le degré de contrôle sur le compte financier. Ainsi, si l'indicateur d'Hermes et Lensink (2008) est riche en pertinence, c'est parce que la politique d'ouverture financière ne peut pas se faire techniquement sans un minimum de libéralisation financière interne. Par exemple, si les autorités régulatrices maintiennent un taux d'intérêt domestique artificiellement bas, elles auront du mal à attirer des capitaux étrangers et d'être véritablement dans un processus d'intégration financière. Toutefois, il aurait été plus intéressant que les auteurs séparent, dans un deuxième temps, la libéralisation financière interne de la libéralisation financière externe, en calculant deux sous-indicateurs à partir de la variable agrégée de libéralisation totale. Ceci aurait pu

éviter la confusion potentielle entre l'effet du développement financier, suite à la libéralisation interne, et l'impact des flux de capitaux étrangers sur la croissance économique. A défaut de cette distinction, seul l'impact global peut être sondé, alors qu'il est probable que l'impact de la libéralisation financière interne soit positif sur la croissance, contrairement à l'impact de la libéralisation financière externe, et *vice versa*.

Sur une panoplie d'estimations effectuées par Hermes et Lensink (2008), le coefficient de libéralisation financière totale est resté significatif avec un coefficient entre 0,2 et 0,29, ce qui appuie la robustesse de l'impact positif de cette dernière sur la croissance. L'impact est également positivement robuste sur l'épargne et l'investissement privé, mais de signe négatif pour l'investissement public. A la lumière de ces résultats, Hermes et Lensink (2008) concluent que la libéralisation financière totale promeut la croissance, en améliorant l'efficience allocative du capital, dans la mesure où elle permet à l'investissement privée (plus productif) de prendre la place de l'investissement public (moins productif).

Plus précis que Hermes et Lensink (2008), Masten, Coricelli et Masten (2008) examinent l'effet de l'ouverture financière, prise à part et en interaction avec le développement financier, sur la croissance économique, dans 31 économies européennes entre 1996 et 2004. Moyennant des mesures *de facto* de Lane et Milesi-Ferretti (2007), des variables *dummy* qui reflètent la profondeur du système bancaire et du marché boursier et la méthode *GMM*, qui répond aux problèmes d'endogénéité dans les estimations en panel dynamique, les auteurs montrent que le développement financier est une condition nécessaire pour que les pays de l'échantillon absorbent les flux de capitaux étrangers et exploitent leurs bienfaits. A cet égard, Masten et al. (2008) avancent que l'adhésion à l'euro est doublement bénéfique pour les économies européennes : elle développe le marché financier domestique et permet, par là, de tirer profit de l'ouverture financière.

Bien avant Masten et al. (2008), mais dans la même frange méthodologique, Bailliu (2000) démontre que l'impact positif des entrées nettes des flux de capitaux privés sur la croissance économique ne peut voir le jour que lorsqu'il y a un minimum de développement financier prérequis. Son étude concerne 40 pays en développement, examinés durant la période 1975-1995. Bailliu (2000) utilise des données quinquennales et un modèle de panel dynamique avec des variables d'interaction, estimé par la méthode *GMM*.

Dans la même lignée, Arteta, Eichengreen et Wyplosz (2003) conditionnent l'interaction positive entre le développement financier et la globalisation financière sur la croissance économique à l'absence de grands déséquilibres macroéconomiques et la présence de politiques publiques saines, qui ne provoquent pas des distorsions au niveau du taux de

change. En effet, dans un échantillon qui pèche par son hétérogénéité (61 pays, où on trouve des pays développés, comme le Danemark, et en développement, comme le Pérou) sur une période allant de 1973 à 1992, ces auteurs révèlent l'existence d'un impact positif de l'ouverture financière (mesurée par les indicateurs *de jure* du FMI et de Quinn) sur le taux de croissance du PIB dans les pays à bonne qualité des institutions (mesurée principalement par une variable d'application des lois). Outre l'effet de seuil institutionnel, Arteta et al. (2003) montrent l'importance de la satisfaction d'un seuil de développement financier minimum pour profiter des vertus de l'ouverture financière.

Des résultats similaires à ceux d'Arteta et al. (2003) ont déjà été mis en avant par Kraay (1998) pour 117 pays entre 1985 et 1997, moyennant une panoplie de variables d'ouverture financière *de jure* et *de facto* et la méthode des Moindres Carrés Ordinaires (*OLS*) corrigée par la technique des variables instrumentales (*IV*), pour remédier à l'endogénéité des variables explicatives.

L'étude de Kraay est critiquable pour au moins deux raisons : l'hétérogénéité de l'échantillon et la prise en considération d'instruments exogènes au modèle, problème que l'utilisation de la méthode *GMM* aurait pu résoudre.

Riche des conclusions de ces travaux, la recherche de Klein (2005) se focalise sur l'effet non-linéaire de la libéralisation financière externe, en tant que politique économique, en interaction avec la qualité des institutions nationales sur la croissance économie, dans 71 pays, entre 1976 et 1995. Les estimations en coupe transversale des spécifications et plus exactement des termes d'interaction liant les indicateurs d'ouverture financière *de jure* (*AREAER* et autres : K_i) et les proxys de la qualité institutionnelle (Q_i), pris en niveau et élevés au carré et au cube ($\Delta lnY_{76\text{-}95,i} = \beta_1 lnY_{76,i} + \beta_2 Q_i + \beta_3 K_i + \beta_4 (K_i \ X \ Q_i) + \beta_5 (K_i \ X \ Q^2_i) + \beta_6 (K_i \ X \ Q^3_i) + \beta_7 Z_i' + \varepsilon_t$), aboutissent à une interaction sous forme de U inversé entre la globalisation financière, la qualité des institutions et la croissance. Cela veut dire qu'en deçà d'un certain seuil minimum de qualité des institutions, libérer le compte financier est appauvrissant. Une fois ce seuil dépassé la libéralisation devient bénéfique. Toutefois, l'impact positif de cette dernière sur la croissance n'est pas infini. Au-delà d'un deuxième seuil maximum de qualité des institutions, la relation « ouverture-croissance » perd sa positivité. Partant de cela, seuls 17 pays de l'échantillon sur 71 bénéficient de la libéralisation financière externe, d'après les régressions. Ceci dit, l'hétérogénéité des pays étudiés pousse à interpréter ces résultats avec prudence, surtout que les 17 pays identifiés se situent entre un pays en développement, le Mexique, et un pays développé, l'Irlande, selon l'intervalle borné par les deux effets de seuils, minimum et maximum, à l'intérieur duquel l'ouverture financière s'avère enrichissante. De

plus, l'explication économique de l'insensibilité des pays à une qualité institutionnelle élevée (au-delà du seuil maximum) dans leur processus d'ouverture financière, demeure assez contre-intuitive, surtout que théoriquement la globalisation financière devrait promouvoir la croissance surtout dans les pays dotés de bonnes institutions.

D'après Eichengreen et al. (2011), la globalisation financière n'est favorable qu'à la croissance des pays industrialisés, ayant des systèmes financiers développés et des institutions de bonne qualité. La démarche de ces auteurs est assez innovante par rapport aux études précédentes. En effet, le panel d'Eichengreen et al. (2011) n'est pas composé de pays, mais d'industries par pays, étudiées sur une période allant de 1980 à 2004, divisée en trois sous-périodes, 1980-1989, 1990-1999 et 2000-2004, afin de contrôler l'effet des crises. Par conséquent, la spécification du modèle de base y afférant est tridimensionnelle. Les auteurs l'écrivent comme suit :

$$VAGR_{c,i,d} = cd + id + \alpha SHARE_{c,i,d} + EF_{i,d}\,(\beta FD_{c,d} + \gamma LIB_{c,d} + (\delta LIB_{c,d} * CR_{c,d}) + \varepsilon_{c,i,d}$$, où

VAGR est la valeur ajoutée industrielle, i : l'indice industrie, c : l'indice pays, d : l'indice décennie, cd : l'indice effet fixe pays-décennie et id :l'indice industrie-décennie, *SHARE* : la part de la valeur ajoutée de l'industrie i dans la valeur ajoutée industrielle du pays c au débute de la décennie, EF : l'indice de dépendance de l'industrie i à la finance externe durant la décennie d, FD : la variable de développement financier dans le pays c et durant la décennie d, LIB : la variable de libéralisation du compte capital dans le pays c durant la décennie d et CR : la variable *dummy* des crises dans le pays c durant la décennie d.

La globalisation financière est mesurée par l'indicateur de Lane et Milesi-Ferretti (2007), à savoir le ratio des stocks de capitaux étrangers sur le PIB comme variable principale et la variable binaire tirée de l'*AREAER* comme l'une des mesures alternatives de l'ouverture.

Selon Eichengreen et al. (2011), la croissance des industries dépendantes d'un financement extérieur s'accélère lorsque le compte financier est ouvert, dans les périodes hors crise. Cet effet est néanmoins amorti par les crises, où la croissance de ces industries reste la même, qu'il y ait ouverture financière ou pas. Il en découle que pour l'échantillon pris dans son ensemble, les pays qui ont pu éviter les crises ou faire preuve d'une forte résilience à cette dernière ont bénéficié de la globalisation financière. Pour les pays vulnérables aux crises, l'impact de l'ouverture est neutre.

Lorsqu'ils segmentent leur échantillon, en fonction du niveau du revenu par pays, Eichengreen et al. (2011) ne trouvent les conclusions étayées ci-dessus que dans les pays à re-

venu élevé. Pour les pays en développement à faible revenu, il n'y a pas d'accélération de la croissance des industries dépendantes d'un financement extérieur, ni en crise ni hors crise.

En contrôlant une variable de développement financier et des variables de développement institutionnel, dans des spécifications alternatives, les auteurs constatent que les effets positifs de l'ouverture financière sont limités aux pays dotés de systèmes financiers relativement développés, de bonnes normes comptables et d'un Etat de droit. Cependant, même pour des pays vérifiant ces caractéristiques, l'ouverture financière n'impacte pas favorablement la croissance de leurs industries dépendantes d'un financement extérieur dans un contexte de crise.

Les résultats d'Eichengreen et al. (2011) s'insèrent dans la ligné des travaux qui appuient l'existence d'effets de seuil dans la relation « globalisation financière-croissance ». Au final, c'est à travers cet effet de seuil que les auteurs expliquent pourquoi de nombreuses études antérieures ont échoué à trouver un lien net entre l'ouverture financière et l'enrichissement et ils ajoutent que la « séquencialisation »[41] est importante pour réussir le processus de globalisation financière.

En dernier point, il ne faut pas perdre de vue que l'étude d'Eichengreen et al. (2011) se limite à l'impact de la dérégulation du compte financier sur la croissance du secteur industriel et non pas du PIB, ce qui exclut les secteurs, primaire et tertiaire, prépondérants dans les économies sous-développées.

Dans la lignée des travaux qui se sont focalisés sur l'existence d'effets de seuils dans la relation entre la globalisation financière et la croissance économique, Kose, Prasad et Taylor (2011) démontrent que les avantages collatéraux de l'ouverture financière sont plus signifiants que ses avantages directs et qu'ils ne peuvent être atteints, en l'occurrence dans les pays en développement, qu'à condition de la présence de prérequis institutionnels et en matière de développement du système financier domestique. Les auteurs ajoutent que ces effets de seuils sont plus faibles pour les investissements directs étrangers et en portefeuille que pour les dettes extérieures.

L'étude de Kose et al. (2011) concerne 84 pays, 21 pays industrialisés et 63 pays en développement, dont 21 pays émergents, examinés sur la période 1975-2004, avec des données calculées en moyennes quinquennales ou septennales. Méthodologiquement, les auteurs spécifient un modèle de croissance en panel dynamique, dont la variable d'intérêt est l'ouverture

[41] Il s'agit de la nécessité de respecter un ordre approprié dans la mise en pratique des réformes relatives à la libéralisation financière interne et externe, dont l'amélioration du système financier et la qualité des institutions.

financière, mesurée par des indicateurs de stocks (Lane et Milesi-Ferretti (2007)) et de flux. Les effets de seuils (développement financier, qualité des institutions, ouverture commerciale, rigidités au niveau du marché de travail, niveau de développement global) sont inclus dans le modèle sous forme d'une interaction fonctionnelle, elle-même spécifiée et estimée selon plusieurs relations : linéaire, carrée, cubique et quadratique.

Selon Kose et al. (2011), plusieurs pays développés ont dépassé ces seuils, ce qui n'est pas le cas de la majorité des pays en développement, même émergents, notamment en matière de profondeur financière. Ceci explique la divergence des effets de la globalisation financière sur la croissance d'un pays à un autre. En guise d'ouverture d'horizons de recherche, les auteurs posent la question, à laquelle ils ne répondent pas dans leur article, de l'ordre de priorité hiérarchique des effets de seuil et de leur degré de substituabilité.

Tout comme Kose et al. (2011), Kunieda, Okada et Shibata (2014) soutiennent l'existence d'effets de seuil dans la relation entre la globalisation financière et la croissance économique. Plus précisément, ils présentent les arguments théoriques et empiriques selon lesquels l'ouverture financière est plus favorable aux pays à faible taux de corruption.

Théoriquement, Kunieda et al. (2014) mettent en place un modèle à deux économies fermées : une économie à forte corruption et une économie à faible corruption. La première caractérisée par une taxe sur les revenus et un taux d'intérêt moins élevé que la deuxième, enregistre une fuite de capitaux dans le cadre d'une ouverture financière, à cause du différentiel des taux d'intérêt. En effet, dans l'économie à forte corruption, le niveau bas du taux d'intérêt – en deçà du taux d'équilibre – est le synonyme d'une faible rémunération de l'épargne. Toute chose étant égale par ailleurs, cette épargne se dirigera vers l'économie à faible corruption. C'est ainsi que les auteurs démontrent que, par le canal du taux d'intérêt domestique, la globalisation financière attise l'effet négatif de la corruption sur la croissance économique.

Kunieda et al. (2014) appuient, empiriquement, les conclusions de leur modèle théorique sur un échantillon de 109 pays entre 1985 et 2009, moyennant un modèle de croissance spécifié en panel dynamique, avec deux indicateurs d'ouverture financière (*Financial openness*) *de jure* (Chinn et Ito (2008) et *de facto* (Lane et Milesi-Ferretti (2007)). Aussi, dans leur modèle, les auteurs incluent une variable indicatrice du développement financier, un indicateur de corruption (*Corruption*) et une variable d'interaction entre ce dernier et la variable d'ouverture financière (*Financial openness X Corruption*). De sorte que:

$$Y_{it} - Y_{it-1} = (\alpha_1 - 1) Y_{it-1} + \alpha_2 \, Financial\ openness_{it} + \alpha_3 Corruption_{it} + \alpha_4 Financial\ openness_{it} \, X \, Corruption_{it} + X_{it}\beta + \varepsilon_t + \eta_i + \mu_{it}$$, où :

Y_{it}: représente le taux de croissance du PIB à l'année t du pays i.

X_{it} : regroupe un jeu de variables de contrôle : le logarithme du PIB initial par tête, le ratio des crédits privés rapportés au PIB, l'investissement rapporté au PIB, le ratio (import + export)/PIB, le taux d'inflation, les dépenses gouvernementales, le taux de croissance de la population et l'espérance de vie.

α_0 est une constante, η_i l'effet spécifique au pays, ε_t l'effet spécifique au temps et μ_{it} le terme d'erreur.

Les outputs issus de la régression de ce modèle par les *GMM* en système mettent en évidence des coefficients significativement négatifs pour la variable de corruption et la variable d'interaction. Ceci veut dire que la globalisation financière amplifie l'impact négatif de la corruption sur la croissance, conformément aux prévisions du modèle théorique. Ce dernier est également appuyé par le signe significativement positif lié aux deux indicateurs de globalisation financière.

Le principal hiatus de l'étude de Kunieda et al. (2014) est relatif à l'effet du développement financier sur la croissance, qui s'est avéré négatif selon les estimations. Ceci est contre-intuitif à l'égard de la littérature traditionnelle (Levine, Loayza, et Beck (2000)). Pour expliquer ce résultat, les auteurs ajoutent qu'une littérature nouvelle va dans le sens de leurs conclusions (Saci, Giorgioni et Holden, (2009) ; Rousseau et Wachtel (2011)). Certains de ces travaux tiennent compte de l'hypothèse selon laquelle, le développement financier est défavorable à la croissance sur le court terme et que ce n'est qu'au long terme qu'il lui est favorable.

Dans un document de travail du FMI, Sedik et Sun (2012) analysent l'expérience d'une panoplie d'économies émergentes en matière de libéralisation financière sur un horizon temporel de 15 années (37 pays en développement, entre 1995 et 2010, avec des régressions en *GMM* en panel dynamique). Ils concluent que la libéralisation financière externe donne lieu à une forte intégration financière, une hausse des taux de croissance du PIB, une rentabilité du capital plus élevée, une plus faible inflation et, en même temps, un ratio de capitalisation bancaire plus faible, ce qui se traduit par une augmentation du risque et une atteinte à la stabilité financière. Aussi, d'après les auteurs, la réalisation des avantages de la libéralisation financière – tout comme la limitation de ses méfaits en termes d'instabilité macroéconomique – est intimement liée à des effets de seuils macroéconomiques et institutionnels.

Dans une étude moins récente, Edwards (2004) met en avant l'importance d'une bonne intégration commerciale, pour profiter de l'impact positif de l'ouverture financière sur la croissance économique. Il explique cela, principalement, par la possibilité d'éviter les méfaits des renversements de la situation de la balance courante dans le cadre d'une libéralisation financière externe, avec le risque d'arrêts soudains des entrées de capitaux grâce au commerce extérieur, notamment l'exportation.

Entre 1970 et 2001, pour un panel de 157 pays et moyenne une estimation conjointe d'un modèle de croissance et un modèle du type Probit explicatif de la probabilité de renversement de la balance courante, l'auteur trouve, premièrement, que le retournement de la balance courante nuit significativement à la croissance économique dans tous les pays de l'échantillon et, deuxièmement, que l'arrêt soudain des entrées de capitaux accompagne le retournement de la balance courante, et *vice versa*, en l'occurrence dans les pays d'Afrique, d'où l'intérêt d'avoir une bonne intégration commerciale dans un contexte d'ouverture du compte financier. Par exemple, une hausse de l'indicateur d'ouverture commerciale (somme des importations et exportations rapportée au PIB) de 28,7% à 130,7% amoindrit les effets négatifs des renversements de la balance courante sur la croissance, qui passent de 5,11 % à -1,84 %. Il trouve, troisièmement, eu égard à la relation intime entre le retournement de la balance courante et l'ouverture financière, en l'occurrence l'entrée des capitaux étrangers, et leurs effets sur la croissance, que les régimes de change flottants conjugués à la libéralisation commerciale paraissent être des choix bénéfiques.

Selon Bussiere et Fratzscher (2008), il est difficile d'appuyer l'idée que la globalisation financière augmente la croissance économique sur le long et le moyen termes. Si elle est capable d'augmenter le PIB, elle n'est susceptible de le faire qu'à court terme et, plus exactement, durant les cinq années qui suivent la libéralisation du compte de capital. Toujours selon les deux auteurs, cette croissance de court terme est due aux afflux d'IDE, d'IP et des dettes extérieures, qui déclenchent dans la première phase de libéralisation un *boom* de l'investissement national. Toutefois, cet effet n'est prolongé dans le temps au sein du pays hôte qu'à condition d'avoir une bonne qualité des institutions nationales.

Ce constat, Bussiere et Fratzscher (2008) le tirent sur une période allant de 1980 à 2002, pour un échantillon hétérogène de pays que les auteurs classent comme émergents et développés. Il s'agit en fait de 11 pays de l'OCDE, 12 pays asiatiques, 8 pays d'Amérique latine et 9 membres de l'Union Européenne, qui ne font pas partie de l'OCDE.

Pour rendre compte de cette antinomie inter-temporelle, les auteurs estiment deux spécifications en panel dynamique par la méthode des *GMM* en différence et en système.

La première spécification endogénéise le taux de croissance économique, en fonction d'une panoplie de variables de contrôle et une variable *de jure* qui reflète l'ouverture du compte financier.

$$Y_{it} = \alpha + \tau y_{it-1} + \beta D^{LIB}_{it} + \gamma X_{it} + \varepsilon_{it}$$

La non significativité du coefficient β indique que l'ouverture financière ne donne pas lieu à une hausse de la croissance $Y_{it,}$ selon la plupart des outputs des régressions de Bussiere et Fratzscher (2008).

Au niveau de la deuxième spécification, pour mieux discerner ce résultat, les deux auteurs séparent la mesure d'ouverture financière en un indicateur de court terme ($D^{ST\text{-}LIB}$: ouverture du compte capital pour une période inférieure ou égale à cinq ans) et un indicateur de moyen et long termes ($D^{LT\text{-}LIB}$: ouverture du compte capital pour une période supérieure à cinq ans), ce qui fait la principale originalité de l'article.

$$Y_{it} = \alpha + \tau y_{it-1} + \beta_{st} D^{ST\text{-}LIB}_{it} + \beta_{lt} D^{LT\text{-}LIB}_{it} + \gamma X_{it} + \varepsilon_{it}$$

Alors que le coefficient β_{st} est positivement significatif dans certaines estimations, le coefficient β_{lt} demeure non significatif, ce qui prouve l'existence d'un effet favorable de l'ouverture financière sur la croissance sur le court terme, mais pas sur le moyen et le long termes.

Dans un article plus récent, Ahmed (2016) se focalise sur l'étude de l'impact direct et indirect, *via* le canal du développement financier, de la globalisation financière sur la croissance économique. Pour un échantillon de 30 pays d'Afrique subsaharienne, ses estimations mettent en évidence que, sur la période 1976-2010, la globalisation financière n'a pas augmenté la croissance directement, par le canal classique de l'accumulation du capital. Cependant, dans la mesure où cette ouverture est susceptible de développer les systèmes financiers autochtones des pays de l'échantillon, elle est apte à élever indirectement le PIB, comme la Banque Africaine de Développement l'a soutenu en 2010.

L'un des principaux résultats statistiques trouvés par Ahmed (2016), qui démontre ces conclusions, est que, lorsque le ratio de la somme des stocks bruts des avoirs et des engagements extérieurs sur le PIB augmente de 1 point de pourcentage, le ratio des crédits bancaires et celui des crédits accordés au secteur privé sur le PIB s'accroissent de 0,27% et 0,15% respectivement, ce qui augmente à son tour le PIB par tête.

Ce résultat émerge de la méthodologie suivante :

- dans un premier temps, l'estimation, en *GMM* principalement, d'un modèle « croissance économique, développement financier et globalisation financière » :

$$y_{it} = \xi + \gamma y_{it-1} + \alpha F_{it} + \beta' Z_{it} + \mu_i + \eta_t + e_{it}$$,où

y est le taux de croissance du PIB, F : les mesures d'ouverture financière (*de facto* : Lane et Milesi-Ferretti (2007) et *de jure* : Chinn et Ito (2008)) et Z : un jeu de variables de contrôle explicatives de la croissance.

- dans un deuxième temps, l'estimation d'un modèle qui explique le développement financier (approximé par sept indicateurs) par la globalisation financière (variable d'intérêt) et un ensemble de variables de contrôle.

Les données utilisées sont calculées en moyenne sur cinq ans. L'auteur prend appui sur Osada et Saito (2010) pour justifier cette méthode, habituellement utilisée dans la littérature, car elle sert à lisser les variations de court terme du niveau de la croissance, qui sont liées aux cycles des affaires, afin de rendre compte de la tendance de long terme.

Comme critique méthodologique, force est de remarquer que l'auteur capte en fin de compte deux effets (croissance-globalisation financière et développement financier-croissance) séparés, du moins statistiquement, par ces deux modèles estimés distinctement.

Généralement, l'impact non-linéaire faisant intervenir trois variables économiques est capté par des modèles incluant des variables d'interaction, comme Ahmed (2016) l'effectue, dans le même article, pour la relation entre la croissance économique, le cadre institutionnel et la globalisation financière (*[x*IFIit]*), mais pas pour le triplé : croissance économique, développement financier et globalisation financière.

Le modèle « croissance économique, cadre institutionnel et globalisation financière », développé par Ahmed (2016) est le suivant :

$$g_{it} = c + \alpha IFI_{it} + \beta[x*IFI_{it}] + \varphi X_{it} + \mu_{it}$$, où

x est la matrice des variables institutionnelles et des indicateurs macroéconomiques explicatifs de la croissance économique *g* et *IFI* la variable de l'ouverture financière, avec l'effet non-linéaire de l'ouverture financière qui est égal à la dérivée partielle de la croissance sur cette dernière, à savoir, $\frac{dg}{IFI} = \alpha + \beta * X$.

Comme recommandations découlant de ce modèle, l'auteur fait valoir que les pays d'Afrique subsaharienne ont l'obligation de renforcer leur cadre institutionnel et la qualité de

leur gouvernance, en promouvant les droits de propriété, la transparence du système juridique et l'application de lois favorables à l'investissement, et le développement du capital humain, par l'éducation en l'occurrence, afin de de bénéficier des avantages de la globalisation financière, notamment en termes de diffusion technologique.

Dans leur étude, Misati et Nyamongo (2012) testent empiriquement, dans 34 pays d'Afrique subsaharienne entre 1983 et 2008, les thèses de deux théories contradictoires sur les effets de la libéralisation financière interne et externe.

La première est basée sur les conclusions de McKinnon (1973) et Shaw (1973), d'après lesquelles il faut libérer la sphère financière à l'échelle domestique et extérieure pour promouvoir la croissance.

La deuxième avance, réciproquement, que cette libéralisation est synonyme d'instabilité, de vulnérabilité et de crises bancaires, ce qui est défavorable à la croissance économique.

Les auteurs spécifient : un modèle de crise et un modèle de croissance économique.

Le modèle de crise est utilisé pour établir la relation entre l'occurrence des crises bancaires et la libéralisation. Les résultats y afférant révèlent que la libéralisation financière affecte positivement les crises bancaires, ce qui implique qu'elle peut potentiellement entraîner une instabilité du système financier, avec de possibles implications négatives sur la croissance.

Le modèle de croissance est utilisé pour capturer l'effet direct, à la fois, de la libéralisation financière et des crises bancaires sur la croissance économique. Les relations entre la libéralisation financière et la croissance sont mitigées et dépendent de l'indicateur de la libéralisation financière utilisé, alors que la relation entre les crises bancaires et la croissance est significativement négative.

En se basant sur ces résultats, Misati et Nyamongo (2012) concluent que, au total, la libéralisation financière risque de retarder la croissance dans le panel étudié, d'autant plus qu'il apparait dans les estimations que la libéralisation financière augmente aussi l'inflation. Par conséquent, les auteurs recommandent une « ouverture financière gérée », doublée d'une réforme institutionnelle, étant donné l'effet positif des variables institutionnelles sur la croissance, toujours d'après les estimations. Sur ce point, Misati et Nyamongo (2012) insistent sur l'obligation de donner la priorité aux mesures qui renforcent les institutions (élimination de la corruption, l'élargissement de l'espace démocratique, …), la qualité du capital humain (accroître le niveau d'alphabétisation, …) et la gouvernance. Cette suggestion est issue des résul-

tats des régressions qui mettent en avant l'impact négatif des dépenses publiques et l'effet positif de la variable d'éducation sur la croissance.

La même année, Kim, Lin et Suen (2012) analysent la relation entre la globalisation financière, la croissance économique et l'instabilité macroéconomique sur la période 1960-2007 pour le cas de 70 pays. L'examen a révélé qu'une plus grande ouverture financière semble avoir un impact négatif sur la croissance à court terme, tandis qu'à long terme, elle baisse l'instabilité de la production et de la consommation, surtout à travers les IDE, et promeut l'accroissement du PIB. L'approche méthodologique de Dong-Hyeon, Shu-Chin et Yo-Bo (2012) s'est basée sur un modèle autorégressif à retards échelonnés (ARDL) adapté à une coupe transversale.

Trabelsi et Cherif (2017), quant à eux, se consacrent à l'étude de l'impact des échanges transfrontaliers des flux de capitaux sur le développement du système financier domestique. Il s'agit d'une tentative d'affirmation (ou d'infirmation) de l'un des avantages collatéraux potentiels de l'ouverture financière, dans 90 pays développés et en développement, entre 1980 et 2009.

En utilisant des données en séries temporelles et en panel, ainsi que l'estimateur *GMM*, les auteurs prouvent que l'ouverture financière n'aboutit au développement financier qu'à condition de l'existence de certains prérequis dans les pays d'accueil. Ceci est vérifié essentiellement dans les pays à revenu moyen, où une base institutionnelle et un secteur privé en bonne santé doivent être des préalables à la libéralisation financière externe. Au final, les auteurs insistent sur le fait que, la croissance économique dépend en grande partie de ces prérequis, indispensables à l'adhésion aux libres mouvements internationaux de capitaux.

Afin d'arriver à ces conclusions, Trabelsi et Cherif (2017) spécifient un modèle de base qui explique la profondeur financière par l'ouverture du compte capital et un ensemble de variables de contrôle. Un deuxième modèle de croissance est élaboré dans le cadre des tests de robustesse. Celui-ci explique le taux de croissance du PIB par habitant en fonction des indicateurs de profondeur financière, l'ouverture du compte capital, un terme d'interaction entre l'ouverture du compte capital et l'investissement privé, ainsi qu'un ensemble de variables *dummy* reflétant la qualité du cadre institutionnel avec un jeu de variable de contrôle macroéconomiques.

Enfin, Asongu et De Moor (2017) démontrent également qu'il faut que l'ouverture financière atteigne un certain seuil pour qu'elle produise un effet positif sur le développement financier. L'échantillon de l'étude est composé de 53 pays africains sur un horizon temporel allant de 2000 à 2011.

III. La globalisation financière a un effet mitigé sur la croissance économique : l'approche catégorielle

Un grand nombre de chercheurs se sont focalisés sur les effets des catégories des flux et/ou stocks de capitaux (IDE, IP, dettes extérieures, …) constitutifs de la globalisation financière. Ils ont démontré l'existence d'un impact de nature mitigée de l'ouverture financière sur la croissance économique. En effet, cet impact dépend généralement du type de stocks ou/et flux de capitaux échangés et de la présence d'effets de seuil.

Dans une étude portant sur 44 pays en développement, dont des pays émergents, entre 1986 et 1997, Reisen et Soto (2001) analysent l'impact de l'ouverture financière sur la croissance économique en fonction de la typologie des capitaux échangés. Leurs régressions du taux de croissance sur les entrées nettes, rapportées au Produit National Brut (PNB), des flux d'investissements directs étrangers (IDE), des flux de portefeuille en actions (IP) et obligataires, des crédits bancaires de court et de long termes et des flux officiels mènent aux résultats suivants : seuls les IDE et les IP impactent positivement et significativement la croissance économique, aussi bien sur le court terme que sur le long terme. Les premiers élèvent l'output de 1% à court terme et de 3% à long terme, lorsqu'ils enregistrent une hausse de 10%. Les deuxièmes élèvent la croissance de 4,7% à court terme et de 14 % à long terme, suite à une leur augmentation de 10%.

Pour Hermes et Lensink (2003), un minimum de développement financier est obligatoire à l'augmentation de la croissance économique dans les économies qui s'ouvrent aux flux d'IDE. En effet, c'est le système financier qui assure le gain technologique occasionné par l'ouverture aux investisseurs étrangers.

Il s'agit d'une conclusion que les auteurs déduisent d'une étude qu'ils ont menée sur 67 pays en développement entre 1970-1995, et ce, en intégrant une variable d'interaction entre des indicateurs de développement financier (Demirgüç-Kunt et Levine (1996)) et les entrées des flux d'IDE rapportées au PIB. Dans leur échantillon relativement homogène, seuls 37 pays parmi 67 disposent d'un développement financier adéquat pour jouir des effets positifs de la globalisation par les entrées des IDE. Ces pays en développement appartiennent essentiellement aux deux régions Amérique latine et Asie. Par contre, les pays de la région Afrique subsaharienne ne bénéficient pas des avantages afférents aux investissements étrangers en raison de leur système financier rudimentaire.

Pour Blonigen et Wang (2004), si les études de la relation entre les investissements directs étrangers et la croissance économique demeurent peu concluantes, c'est surtout à cause

de la nature des échantillons construits d'une étude à une autre. Bien souvent, les échantillons regroupent au même temps des pays en développement avec des pays développés, au péril d'induire un biais d'hétérogénéité dans les estimations. Par voie de conséquences, dans leur propre investigation, Blonigen et Wang (2004) distinguent deux échantillons séparés de 19 pays développés et 69 pays en développement. Leur principal constat est que les IDE élèvent la croissance économique des pays en développement, notamment ceux qui se caractérisent par un niveau d'éducation élevé (indicateur de capital humain). Quant aux pays développés, l'impact des IDE n'est pas significatif statistiquement.

L'étude de Blonigen et Wang (2004) est en fait un dépassement de celle de Borensztein, De Gregorio et Lee (1998), qui pour un échantillon hétérogène de pays en développement et des pays de l'OCDE, aboutissent à la même conclusion et sur la même période, à savoir les deux décennies 1970-1979 et 1980-1989. En effet, Borensztein et al. (1998) débouchent sur le fait que l'effet positif des IDE sur la croissance dépend du niveau du capital humain dans les pays hôtes. Dans ce sens, l'un de leurs principaux résultats est que dans les pays de l'échantillon, si le nombre d'années de scolarisation secondaire de la population masculine âgée de plus de 25 ans dépasse 0,52 années, les IDE sont bénéfiques à la croissance. En deçà de ce seuil critique, les IDE ne produisent plus leur effet escompté.

Dans ces études, la prise en compte de l'effet du capital humain est faite en intégrant une variable d'interaction entre l'indicateur de globalisation par l'investissement direct étranger et l'indicateur du niveau d'éducation ($g= c_0 + c_1 FDI + c_2 (FDI \ X H) + c_3 H + c_4 Y_0 + c_5 A$).

Selon Kose et al. (2009), ce n'est peut-être pas toutes les composantes de la globalisation financière qui sont bénéfiques à la croissance. Pour argumenter cette conclusion, les auteurs se basent sur les travaux de Lipsey (2004) et Moran, Graham et Blomström (2005), qui présentent une revue de la littérature sur la relation entre IDE et croissance économique, de Borensztein et al. (1998), qui démontre l'impact positif des IDE sur la croissance aussi bien dans les pays de l'OCDE que dans les pays en développement disposant d'un minimum prérequis en capital humain et de De Mello (1999), qui prouve, également, la positivité et la significativité de l'effet des investissements directs étrangers sur la croissance économique dans un échantillon de 32 pays, dont 15 pays développés de l'OCDE, entre 1970 et 1990, notamment lorsque les IDE ne prennent pas la place de l'investissement domestique par effet de substitution, et ce, moyennant des spécifications en séries et temporelles et en panel.

Kose et al. (2009) donnent quelques raisons pour expliquer l'incapacité de certaines études à démontrer les vertus des IDE sur la croissance.

La première raison donnée par les deux auteurs est que, souvent, l'IDE n'agit pas directement sur la croissance. Il passe par le canal de l'investissement domestique et celui de la productivité.

La deuxième explication renvoie à la sensibilité de la croissance à l'IDE qui dépend de la nature de ce dernier et sa destination : secteurs d'activité, substituabilité ou complémentarité avec l'investissement domestique, etc., (Aykut et Sayek (2007)).

En dernière explication, Kose et al. (2009) font valoir que certaines études conditionnent l'effet bénéfique des flux d'IDE par l'existence d'un niveau prérequis de capital humain dans l'économie hôte, un système financier développé et des politiques promotrices du commerce extérieur.

Melitz (2005) explique ce résultat par la forte corrélation entre les flux d'IDE et les flux commerciaux, dans le sens que les investissements étrangers *boostent* la croissance à travers l'amélioration du commerce extérieur.

Afin de vérifier l'hypothèse selon laquelle les entrées de flux de capitaux est bénéfique aux pays en développement, tout en tentant de répondre au « paradoxe de Lucas »[42], Okada (2013) analyse les données afférentes à 112 pays entre 1985 et 2009. Il prouve que c'est l'interaction entre la qualité institutionnelle et la libéralisation financière externe qui favorise l'impact positif des entrées de capitaux (IDE et IP) dans les pays de l'échantillon. Plus précisément, c'est l'effet de la libéralisation financière externe *via* les flux de capitaux étrangers (canal de transmission), qui améliore la qualité des institutions. D'un autre côté, des institutions de bonne qualité et un cadre légal sain sont des déterminants des entrées des IDE.

En recommandation, Okada (2013) insiste sur l'importance de la mise en œuvre de réformes promouvant la qualité des institutions dans les pays en développement qui s'ouvrent financièrement.

Par ailleurs, en ce qui concerne les investissements de portefeuille, Kose et al. (2009) soulignent l'importance accrue de l'étude de leurs effets ces dernières années. Ceci est dû au fait que, de plus en plus de pays émergents, parmi les pays en développement, s'engagent dans le commerce de ce type de flux dans le processus de globalisation financière. Les auteurs évoquent le rôle influant de l'article de Bekaert et al. (2005), dans la littérature contemporaine, pour asseoir l'idée que les IP augmentent la croissance sur le long terme.

[42] Selon ce paradoxe, contrairement aux thèses de la globalisation financière, dans la réalité des faits, le capital physique ne sort pas des pays riches pour aller vers les pays pauvres, mais c'est bien le contraire qui se produit.

En effet, l'étude de Bekaert et al. (2005) est assez tranchante sur les avantages des investissements en portefeuille ou plus exactement, la libéralisation du marché boursier. Rappelons-le, l'une des principales conclusions de cette étude est que la simple libéralisation du marché boursier est capable de hausser la croissance économique de 1 point de pourcentage en moyenne par an.

Un tel résultat affirmatif n'a pas manqué de susciter la critique d'un grand nombre de chercheurs. Pour Henry (2007) cet impact positif ne revient pas qu'aux IP. Il y a aussi toutes les réformes qui précédent la libéralisation du marché boursier, qui sont susceptibles d'améliorer la productivité des facteurs de production et, ensuite, la croissance. D'ailleurs, lorsque Bekaert et al. (2005) ajoutent des variables institutionnelles à leur modèle de base pour tester sa sensibilité, l'effet positif des IP sur le taux de croissance du PIB chute jusqu'à 0,7 points de pourcentage, tout en demeurant significatif.

En outre, selon Kose et al. (2009), les dettes extérieures, en l'occurrence les portefeuilles d'obligations et les crédits bancaires, sont les flux (stocks) qui caractérisent le plus le processus de globalisation financière dans les pays en développement. La nature pro-cyclique de ces flux, notamment les flux bancaires à court terme, fait qu'ils sont souvent identifiés comme la source de chocs négatifs sur la croissance économique. Ceci est d'autant plus vérifié dans les pays ouverts, à qualité institutionnelle médiocre et à faible développement financier, où les entrées de flux de dettes extérieures provoquent des problèmes d'agence : anti-sélection et aléa moral (McKinnon et Pill (1996 ; 1998)). Selon Wei (2006), le renversement soudain des entrées des flux des capitaux est plus redondant pour les flux de dettes étrangères que pour les flux d'investissements directs étrangers.

Encore d'après Kose et al. (2009), la littérature économique sur les effets des flux de dettes extérieures permet de faire émerger un avis assez tranché : ces flux sont souvent un synonyme de risques et de crises (Rodrik et Velasco (1999) ; Eichengreen, Hausmann et Panizza (2003) ; Berg, Borensztein et Pattillo (2005)). Toutefois, si certains pays pauvres n'arrivent pas à attirer les IDE et les IP, les flux de dettes restent une alternative, voire plutôt un mal nécessaire, pour financer leur investissement, à défaut d'avoir une épargne domestique apte à le faire (Diamond et Rajan (2001)).

Deux années plus tard, dans une étude de la relation entre la globalisation financière et les crises bancaires, Joyce (2011) s'est intéressé au cas de 20 pays émergents entre 1976 et 2002. Moyennant des mesures *de jure* et *de facto* pour rendre compte du phénomène de globalisation financière dans les pays de son échantillon, il arrive à la conclusion que, si les IDE et IP amoindrissent les méfaits des crises, les dettes extérieures promeuvent l'incidence de ces

dernières. A cet effet, l'auteur suggère une régulation du compte financier pour réduire l'occurrence des crises. Selon lui, la politique de régulation consisterait à adopter une graduation de la libéralisation financière externe, en commençant par une ouverture financière par l'investissement direct étranger, dans un premier temps, puis aux autres types de flux, comme le recommandent, également, Ishii, Habermeier et Canales-Kriljenko (2002) et Prasad et Rajan (2008). De même, Joyce (2011) insiste sur l'importance de la régulation dans le contexte d'un déficit du compte courant de la balance des paiements et la présence d'un taux de change fixe.

Dans le même ordre d'idées, Lane et McQuade (2014) prouvent que dans 54 pays développés et émergents, de 1993 à 2008, période caractérisée par l'émergence de la crise financière internationale, il y a eu une forte corrélation entre les entrées nettes des flux de dettes extérieures et le *boom* de crédit domestique, contrairement aux flux d'IDE et d'IP non corrélés avec ce *boom*.

Pareillement, moyennant des données de panel, Neto et Veiga (2013) testent l'impact des flux d'investissements directs étrangers dans un large échantillon de 139 pays, sur la période 1970-2009. *Grosso modo*, les deux chercheurs débouchent sur un impact positif de la globalisation par l'IDE sur la croissance du PIB et celle de la productivité, *via* le progrès technique qu'elle engendre. Ceci conforte le modèle théorique qu'ils ont étayé au début de leur article.

En effet, Neto et Veiga (2013) se basent sur la spécification en panel dynamique suivante :

$$lnY_{i,t} = \alpha lnY_{i,t-1} + \gamma_2(FDI_{i,t} * lnA_{i,t-1}) + \gamma_3 FDI_{i,t} + \psi Z_{i,t} + K_i + \mu_t + \xi_{i,t}$$

Comme indicateur de globalisation financière par l'investissement direct étranger, c'est la variable des stocks des avoirs et des engagements de Milesi-Ferretti (2007) qui est utilisée ($FDI_{i,t}$). Les deux chercheurs incluent aussi dans leur modèle une variable d'interaction entre la mesure d'IDE et celle de la productivité totale des facteurs de production ($FDI_{i,t} * lnA_{i,t-1}$), avec un jeu de variables de contrôle communément utilisée dans la littérature spécialisée ($Z_{i,t}$). Quant aux méthodes économétriques utilisées, il s'agit de la méthode *GMM* en système et celle des effets fixes, pour tester la robustesse de l'estimateur *GMM*.

Les tableaux relatifs aux résultats de l'estimation de base de Neto et Veiga (2013) révèlent les informations suivantes :

- premièrement, les IDE agissent directement sur la croissance économique d'une manière positive et significative, dans le mesure où une augmentation de 1% de la va-

riable de globalisation financière par l'investissement direct étranger augmente le PIB de 0,049 jusqu'à 0,137 points de pourcentage

- deuxièmement, le coefficient négatif est significatif du terme d'interaction entre la variable de la globalisation financière par l'investissement direct étranger et la productivité initiale des facteurs de production témoigne de l'accélération de la convergence en productivité grâce à l'IDE, ce qui augmente indirectement la croissance
- et, troisièmement, le coefficient significativement négatif associé aux stocks des avoirs et des engagements en dettes extérieures (variable ajoutée par les auteurs) montre que, contrairement à l'ouverture aux IDE, l'ouverture aux dettes extérieures abaisse la croissance économique.

Neto et Veiga (2013) concluent à la lumière de ces résultats que les IDE sont bénéfiques aux pays en développement et qu'il est indispensable aux gouvernements de ces pays de surveiller la typologie des capitaux qu'ils échangent pour profiter de la globalisation financière, surtout que les dettes étrangères ne semblent pas y accroitre le PIB.

La même année, Aizenman, Jinjarak et Park (2013) s'intéressent à la relation entre la croissance économique et les flux de capitaux étrangers retardés (IDE, IP et flux d'obligations et dettes étrangères à court terme) dans une centaine de pays entre 1990 et 2010, période caractérisée par la crise financière internationale et durant laquelle les économies émergentes sont devenues de plus en plus intégrées financièrement à l'échelle mondiale.

Que ce soit avant la crise (2001-2005) ou durant et après la crise (2006-2010), les auteurs mettent en avant une relation entre les flux de capitaux et la croissance, qui dépend de la typologie de ces flux, des caractéristiques économiques des pays étudiés et du modèle de croissance du pays hôte.

Principalement, les résultats de la recherche appuient la significativité et la positivité de l'impact des IDE (flux entrants et sortants) sur la croissance, contrairement à l'effet des investissements de portefeuille, qui s'est révélé moindre en ampleur, moins robuste et plus instable.

En ce qui concerne l'impact des dettes étrangères de court terme, ce dernier est non significatif avant la crise et négatif après et durant cette dernière.

Les auteurs concluent que l'ouverture par l'investissement direct étranger est la plus productive dans le processus de globalisation financière.

Sous ces rapports, Aizenman et al. (2013) recommandent la mise en place d'une politique économique de ciblage des flux de capitaux entrants, surtout durant les périodes de crises. Cette politique devrait encourager les entrées d'IDE et décourager celles des autres types de flux.

En se focalisant sur l'effet de la globalisation par l'investissement (IDE et IP) sur la croissance économique, Durham (2004) réalise une investigation empirique sur un échantillon hétérogène de 80 pays développés et en développement de 1979 à 1998. En utilisant une multitude de variable d'interaction entre des variables de contrôle (le taux d'ouverture commerciale, des indices de corruption et de droit de propriété privé, le taux de scolarisation, des mesures de régulation et de développement financier) et des indicateurs d'investissement direct étranger et d'investissements de portefeuille, l'auteur déduit que les IDE et les IP ne sont bénéfiques à la croissance que lorsque le pays hôte dispose d'une capacité d'absorption suffisante, un cadre institutionnel sain et un système financier développé et bien surveillé.

Agbloyor, Abor, Adjasi, et Yawson (2014) se sont focalisés sur l'examen de la relation entre les flux de capitaux privés d'IDE, d'IP, et de dettes extérieures, et la croissance économique, entre 1990 et 2007, pour un panel de 14 pays africains. Moyennant des régressions faites avec la technique des variables instrumentales (*IV*) et la méthode *GMM*, ainsi que des tests de robustesse (changement de variables de contrôle), ils arrivent à deux conclusions principales.

La première est que les trois types de flux – agrégés et pris individuellement – ont un impact négatif sur la croissance économique dans les pays étudiés.

La deuxième est une nuance de la première. Elle stipule que les pays disposant d'un marché financier développé arrivent à transformer cet effet négatif des flux d'IDE, d'IP et de dettes étrangères en un impact positif. Les deux auteurs tirent cette deuxième conclusion après avoir ajouté une variable d'interaction entre les indicateurs de flux de capitaux et ceux du développement financier. Sans le démontrer empiriquement Agbloyor et al. (2014), expliquent leurs conclusions par le fait que, dans les pays africains caractérisés par un système financier sous-développé, l'épargne extérieure risque d'être orientée vers des secteurs improductifs. De plus, la vulnérabilité financière de ces pays les laisse en proie aux crises financières de par la faible capacité d'absorption de leurs économies.

Enfin, Chen et Quang (2014) partent du constat empirique selon lequel un grand nombre d'études nuancent la robustesse de l'effet positif de l'intégration financière sur la croissance économique. Ils tentent de répondre à la question suivante : dans quelles circonstances la globalisation financière arrive à tenir ses promesses théoriques en termes de croissance économique ?

Comme bon nombre de leurs prédécesseurs, Chen et Quang (2014) trouvent dans la thèse des effets de seuil une réponse à cette question.

Moyennant des spécifications en panel dynamique à effets de seuil estimées par la méthode *GMM*, les deux auteurs testent la thèse de l'effet de seuil économétriquement, pour un échantillon de 23 pays développés et 57 pays émergents et moins avancés, sur la période 1984 -2007. Plus précisément, Chen et Quang (2014) vérifient l'hypothèse selon laquelle, c'est à partir d'un certain seuil minimum prérequis de niveau de revenu par tête, de qualité institutionnelle, d'ouverture commerciale, de stabilité politique et macroéconomique et de développement financier que la globalisation financière, en général, et les IDE, les IP, les dérivés et autres flux, ainsi que les flux de dettes extérieures – pris individuellement – augmentent la croissance.

Les conclusions sur lesquelles les deux chercheurs aboutissent appuient l'existence d'effets de seuil dans la relation « globalisation financière-croissance économique ». Ces derniers relèvent, surtout, de la qualité des institutions, du système financier domestique et de la gouvernance publique. Pour l'ouverture commerciale et la stabilité macroéconomique, le constat est moins robuste. En ce qui concerne la composition des capitaux, ce sont les entrées d'IDE qui sont les plus susceptibles d'augmenter la croissance, contrairement aux flux de dettes extérieures qui sont beaucoup moins aptes à le faire dans un contexte d'effets de seuil.

La limite que Chen et Quang (2014) identifient pour leur analyse est que cette dernière n'indique pas lequel des seuils est plus important et plus urgent à atteindre. Autrement dit, aucune indication sur l'ordre des réformes à engager pour bénéficier de l'ouverture financière ne peut être déduite de l'analyse : toutes les réformes s'avèrent être importantes.

IV. La globalisation financière a un effet négatif ou non significatif net sur la croissance économique

En dépit des avantages théoriques potentiels de la globalisation financière avancés par ses défenseurs, certaines études empiriques n'ont pas pu trouver un lien net, significatif ni robuste entre l'ouverture financière et la croissance économique. D'aucuns ont même relevé que le phénomène nuit à la croissance économique.

Parmi un grand nombre d'articles qui traitent de la relation « globalisation financière-croissance économique », l'étude d'Alesina, Grilli, et Milesi-Ferretti (1993) est l'une des premières à être citée. A la base, l'article d'Alesina et al. (1993) n'a pas pour principal objet de tester les avantages théoriques de la globalisation financière sur la croissance. L'étude vise plutôt les déterminants institutionnels et politiques du contrôle du compte financier, approximé par une variable binaire, pour 20 pays de l'OCDE entre 1950 et 1989.

Le principal résultat trouvé par les auteurs est que le contrôle de capitaux est maintenu surtout dans les pays où il y a une mainmise sur la politique monétaire par l'Etat, à cause de la dépendance de la Banque Centrale. A travers cette politique, les gouvernements maintiennent artificiellement les taux d'intérêt à un niveau bas, afin d'avoir une rente de seigneuriage, qui baisse leur endettement. Selon les auteurs, lorsque la Banque Centrale est indépendante, le gouvernement a plus de mal à financer son budget, et il sera, en conséquence obligé de mieux l'optimiser. Alesina et al. (1993) ajoutent que le contrôle du compte financier est un choix politique souvent pris dans le contexte d'un régime de change géré.

Le dernier résultat de l'article est le plus surprenant. Il va à l'encontre du paradigme théorique contemporain, qui stipule que le contrôle du compte financier est contreproductif en matière de croissance économique. En effet, les régressions explicatives du taux de croissance du PIB réel par la variable binaire indicatrice du contrôle du compte financier et un ensemble de variables macroéconomiques, faites avec la technique économétrique des Moindres Carrés Ordinaires (*OLS*), montrent une absence de significativité du coefficient lié à la variable du contrôle du compte financier. Ce dernier ne semble, donc, ni augmenter ni baisser la croissance, toujours d'après les conclusions d'Alesina et al. (1993).

Une année plus tard, pour un échantillon de 61 pays et sur une période allant de 1966 à 1989, divisée en cinq sous-périodes non chevauchées, Grilli et Milesi-Ferretti (1995) régressent le taux de croissance moyen du PIB par tête sur une panoplie de variables économico-institutionnelles, à l'instar du revenu initial et du taux de scolarisation, ainsi que des variables politico-économiques, comme la mesure du contrôle actuel sur le compte courant de la balance des payements (*CurrAcct*) et celle de la présence d'un système de taux de change multiple (*multex*), issues de l'*AREAER*.

En fonction des sous-périodes et des régressions, le coefficient associé à la variable *CurrAcct* prend tantôt un signe négatif tantôt un signe positif et parfois non significatif, ce qui mène Grilli et Milesi-Ferretti (1995) à remettre en cause l'existence d'une corrélation positive entre la croissance et l'ouverture financière.

Ceci dit, il faut reconnaitre que l'indicateur *CurrAcct* n'est pas représentatif du phénomène de globalisation financière, puisqu'il ne se focalise que sur le choix de libéralisation du compte courant et ne donne pas une grande information sur le bas de la balance des paiements. C'est pour cela qu'il a été remplacé par d'innombrables autres mesures plus raffinées dans les travaux qui ont suivi ceux de Grilli et Milesi-Ferretti (1995). Pour ces raisons, il est indispensable d'interpréter avec prudence les conclusions de ces auteurs.

Dans « *Who needs capital-account convertibility?* », l'un des articles les plus cités par les tenants des antithèses de la globalisation financière d'après Prasad et al. (2003) et Kose et al. (2006 ; 2009), Rodrik (1998) analyse la nature de la relation liant l'ouverture financière et le taux de croissance du PIB par tête, le taux d'investissement et le taux d'inflation, pour un large échantillon de 100 pays développés et en développement, au cours de la période 1975-1989. Dans son modèle de croissance, Rodrik (1998) intègre le revenu par habitant initial, le taux de scolarisation au secondaire, un indice de la qualité de la gouvernance et des institutions et une variable *dummy*, qui classe les pays par région (Amérique latine, Asie de l'Est, Afrique subsaharienne). Contrairement à son contemporain Quinn (1997), Rodrik ne débouche sur aucune relation positive et significative entre le coefficient de l'indicateur d'ouverture financière (*SHARE*) et le taux de croissance du PIB par tête. Ce résultat est valable aussi pour le taux d'investissement. Pour le taux d'inflation, Rodrik (1998) fait valoir qu'il augmente dans un grand nombre de pays d'Asie de l'Est et d'Amérique latine, dont les économies sont financièrement globalisées, et, en général, l'ouverture financière ne semble nullement baisser l'inflation dans les pays de l'échantillon.

Les résultats relativement contradictoires entre les travaux de Rodrik (1998) et de Quinn (1997) ont poussé Eichengreen (2001) à se pencher sur la différence méthodologique dans les approches des deux auteurs. Ce faisant, Eichengreen (2001) identifie un ensemble de raisons explicatives des divergences entre Rodrik (1998) et de Quinn (1997). Parmi ces dernières, la prédominance de pays en développement dans l'échantillon de Rodrik (1998) par rapport à celui de Quinn (1997), la période d'étude plus restreinte pour Quinn (1997) et la différence entre les indicateurs de globalisation financière utilisés dans les deux études.

Par ailleurs, pour surmonter le biais potentiellement lié à l'hétérogénéité des échantillons étudiés, Klein et Olivei (1999) divisent leur échantillon, composé de 82 pays, en pays industrialisés et en développement. Sur une période allant de 1986 à 1995, les deux auteurs concluent, moyennant des régressions qui expliquent la croissance par l'ouverture financière, la profondeur financière et un ensemble de variables de contrôle que :

- premièrement, la profondeur financière promeut la croissance des pays industrialisés, alors que son impact ne semble pas être significatif dans les pays en développement.
- deuxièmement, si les pays développés – pays industrialisés membres de l'OCDE – financièrement ouverts, augmentent leur croissance par le développent de leurs systèmes financiers avec la globalisation financière, cela n'est pas le cas des autres pays de l'échantillon.

Par voie de conséquence, ni la profondeur financière ni la globalisation financière ne semblent enrichir les pays en développement, d'après Klein et Olivei (1999). Pour cela, ces derniers avancent qu'il est normal qu'un pays à faible performance économique maintienne des contrôles sur les flux de capitaux et qu'il n'est pas pertinent dans un tel cas de prétendre que la faible croissance du pays provient de ces contrôles.

L'étude de Klein et Olivei (1999) est corroborée par les conclusions d'Edwards (2001) qui débouche sur l'existence d'un lien négatif de l'ouverture financière sur la croissance économique dans les pays à revenu faible.

Dans une investigation plus récente, Klein et Olivei (2008) aboutissent à ces mêmes conclusions pour un échantillon de pays développés et en développement entre 1976 et 1995, en insistant sur le rôle du développement financier initial dans l'accomplissement des effets positifs de la globalisation financière sur la croissance, qui concernent plus les pays industrialisés que les pays les moins avancés.

En dépit de l'utilisation de trois techniques économétriques d'estimation (*OLS*, *2SLS* et *GMM*) de données en coupes instantanées et en panel, de mesures de la globalisation financière *de facto* (entrées et sorties des flux/stock, …) et *de jure* (*SHARE,* FMI, …) et de deux modèles de croissances (l'un capte l'effet direct de la globalisation financière (*IFI*) sur la croissance ($Growth = \alpha + \beta IFI + \gamma X + \varepsilon$) et l'autre rend compte du rôle des effets de seuil (*IFI*X*) dans cette relation ($Growth = \alpha + \beta IFI + \delta\ IFI*X + \gamma X + \varepsilon$), Edison et al. (2002) n'ont pas pu réfuter l'hypothèse nulle selon laquelle la globalisation financière n'impacte pas positivement et significativement la croissance, dans un échantillon de 57 pays entre 1980 et 2000.

L'une des raisons qui peut expliquer ce résultat – malgré l'ingéniosité de l'étude sur le plan des spécifications des modèles et des techniques d'estimation – est l'extrême hétérogénéité de l'échantillon étudié. En effet, ce dernier inclut au même temps des pays développés, comme les Etats-Unis et le Royaume-Uni, des pays émergents comme, la Chine et le Brésil, et des pays sous-développés, tel que le Zimbabwe et la Papouasie-Nouvelle-Guinée.

La réponse d'Edison et al. (2002) à l'égard du caractère relativement non concluant de leurs résultats par rapport à l'évidence théorique, c'est que les indicateurs d'ouverture financière, qu'ils soient *de jure* ou *de facto*, ne reflètent pas toute la réalité du phénomène de globalisation financière, à cause de deux éléments principaux :

- la multiplicité des transactions financières et l'hétérogénéité et la complexité des barrières imposées sur ces dernières d'un pays à un autre,

- et l'incapacité des indicateurs à rendre compte des différences qualitatives des contrôles sur les opérations financières internationales entre les pays.

Pour cela, les trois auteurs invitent à interpréter leurs propres conclusions avec prudence.

Plus tard, Schularick et Steger (2006) concluent à partir d'une étude en coupe transversale et en panel dynamique que, même dans les pays industrialisés, la globalisation financière n'a pas pu tenir ses promesses en termes de croissance économique entre 1980 et 2002, contrairement à la période 1880-1913, où ils estiment que la mondialisation en général a profité aux pays ouverts. En reprenant le modèle d'Edison et al. (2002), moyennant l'ajout de certaines variables (le taux d'investissement et le taux de croissance de la population) et la suppression d'autres (taux d'inflation et déficit budgétaire), les deux auteurs estiment en *GMM* en système (principale méthode) des modèles de croissances, dans lesquels la variable d'intérêt centrale est la globalisation financière, mesurée par des indicateurs *de facto*. L'originalité du travail de Schularick et Steger (2006) est, entre autres, de réunir et analyser les données de 24 pays industrialisés et en développement entre 1880 et 1913, à partir de la base du *London Stock Exchange*, en considérant les entrées de flux de capitaux en provenance du Royaume-Uni, comme proxy d'ouverture financière sur cette période dans les économies étudiées. Les auteurs ajoutent que les distorsions économiques et surtout institutionnelles empêchent les pays ouverts de tirer profit de la globalisation financière. Dans ce sens, la préservation des droits de propriété, notamment intellectuelle, est d'une grande importance.

Plus tard dans un document de travail pour la Banque Africaine de Développement (BAD), Mougani (2012) commence par présenter une revue de la littérature consacrée à l'impact de la globalisation financière sur la croissance. Il distingue des auteurs qui ont trouvé un lien positif entre ces deux phénomènes et d'autres, au contraire, qui ont infirmé ce lien.

Comme un grand nombre de chercheurs, Mougani (2012) explique cette différence de résultats par l'hétérogénéité des pays et des périodes étudiés, la diversité des spécifications des modèles de croissance estimés – avec et sans variables d'interactions : effet linéaire *versus* effet non-linéaire – et la multiplicité des méthodes économétriques d'estimation, qui varient d'une étude à une autre. En ce qui concerne sa propre investigation empirique, Mougani (2012) considère un échantillon de 34 pays africains entre 1976 et 2009 et des spécifications expliquant la croissance par un ensemble de variables de contrôle économiques et institutionnelles, ainsi que deux variables d'intérêt, qui reflètent l'ouverture financière, à savoir le total des flux entrants nets privés et les flux entrants nets privés d'IDE, en moyenne. Les méthodes d'estimation employées sont : la méthode *OLS* en série temporelles et la méthode *GMM* en

panel dynamique. Aussi, l'échantillon de pays est divisé par l'auteur en économies « ouvertes » et « fermées ».

Comme résultats, ce dernier découvre un impact positif de la globalisation financière sur la croissance lorsque les estimations se font en séries temporelles. Pour les estimations en *GMM*, cet effet n'est pas robuste ni dans les économies ouvertes ni dans les économies fermées, ce qui a poussé l'auteur à réfuter la thèse de la corrélation positive entre la globalisation financière et la croissance, notamment au vu de la supériorité de la méthode *GMM* en efficience (du fait des biais potentiels d'endogénéité qui entachent la méthode *OLS*).

Outre la précarité de la gouvernance publique et privée, ainsi que la mauvaise qualité des institutions, l'ampleur de la corruption et le manque de transparence, qui peuvent représenter un obstacle pour profiter des avantages de la globalisation financière, Mougani (2012) explique son résultat par l'instabilité macroéconomique que l'ouverture risque de générer dans des économies fragiles à institutions précaires. En fait, c'est à partir d'une modélisation de cette instabilité qu'il tire la présente conclusion et ajoute qu'entre les entrées nettes des flux privés d'IDE et d'IP, ce sont les deuxièmes qui montrent plus d'instabilité et déstabilisent, à leur tour, la production.

Kose, Prasad, et Terrones (2008) se focalisent sur la relation entre la globalisation financière et la productivité globale des facteurs, sous l'hypothèse implicite que la hausse de la productivité est un synonyme d'enrichissement instantané des économies. Les auteurs n'ont pas pu déceler un lien significatif entre la productivité et l'ouverture, dans les trois typologies de flux principaux échangés, IDE, IP et dettes extérieures, entre 1966 et 2005, dans les 67 pays qu'ils examinent, en usant de mesures *de facto*. Par contre, lorsque les auteurs remplacent ces mesures par des variables *de jure*, ils aboutissent à des conclusions proches de ceux de Bonfiglioli (2008) : un effet positif et significatif de l'ouverture sur la croissance de la productivité. En fait, cet effet ne concerne que les IDE et les IP. Les trois chercheurs ajoutent que, les dettes extérieures impactent négativement la productivité globale des facteurs, notamment dans les pays à faible qualité institutionnelle et à secteur financier peu développé.

Au total, trois enseignements de l'étude de Kose et al. (2008) sont à souligner :

- La libéralisation financière externe (décision politique d'adhésion à la globalisation financière) est favorable à la productivité globale des facteurs de production, tant qu'il s'agit d'une adhésion aux entrées des IDE et IP. Pour les dettes la relation est négative.
- La globalisation financière dans sa réalité quantitative n'impacte pas significativement la productivité.

- Plus que la libéralisation financière externe elle-même, ce sont les réformes ou/et la conjoncture favorable l'accompagnant, qui favorisent la productivité globale des facteurs de production, puisque *de facto* l'ouverture ne semble pas impacter significativement la productivité. Plus encore, le scénario suivant peut être envisagé : les mesures *de jure* auraient des effets positifs sur la productivité, car la simple annonciation publique d'une levée des restrictions sur le mouvement international du capital, serait un signal positif pour la concurrence et la gouvernance. Toutefois, lorsque les avantages escomptés ne sont pas atteints, la globalisation financière, dans sa réalité, illustrée par les indicateurs *de facto*, défavorise ou ne touche pas significativement la productivité.

L'une des limites de l'approche de Kose et al. (2008), c'est que ces derniers ne considèrent dans leur étude que les entrées des flux de capitaux et négligent les sorties, alors que la réalité d'une ouverture financière inclut, à la fois, les flux entrants et sortants. Par conséquent, on peut dire que ces chercheurs n'ont étudié que partiellement la globalisation financière sous l'angle des flux de capitaux, ce qui pourrait être une explication de la non significativité des variables *de facto*.

Afin de disséquer la réalité de l'effet direct de la globalisation financière et son effet *spillover*, qui est supposé transiter, entre autres, par le canal du développement financier, sur la croissance économique dans les pays en développement, Ahmed (2013) réalise une étude empirique sur un échantillon de 21 pays d'Afrique sub-saharienne entre 1981 et 2009. Dans cette étude, l'auteur spécifie deux modèles en panel dynamique, qu'il estime par la méthode *GMM* en système.

Le premier modèle explique la croissance du PIB ($gy_{i,t}$) par un indicateur d'ouverture financière composite[43]($FLB_{i,t}$), ainsi qu'une panoplie de variables de contrôle ($X_{i,t}$) macroéconomiques et institutionnelles ($gy_{i,t} = \gamma y_{i,t-1} + \beta' X_{i,t} + \alpha FLB_{i,t} + u_i + e_{i,t}$).

Le deuxième modèle explique le développement financier ($FD_{i,t}$) par l'indicateur d'ouverture ($FLB_{i,t}$) et les mêmes variables de contrôle que le premier modèle ($FD_{i,t} = \upsilon y_{i,t-1} + \varphi' X_{i,t} + \alpha FLB_{i,t} + \psi_i + \xi_{i,t}$).

Les régressions faites sur le premier modèle en *GMM* en système démontrent que l'ouverture financière abaisse la croissance du PIB jusqu'à 0,09% en moyenne par an. Ahmed (2013) argumente ce résultat par le fait que la globalisation financière peut être à l'origine

[43] L'indicateur est une combinaison de la mesure *de jure* de Chinn et Ito (2008) et un indice calculé par l'auteur qui intègre le degré de libéralisation des taux d'intérêt, l'ouverture des barrières à l'entrée des banques étrangères, le degré de supervision et régulation du système financier et d'efficience allocative du crédit et, enfin, le degré de privatisation des banques domestiques.

d'une fuite des capitaux, la fragilisation du système financier domestique et l'instabilité macroéconomiques en général. Ce risque est autant probable lorsqu'il y a une instabilité politique, une faible gouvernance, une atrophie du marché financier domestique et un système légal précaire.

A contrario, les régressions faites sur le deuxième modèle en *GMM* en système démontrent que l'ouverture financière augmente le développement financier jusqu'à 0,105% en moyenne par an.

Ahmed (2013) conclut que, pour que le développement financier, induit par la globalisation financière, bénéficie à la croissance dans les pays d'Afrique sub-saharienne, il faut que les gouvernements de ces derniers promeuvent le développement des institutions et une plus grande transparence.

Moyennant des modifications faites en fonction des limites identifiées, principalement, dans les investigations de Grilli et Milesi-Ferretti (1995), Quinn (1997), Arteta et al. (2001) et Rodrik (1998), Edison et al. (2004) reprennent les estimations afférentes à ces travaux. Ils prouvent l'existence d'un impact positif de l'ouverture financière sur la croissance économique dans les pays riches. Par contre, cet effet n'est pas significatif dans les pays pauvres, en général, sur un ensemble de sous-périodes, entre 1970 et 1995.

Ensuite, Edison et al. (2004) reprennent les estimations de l'étude de Klein (2003) qui, rappelons-le, introduit des variables d'interaction en niveau et au carré pour rendre compte des effets non-linéaires de la globalisation financière sur la croissance économique. A l'issue de ce travail, ils remarquent que l'introduction des variables d'interaction donne des coefficients plus significatifs aux variables d'ouverture du compte financier et de la libéralisation du marché boursier. L'interprétation de ces termes – utilisés essentiellement dans l'étude de Klein (2003) – démontre un impact positif et stable de l'ouverture financière sur la croissance dans les pays à revenu intermédiaire. Pour les pays à revenu supérieur et inférieur la relation parait moins significative, comme il a été mis en évidence par Klein (2003).

Prasad, Rajan et Subramanian (2007b), quant à eux, étudient les effets des flux de capitaux internationaux « Sud-Nord », c'est-à-dire qui sortent des pays non industrialisés vers les pays industrialisés, dans un échantillon de 103 pays entre 1985 et 2004. Ils examinent précisément la relation entre la croissance et le solde du compte courant, ce qui les mène à un résultat contre-intuitif : l'exportation de capitaux semble être fortement corrélée avec des taux de croissance élevés dans les pays non industrialisés.

Lorsque Prasad et al. (2007b) utilisent des données de panel plutôt que des moyennes transversales sur une longue période de temps, la significativité de ce résultat baisse relative-

ment. Toutefois, les auteurs ne trouvent pas que la hausse des entrées de capitaux augmente nettement et directement la croissance économique. Ils expliquent cela par la faible capacité d'absorption des pays en développement en général.

Une année plus tard, Lane et Milesi-Ferretti (2008) insistent sur le rôle que joue la profondeur du système financier domestique, l'ouverture commerciale et le développement économique dans la réussite de l'ouverture financière. Une place particulière est donnée au seuil de développement financier, dans les pays en développement, car ce dernier permet à ces pays de converger aux niveaux des revenus des pays développés, d'après les auteurs. Ainsi, en développant le système financier, la globalisation est censée offrir de nouveaux actifs financiers étrangers aux autochtones et soutenir leur capacité à honorer leurs engagements, liés aux passifs étrangers. Aussi, ce n'est que dans le contexte d'une bonne régulation du marché bancaire national que les gouvernements ont la possibilité d'ouvrir le compte financier et flexibiliser le taux de change, sans risque. Bien plus, selon Lane et Milesi-Ferretti (2008), la globalisation financière n'est pas exempte de risques, en l'occurrence dans les pays à revenu bas. En effet, l'ouverture commerciale limitée et la petite dimension du système financier réduit la capacité d'absorption de ces pays. Ainsi, si les gouvernements des pays à revenu bas imposent des restrictions sur le compte financier ou autres mesures protectionnistes financièrement, elles arriveront peut-être à éviter des crises à moyen terme. Toutefois, il est probable que ces gouvernements ratent les bienfaits de la globalisation financière, notamment en termes de développement de système financier et, par là, l'augmentation de la croissance économique, surtout que la relation positive entre le développement financier et la croissance semble de plus en plus vérifiée par la littérature spécialisée. En guise de conclusion les auteurs soutiennent que l'impact net sur la croissance économique de l'ouverture financière sur le long terme est négatif.

La recherche suite à laquelle Lane et Milesi-Ferretti (2008) aboutissent à ces conclusions est relative à un échantillon de 67 pays, divisé en pays développés et émergents et étudié sur la période 1970-2004. Leur modèle de base explique les déterminants de la détention des stocks bruts des avoirs et des engagements extérieurs (mesures *de facto* de la globalisation financière). Les principaux déterminants analysés sont le développement financier, la politique de libéralisation financière (mesure *de jure* de la globalisation financière), l'ouverture commerciale et le développement économique.

Enfin, dans une étude faite sur un panel dynamique composé de 26 pays de l'Union Européenne, entre 1990 et 2007, et en usant de la méthode *GMM* en différence et en système, Gehringer (2013) trouve que la globalisation financière impacte positivement la croissance

économique, la productivité globale des facteurs et l'investissement. Ce résultat est obtenu lorsque l'auteur utilise une mesure *de jure* d'ouverture financière (Chinn et Ito (2008)), ce qui n'est pas le cas de la mesure *de facto* (stock des passifs étrangers rapportés au PIB). A cet effet, Gehringer (2013) avance que c'est l'aspect politique de l'ouverture financière, à savoir la libéralisation financière externe, et non sa réalité quantitative (flux, stocks, …) qui est favorable à la croissance et ses déterminants.

Cette conclusion s'est confirmée par le signe positivement significatif de la variable d'interaction entre la mesure *de jure* de la globalisation financière et celle de l'adhésion à l'Union Européenne (*EU*Ch-I*), insérée dans le modèle

Sous ces rapports, il s'avère que les réformes qu'implique l'adhésion à l'Union Européenne, dont la libéralisation, sont à l'origine d'une amélioration de l'investissement, la productivité et la croissance économique, plus que la globalisation elle-même.

V. La relation globalisation financière et croissance économique : les raisons de la controverse empirique

Y a-t-il un consensus empirique en faveur ou en défaveur des thèses de la globalisation financière, qui peut se dégager des travaux sur la relation entre l'ouverture financière et la croissance économique ?

L'analyse de la littérature empirique, présentée ci-dessus, permet de répondre négativement à cette question. Comme nous l'avons fait valoir, les travaux traitant de la relation « globalisation financière-croissance économique » peuvent être classés en trois grandes catégories :

- Des études qui prouvent que la globalisation financière a un effet positif net sur la croissance économique.
- Des études qui prouvent que la globalisation financière a un effet mitigé sur la croissance économique, en se basant sur une approche globale.
- Des études qui prouvent que la globalisation financière a un effet mitigé sur la croissance économique, en se basant sur une approche catégorielle.
- Des études qui prouvent que la globalisation financière a un effet négatif ou non significatif net sur la croissance économique.

Par voie de conséquence, il apparait clair qu'il n'y a pas de consensus sur l'effet de la globalisation financière sur la croissance économique. Quelles en sont les causes ?

L'une des premières raisons à évoquer pour expliquer la différence des résultats trouvés dans l'examen de la relation « globalisation financière-croissance économique » est l'absence d'une seule mesure d'ouverture financière conventionnelle disponible pour un vaste échantillon de pays et sur une période temporelle étendue, comme le soutiennent Eichengreen (2001), Edison et al. (2002 ; 2004) et Kose et al. (2006 ; 2009). Pour autant, d'autres phénomènes macroéconomiques (production marchande, ouverture commerciale, …) possèdent des mesures relativement conventionnelles (PIB, taux d'ouverture commerciale, …). La pluralité des indicateurs de globalisation financière est certes une richesse informationnelle, étant donné la multitude des aspects du phénomène. Mais, il faut admettre qu'elle est aussi de ce fait une source de discorde et de controverse dans les travaux empiriques, surtout lorsque les indicateurs ne reflètent pas les mêmes facettes de la globalisation.

Dans ce sens, force est de rappeler, encore une fois, que les mesures *de jure* renseignent plus sur la politique de libéralisation financière externe (approche normative) que sur la réalité de l'ouverture financière, indiquée par les mesures *de jure* (approche positive).

Il s'ensuit que, dans des pays à faible qualité institutionnelle, où l'application des lois est fragile, un clivage significatif existe généralement entre la politique de libéralisation financière externe (le normatif : ce qui doit être) et sa réalité (le positif : ce qui est).

De plus, à l'intérieur même des deux groupes de mesures *de jure* et *de facto*, une hétérogénéité significative intra-indicateurs existe, ce qui risque d'amplifier la différence entre les résultats trouvés dans les études sur la globalisation financière et la croissance économique. A titre d'exemple, la variable binaire du FMI, qui ne tient pas en considération de l'acuité des restrictions sur la mobilité internationale des capitaux dans un pays, donne souvent lieu à des corrélations non significatives entre l'ouverture financière et la croissance économique à cause de sa pauvreté informative (Edwards (2001) ; Arteta et al. (2003)). Sous ces rapports, dans la mesure où elle reflète l'intensité de la régulation financière, la variable Quinn (extension de la variable binaire du FMI) amène à des résultats plus concluants.

En outre, comme nous l'avons déjà expliqué[44], plus que les variables *de jure*, les mesures *de facto* renseignent sur la réalité de la globalisation financière et non pas sur la politique de libéralisation financière externe. A cet effet, elles sont plus riches en information et aboutissent, plus souvent, à des résultats significatifs et robustes (Kraay (1998) ; O'Donnell (2001)).

[44] Pour plus de détails sur les mesures de la globalisation financière, voir le chapitre 2.

Autre source de diversité des conclusions des études sur la globalisation financière et la croissance économique est l'hétérogénéité des horizons temporels et surtout de la composition des échantillons d'une investigation à une autre.

En effet, dans la littérature, on relève l'utilisation :

- d'échantillons hétérogènes : pays développés et en développement ;
- d'échantillons intra-hétérogènes : pays émergents et pays en développement les moins avancés ;
- d'échantillons homogènes : pays développés et pays en développement, pris à part ;
- et d'échantillons intra-homogènes : pays émergents et pays en développement les moins avancés pris à part.

Evidemment, la différence des caractéristiques économiques et extra-économiques structurelles entre ces groupes est un déterminant de la divergence des effets de l'ouverture financière. Aussi, il est pertinent d'interpréter avec plus de prudence les résultats des travaux qui se basent sur des échantillons hétérogènes, si l'on veut statuer sur des tendances générales du phénomène étudié. Par exemple, dans un échantillon hétérogène qui inclut principalement des pays développés, théoriquement, il y a plus de chance que l'ouverture financière promeuve la croissance que dans un échantillon, où il y a prépondérance de pays en développement. Par conséquent, se baser sur le premier ou le deuxième échantillon pour dire que généralement la globalisation financière est un moteur ou un frein à la croissance économique manque de pertinence. Rappelons qu'Eichengreen (2001) explique les résultats contradictoires entre les travaux de Rodrik (1998) et de Quinn (1997) par cette raison.

A cet égard, l'homogénéité relative de l'échantillon étudié est primordiale à la détermination des tendances générales du phénomène de globalisation financière.

Par ailleurs, la différence des périodes d'analyse peut modifier l'impact de la globalisation financière, eu égard aux grands évènements historiques de la finance mondiale. Par exemple, les auteurs qui commencent leurs investigations avant l'année 1971 tiennent compte du système de *Bretton Woods*, dont les caractéristiques sont intrinsèquement différentes du système financier actuel. Il n'y a qu'à rappeler, simplement, qu'avant le 15 août 1971, le dollar était convertible en or, du moins théoriquement, ce qui n'est évidemment pas le cas de nos jours. De plus, les nombreuses analyses qui s'arrêtent en 1995 négligent les crises financières des pays du Sud-Est asiatique et d'Amérique latine, ce qui est le cas de la majorité des travaux cités dans la revue de la littérature de Prasad et al. (2003) et Kose et al. (2006 ; 2009), ainsi qu'Edison et al. (2004), d'où l'intérêt de notre travail.

Dans le même sens, les chercheurs qui n'intègrent pas l'horizon temporel 2002-2006 dans leurs investigations excluent une période où les échanges mondiaux des flux de capitaux ont atteint leur summum depuis les années 80 (IMF (2012)). Ne pas inclure la période 2007-2010, c'est aussi négliger la crise financière internationale la plus récente.

En outre, étant donné la thèse selon laquelle la globalisation financière agit plus sur des composantes institutionnelles qu'économiques (effets collatéraux), son impact sur la croissance serait plus significatif sur le long terme que sur le court terme, ce qui privilégie les études empiriques faites sur un horizon temporel étendu.

Par ailleurs, force est de remarquer que les auteurs des différents articles sur la globalisation financière et la croissance utilisent une multiplicité de techniques d'estimations économétriques, sur des séries temporelles, des coupes transversales ou des panels simples et dynamiques. Ceci peut être considéré comme une source de divergence de leurs conclusions.

Parmi ces techniques, on peut citer : les méthodes des Moindres Carrés Ordinaires(*OLS*) et Généralisés (*GLS*), la technique des Variables Instrumentales*(IV*), les méthodes des Doubles et Triples Moindres Carrés (*2SLS* et *3SLS*), les modèles à effet fixe, les modèles à effets aléatoirse et les modèle à effet mixte (*FE*, *RE*, *ME*) et la Méthode des Moments Généralisés (*GMM*), en système ou en différence.

Certes, chacune de ces méthodes possède des avantages et des inconvénients, mais une préférence à l'utilisation des données de panel et de la méthode *GMM* est généralement soutenue par les économètres (Arellano et Bond (1991) ; Arellano et Bover (1995) ; Blundell et Bond (1998) ; Hsiao (2007) ; Roodman (2009b)).

En effet, d'un côté, le choix des données de panel permet d'accéder à d'innombrables avantages par rapport aux séries temporelles et aux coupes instantanées. Il s'agit principalement de la suppression des problèmes potentiels de non stationnarité des observations, la prise en compte de la double dimension spatiale et temporelle et le contrôle de l'hétérogénéité individuelle des unités observées.

D'un autre côté, Arellano et Bond (1991), Arellano et Bover (1995), Blundell et Bond (1998) ont présenté les avantages des estimations *GMM* par rapport aux autres méthodes d'estimation, en l'occurrence lorsqu'il s'agit d'utiliser une spécification en panel dynamique. Parmi ces avantages, la correction du biais potentiel des variables explicatives, avec des instruments internes au modèle, est des plus importants.

Par voie de conséquence, il est pertinent de délimiter en ampleur et en représentativité les conclusions des travaux qui se basent sur des séries temporelles (qui négligent la dimension individuelle) et des coupes instantanées (qui négligent la dimension individuelle tempo-

relle) pour rendre compte d'une tendance générale, macroéconomique de la relation entre la globalisation financière et la croissance économique. Aussi, il est indispensable d'interpréter avec prudence les résultats des travaux qui utilisent des techniques économétriques « traditionnelles » qui ne résolvent pas le biais d'endogénéité, à l'instar des méthodes *OLS*, *GLS*, *FE*, *RE*, *ME*. D'ailleurs, depuis les années 2000, les travaux utilisent de plus en plus des spécifications en panel estimées avec la méthode *GMM*.

En plus de la pluralité des mesures, des échantillons, des périodes, des spécifications et des techniques d'estimations, la diversité des résultats concernant la relation « globalisation financière-croissance économique » pourrait revenir à la nature-même de l'ouverture financière, échanges de flux d'IDE, d'IP, de dettes extérieures (DE), d'aides, etc.

D'après Kose et al. (2006), si pris conjointement les trois principaux types de flux (stocks) de capitaux, à savoir IDE, IP et DE, ne produisent pas un impact net sur la croissance économique, c'est que leurs effets, pris individuellement, sont d'une divergence remarquable.

D'après notre revue de la littérature, ce sont les IDE qui affectent le plus nettement et positivement la croissance économique. Cela pourrait s'expliquer, entre autres, par la complémentarité entre l'investissement domestique et étranger. Par exemple, si un investisseur étranger ouvre une usine de fabrication de confiture de tomates dans un pays d'accueil, *ceteris paribus*, outre le fait qu'il augmentera la production nationale de ce bien, il stimulera le secteur agricole (producteurs de tomates), le secteur des services (distribution et commercialisation) et contribuera à la création de nouvelles entreprises, par exemple de celle qui fabriqueront des emballages de confiture de tomates. Il s'agit de l'effet *crowding* (effet d'attraction).

D'autre part, l'investisseur étranger pourrait disposer d'un savoir, un savoir-faire ou/et une technologie avancée, que les producteurs locaux de confiture de tomates ne maitrisent pas. Dans ce cas, il favorisera le progrès technique de son secteur d'activité, en transmettant ces avantages aux autres firmes, directement par partenariat ou indirectement par imitation, dans un cadre concurrentiel. Dans ce sens, Almfraji et Almsafir (2014) établissent une revue de la littérature empirique d'un ensemble d'études effectuées entre 1994 et 2012 sur l'impact des IDE sur la croissance économique. Leurs conclusions rejoignent les nôtres. En effet, les deux auteurs font valoir que la tendance générale est que les IDE affectent positivement et significativement la croissance économique. Seule une poignée de chercheurs ne soutient pas cette relation et d'aucuns insistent sur l'existence de prérequis (un minimum de capital humain, de développement financier, de qualité institutionnelle, de politiques saines et d'ouverture commerciale) pour que les pays ouverts tirent avantage des IDE.

Toujours d'après notre revue de la littérature, développée ci-dessus, il s'avère que tout comme les IDE, les IP sont réputés pour avoir un effet positif et net sur la croissance. La prise de participation par les étrangers dans des entreprises nationales a généralement les mêmes vertus que les IDE (effet d'attraction et transfert technologique). Aussi, les IP développent le système financier domestique en l'approfondissant et en le liquéfiant davantage et favorisent l'efficience allocative du capital, l'amélioration de la gouvernance et de la qualité des institutions par l'effet de discipline (Claessens, Dooley et Warner (1995)).

Par contre, la composante de la globalisation la plus critiquée, dans la littérature économique, est relative aux dettes extérieures, notamment en direction des pays en développement. En effet, dans ces pays, les marchés financiers sont, généralement, caractérisés par des problèmes d'asymétries d'information, ce qui fait, très souvent, des dettes étrangères un synonyme de litiges, de défauts de remboursement et de crises, notamment lorsqu'il existe un prêteur en dernier ressort (l'Etat, les instances supranationales, …). A cela s'ajoute la forte réversibilité des dettes extérieures (DE), comparativement aux flux d'IDE et d'IP. Par conséquent, les DE semblent être la source d'un financement peu stable pour la croissance des pays en développement.

Un dernier point explicatif de la différence entre les résultats tirés des travaux traitant de la relation « globalisation financière-croissance » pourrait revenir au choix des variables de contrôle insérées dans les modèles estimés. En effet, dans un même modèle de croissance, l'ajout de variables institutionnelles et d'indicateurs de développement financier, conjointement, avec une mesure d'ouverture financière, risque de baisser la significativité de cette dernière. En effet, il y a de grandes chances que les impacts positifs collatéraux (développement financier et effet de discipline), provenant de l'ouverture financière, soient absorbés par la présence de ces variables institutionnelles et macro-financières.

Conclusion

Pour vérifier si la globalisation financière tient ses promesses théoriques en matière de croissance économique, notamment dans les pays en développement, nous avons analysé et synthétisé dans ce chapitre une large littérature empirique, plus d'une soixantaine de recherches, sur la question. Cette littérature concerne, essentiellement, les travaux qui couvrent la période 1993-2017 et qui se focalisent sur une approche macroéconomique. Il en résulte que, si dans la théorie, les thèses de la globalisation financière prouvent l'effet positif de

l'ouverture financière sur la croissance économique, l'évidence empirique met à la lumière du jour trois conclusions divergentes :

- La globalisation financière a un effet positif net sur la croissance économique.
- La globalisation financière a un effet mitigé sur la croissance économique (approche globale et catégorielle).
- La globalisation financière a un effet négatif ou non significatif net sur la croissance économique.

Ce résultat démontre, donc, l'inexistence d'un consensus empirique sur cette question.

Nous avons expliqué cette divergence des résultats des études examinées par les éléments suivants :

- l'absence d'une seule mesure d'ouverture financière conventionnelle, disponible pour un vaste échantillon de pays et sur une période temporelle étendue ;
- l'hétérogénéité des horizons temporels et de la composition des échantillons étudiés ;
- la multiplicité des techniques d'estimations et des spécifications ;
- la typologie de l'ouverture financière étudiée (flux/stocks d'IDE, d'IP, de dettes extérieures (DE), d'aides, …) ;
- et, le choix des variables de contrôle insérées dans les modèles estimés.

Ceci dit, en dépit de cette hétérogénéité, qui a débouché sur l'absence d'un consensus empirique, les récentes recherches permettent d'esquisser la tendance générale suivante :

- La globalisation financière agit directement et indirectement sur la croissance économique.
- Les effets globaux, directs et/ou indirects, de l'ouverture financière sont plus robustes sur le long terme, pour des échantillons homogènes, avec des mesures *de facto* et des spécifications en panel, ainsi qu'avec des variables d'interaction et des estimations en *GMM*.
- Il est plus aisé de démontrer un effet positif, direct et/ou indirect, sur la croissance, de la globalisation par les IDE et les IP que de la globalisation par les dettes étrangères.

En dernier point, force est de remarquer que la nouvelle tendance de la littérature empirique se focalise sur les effets indirects de la globalisation financière en termes de développement financier et de qualité institutionnelle sur des panels homogènes de pays développés et émergents, moyennant des estimations en *GMM* et que peu de travaux se sont intéressés aux

interactions entre la globalisation financière, la politique macroéconomique, l'ouverture commerciale et la croissance économique dans les pays en développement les moins avancés.

Force est de remarquer aussi que les effets indirects étudiés sont majoritairement de nature positive, voire méliorative (développement financier, amélioration du cadre institutionnel, …). Cela veut dire qu'ils sont censés avoir un impact favorable sur la croissance. Les effets indirects négatifs potentiels de la globalisation financière, outre les crises financières, sont relativement négligés.

Nous tenterons de combler ces insuffisances dans les trois chapitres suivants.

Chapitre 4 : Globalisation financière et croissance économique : une étude empirique

Introduction

Face au paradigme mondial du « libre-échange » institutionnalisé par les instances supranationales héritées de *Bretton Woods* et promu depuis les politiques nationales de libéralisation, notamment les politiques américaines et britanniques, dont le slogan « *there is no alternative* » lancé par Margaret Thatcher, Premier ministre du Royaume-Uni de1979 à 1990, était l'un des principaux symboles, une partie du monde sous-développé n'a pas tardé à suivre les pas des « pays du Nord »[45]. En effet, dans les années 80, la suppression du contrôle des mouvements de capitaux, la tendance à la déréglementation, le décloisonnement et la désintermédiation[46] de la sphère financière domestique, ainsi que la diffusion des innovations financières ont permis à ceux qu'on dénomme les pays émergents, parmi les pays en développement, de s'intégrer au sein du système financier international. Depuis, les économistes ont eu à cœur d'examiner l'impact de l'ouverture financière sur la croissance dans ces pays suiveurs et de voir si ces derniers ont adopté des orientations et choix adéquats par rapport à leurs caractéristiques structurelles, économiques, sociales et institutionnelles.

Comme nous l'avons déjà démontré dans le chapitre précédent et tel que le soutient Obstfeld (2009), autant les études relatives à cette question sont abondantes autant les conclusions qui en découlent sont divergentes. Aujourd'hui, les travaux empiriques ne permettent pas de trancher sur les effets de la globalisation financière en général. Entre les prétentions des défenseurs de la libéralisation, qui attribuent le *take-off* économique de certains pays émergents à l'élargissement de leurs échanges financiers, la multiplication des transferts technologiques et l'expansion des gains de productivité liés à la globalisation financière et les allégations de leurs contradicteurs, qui attribuent les difficultés économiques dans certains « pays du Sud » en matière de surendettement et de crises à l'adhésion à la libre circulation mondiale du capital, il n'est aisé ni d'approuver ni de désavouer la libéralisation financière dans le cas des pays en développement. Pour certains d'entre eux, les pays en développement les moins avancés, en particulier, cette absence de consensus est déroutante pour ainsi dire. En effet, ces pays devraient-ils marcher plus rapidement sur les traces de leurs prédécesseurs

[45] Pour plus de détails sur la genèse de la globalisation financière, voir le chapitre 1.

[46] Il s'agit des « 3D » qui fondent, parmi d'autres éléments, le phénomène de globalisation financière. Ils sont définis en détail dans le chapitre 2.

émergents et privilégier de plus en plus de privatisation à l'étatisation, de plus en plus de libéralisation à la réglementation et de plus en plus d'initiative privée à l'intervention de l'Etat dans la sphère financière ? Devraient-ils attendre d'atteindre des niveaux de développements économiques et institutionnels plus élevés pour accélérer leur adhésion à la globalisation du capital ou bien est-ce cette accélération même qui va leur permettre d'atteindre ces niveaux de développement ?

A l'aune de ces questions, analyser les effets de la globalisation financière sur la croissance économique dans les pays en développement les moins avancés s'avère une investigation digne d'intérêt, vu l'absence de consensus dans la large littérature sur le sujet et l'importance des enjeux politiques s'y rattachant.

Le présent chapitre se situe dans cette perspective. Il tente de tirer des résultats concluants sur l'impact de la globalisation financière sur la croissance économique dans les pays en développement à revenu bas sur la base des enseignements tirés de la revue des principales études précédentes[47], élaborée dans le cadre du chapitre précédent.

Rappelons que les recherches économétriques récentes mettent en évidence la pertinence de la prise en compte des effets indirects et la mise en œuvre d'une approche catégorielle[48], complémentaire de l'approche globale, dans l'analyse des effets de la globalisation financière sur la croissance économique (Kose, Prasad et Taylor (2011) ; Mody et Murshid (2011) ; Sedik et Sun (2012) ; Chen et Quang (2014) ; Gui-Diby (2014) ; Kunieda, Okada et Shibata (2014) ; Agrawal (2015) ; Albulescu (2015) ; Iamsiraroj (2016) ; Ahmed (2016) ; Asongu et De Moor (2017) ; Trabelsi et Cherif (2017)). Rappelons également que les effets de l'ouverture financière sont relativement plus nets dans les études faites sur le long terme, pour des échantillons homogènes, avec des mesures *de facto* et des spécifications en panel, estimées par la méthode *GMM*[49]. Ainsi, c'est à la lumière de ces enseignements que nous mènerons notre étude dans ce chapitre. Il s'agit d'effectuer des estimations économétriques en panel dynamique pour un échantillon de 72 pays en développement à revenu bas entre 1972 et 2011, en utilisant la technique économétrique *GMM system* en deux étapes.

Nous commencerons par examiner les effets directs de la globalisation financière de la globalisation par l'investissement et de la globalisation par l'endettement sur la croissance

[47] Pour plus de détails sur la littérature empirique sur l'impact de la globalisation financière sur la croissance économique, voir le chapitre 3.

[48] Il s'agit de l'étude du phénomène de globalisation financière, à partir de la comparaison des effets des diverses catégories de stocks ou/et de flux échangés (investissements directs étrangers, investissements de portefeuille, …).

[49] Ces conclusions sont tirées à partir de l'analyse d'une partie de la littérature récente faite au niveau du chapitre 3 et un examen des mesures de la globalisation financière mené au niveau du chapitre 2.

économique. Ensuite, nous essayerons d'étudier les effets indirects de ces globalisations sur la croissance *via* le commerce extérieur, l'instabilité des prix et les dépenses de consommation finale du gouvernement. Dit autrement, il est question devoir si la globalisation augmente (baisse) l'impact positif (négatif) du commerce extérieur, de l'instabilité des prix et des dépenses publiques sur l'accroissement du revenu. En fait, il s'agit d'une vérification de la thèse des avantages collatéraux (*spillovers*) de la globalisation financière, notamment celle de l'amélioration des politiques macroéconomiques (Bartolini et Drazen (1997) ; Rodrik et Subramanian (2003) ; Gourinchas et Jeanne (2005 ; 2006) ; Stulz (2006) ; Obstfeld (2009)) et celle d'une meilleure spécialisation de l'appareil productif national qui promeut le commerce[50] (Acemoglu et Zilibotti (1997) ; Obstfeld (1994 ; 1998b) ; Kalemli-Ozcan, Sørensen et Yosha (2003) ; Kose, Prasad, Rogoff et Wei (2006 ; 2009) ; Islamaj (2014)).

Notre travail se distingue des études précédentes par son aspect quadridimensionnel, et ce, en combinant une analyse globale et catégorielle des répercussions de la globalisation financière avec et sans la prise en considération de ses effets collatéraux. Plus encore, comme nous l'avons souligné dans le cadre du chapitre 3, la nouvelle tendance de la littérature empirique se focalise sur les effets collatéraux de la globalisation financière en termes de développement financier et de qualité institutionnelle et peu de travaux se sont intéressés aux interactions entre la globalisation financière, la politique macroéconomique, l'ouverture commerciale et la croissance économique dans les pays en développement les moins avancés. De plus, la plupart des auteurs ont étudié le développement du commerce extérieur et la discipline macroéconomique en tant que prérequis à l'ouverture financière et non comme des avantages collatéraux potentiels de la globalisation financière (Eichengreen, Gullapalli et Panizza (2011) ; Kose et al. (2011) ; Mody et Murshid (2011) ; Sedik et Sun (2012) ; Kunieda et al. (2014) ; Chen et Quang (2014)).

Outre cet aspect quadridimensionnel et le fait qu'elle se base sur une analyse de la littérature la plus récente, notre étude empirique se démarque des travaux précédents par l'exclusion des pays développés et émergents de l'échantillon, ce qui promeut l'homogénéité du panel, et la prise en compte d'un horizon de long terme qui inclut la sous-période 2002-2011, sous-période durant laquelle les échanges des flux de capitaux n'ont jamais atteint un niveau supérieur à celui enregistré avant la crise financière internationale de l'automne 2008 et jamais chuté autant après cette crise dans l'histoire contemporaine de la finance globalisée

[50] Ces thèses sont expliquées en détail au niveau du chapitre 2.

(IMF (2012)). Cette sous-période est rarement considérée dans son entièreté dans les recherches antérieures, ce qui néglige une phase importante du phénomène de globalisation financière.

L'utilisation de la méthode *GMM system* en panel dynamique est aussi un point fort dans notre étude, vu sa supériorité par rapport aux méthodes traditionnellement employées (estimateur des Moindres Carrés Ordinaires, des Moindres Carrés Généralisés, des Moindres Carrés Quasi-Généralisés, estimateur *within*, *between*, …), dans le sens où elle présente l'avantage de contrôler l'endogénéité des variables explicatives, dont la variable explicative retardée, en générant des instruments internes (Arellano et Bond (1991) ; Arellano et Bover (1995) ; Blundell et Bond (1998) ; Roodman (2009a ; 2009b)).

La suite du chapitre est articulée de la manière suivante. Dans une première section, nous présenterons la méthodologie relative à notre étude empirique. La deuxième section sera consacrée aux estimations de base et leur interprétation. Dans une troisième section, nous ferons passer nos estimations de base par une batterie de tests pour s'assurer de leur robustesse.

I. Méthodologie

Cette section présente la démarche suivie pour mener nos estimations de base. Elle expose et justifie le choix de l'échantillon de pays étudiés, la période d'analyse, les modèles estimés et la méthode d'estimation retenue. Comme précisé ci-dessus, le recours à un panel dynamique qui inclut une double dimension périodique et individuelle, l'horizon temporel de long terme qui prend en considération la sous-période 2002-2011, l'usage de spécifications qui rendent compte des effets à la fois directs et collatéraux, avec différents indicateurs de globalisation financière, ainsi que l'emploi de la méthode *GMM system* en deux étapes, qui contrôle les problèmes d'endogénéité des variables explicatives pour l'estimation des régressions, sont des atouts majeurs de notre étude empirique et des éléments distinctifs qui la différencient par rapport aux travaux antérieurs sur l'impact de la globalisation financière sur la croissance économique dans les pays en développement.

I.1 Echantillon et horizon temporel

Les estimations de base sont effectuées sur des données relatives à un échantillon de 72 pays en développement[51] à revenu bas (voir le tableau 4.4 des annexes), à savoir les pays à revenu faible et à revenu moyen inférieur selon la classification de la Banque Mondiale (BM) en 2008, classification faite sur la base du Revenu National Brut (RNB) par habitant de l'année 2007, pour un ensemble de pays développés et en développement et actualisée en 2014. La BM considère qu'un pays est à faible revenu si son RNB par habitant est inférieur ou égal à 935 dollars US, un pays à revenu moyen inférieur si son RNB par habitant est compris entre 936 dollars US et 3705 dollars US, un pays à revenu moyen supérieur si son RNB par habitant est compris entre 3706 dollars US et 11 455 dollars US et un pays à revenu supérieur si son RNB par habitant est supérieur à 11 456 dollars US.

Dans le cadre de notre étude, nous nous sommes restreints aux économies qui appartiennent aux deux premiers groupes de pays, en prenant en considération la contrainte de la disponibilité des données. Ce choix est dû au fait que l'objectif ultime de notre étude est d'examiner les effets de la globalisation financière sur la croissance économique dans les pays en développement les moins avancés et ce sont, justement, ces deux groupes qui comportent des économies à revenu bas (faible et moyen inférieur) par rapport aux autres groupes. En effet, concernant les pays à revenu moyen supérieur et à revenu supérieur, ceux-là se caractérisent par un niveau de développement économique et financier, ainsi qu'une qualité des institutions plus élevées que les autres pays. Ces deux groupes sont composés majoritairement d'économies émergentes. Ainsi, en les excluant de notre échantillon nous pensons promouvoir l'homogénéité de notre panel. Cela est censé donner une meilleure significativité statistique et économique aux estimations qui expriment une tendance générale (panel dynamique) en minimisant l'hétérogénéité et l'aberration des données. De plus, étant donné que cette hétérogénéité est envisagée comme une source potentielle d'ambiguïté des résultats trouvés dans plusieurs travaux empiriques sur la relation « globalisation financière-croissance économique »[52], l'homogénéité relative de notre échantillon est un élément à l'avantage de notre étude. Il est à souligner aussi que les pays les moins avancés, c'est-à-dire à revenu bas (faible et moyen inférieur), forment environ 70% des pays en développement et sont, par conséquent, les plus représentatifs de ce groupe. Ajoutons également que les économies émergentes sont large-

[51] La nature non cylindrée du panel fait en sorte qu'au niveau des estimations, le nombre de groupes de pays étudiés est souvent inférieur à 72 pays et il varie d'un modèle à une autre.

[52] Pour une analyse de ces travaux, voir le chapitre 3.

ment étudiées dans la littérature, contrairement aux pays en développement les moins avancés.

Par ailleurs, si nous avons choisi de mener notre investigation sur des données de panel, c'est pour avoir une tendance générale des phénomènes étudiés et non pas des résultats au cas par cas. En effet, les données de panel prennent en compte la double dimension spatiale et temporelle, ce qui dépasse en termes de richesse informationnelle le recours aux séries temporelles et aux coupes instantanées. Plus encore, Hsiao (2007) présente plusieurs autres éléments bénéfiques concernant l'utilisation des données de panel, parmi lesquels on cite : le contrôle des problèmes potentiels de non stationnarité des observations et ceux de l'hétérogénéité individuelle des unités observées.

L'horizon de long terme de l'étude est justifié par son objet, celui de l'examen de deux phénomènes économiques de long terme, à savoir la croissance économique et la globalisation financière. Bien plus, étant donné la thèse selon laquelle la globalisation financière agit plus sur des composantes institutionnelles qu'économiques (effets collatéraux), son impact sur la croissance serait plus significatif sur le long terme que sur le court terme, ce qui privilégie les études empiriques faites sur un horizon temporel étendu (Kose et al. (2006 ; 2009)).

La période considérée, de 1972 à 2011, est dictée par la disponibilité des données. Il est à souligner que c'est l'une des périodes les plus étendues étudiées dans les travaux précédents[53] et que peu de recherches considèrent la sous-période 2002-2011, sous-période durant laquelle les échanges des flux de capitaux n'ont jamais atteint un niveau supérieur à celui enregistré avant la crise financière internationale de l'automne 2008 et jamais chuté autant après cette crise (IMF (2012)), d'où son importance dans l'étude du phénomène de globalisation financière.

Les données sont calculées en moyenne sur cinq ans, ce qui donne huit sous-périodes non chevauchées : 1972-1976, 1977-1981, 1982-1986, 1987-1991, 1992-1996, 1997-2001, 2002-2006 et 2007-2011. Cette méthode est communément utilisée dans la littérature sur l'impact de la globalisation financière sur la croissance économique sur le long terme (Neto et Veiga (2013) ; Iamsiraroj (2016) ; Ahmed (2016)). Elle présente l'avantage de lisser les variations de court terme du niveau de la croissance, qui sont liées aux cycles des affaires, afin de rendre compte de la tendance de long terme, étant donné que les variables macroéconomiques se caractérisent par des fréquences basses en général (Guay et Saint-Amant (1997)). L'autre avantage de cette méthode est de réduire la dimension temporelle du panel par rapport à la

[53] Voir le chapitre 3.

dimension individuelle, avantage qui diminue le risque associé à la non stationnarité des observations, évite que le modèle estimé soit bruité par des fluctuations de très court terme et améliore la qualité de l'estimateur *GMM system* (Blundell et Bond (1998)) que nous utiliserons dans notre étude.

I.2 Variables utilisées

Comme indicateur de croissance économique, nous retenons le taux de croissance du PIB réel par habitant (en différence logarithmique) noté GDPPCG. Cet indicateur est utilisé dans plusieurs études sur la globalisation financière et la croissance économique[54].

Le taux de croissance du PIB réel par habitant est expliqué par trois indicateurs du phénomène de globalisation financière et un ensemble de variables de contrôle intégrées habituellement dans les modèles de croissance spécifiés en panel dynamique, dont le logarithme du PIB réel par habitant retardée d'une période, qui donne au panel son aspect dynamique.

I.2.1 Les indicateurs de globalisation financière

Nous avons retenu trois indicateurs de globalisation financière *de facto* calculés à partir de la base de Lane et Milesi-Ferretti (2007) actualisée en 2011. Ces indicateurs sont utilisés dans plusieurs études récentes sur l'effet de la globalisation financière sur la croissance économique (Masten, Coricelli et Masten (2008) ; Eichengreen et al. (2011) ; Kunieda et al. (2014) ; Ahmed (2016)).

OPGLG : indicateur de globalisation financière, à savoir le taux de croissance (en différence logarithmique) de la somme des stocks bruts des avoirs et des engagements extérieurs en investissements de portefeuille (IP), en investissements directs étrangers (IDE) et en dettes (TD) (Base de Lane et Milesi-Ferretti (2007) actualisée en 2011).

INVOPGLG : indicateur de globalisation par l'investissement, à savoir le taux de croissance (en différence logarithmique) de la somme des stocks bruts des avoirs et des engagements extérieurs en investissements de portefeuille (IP) et en investissements directs étrangers (IDE) (Base de Lane et Milesi-Ferretti (2007) actualisée en 2011).

OPDEBG : indicateur de globalisation par l'endettement, à savoir le taux de croissance (en différence logarithmique) de la somme des stocks bruts des avoirs et des engagements extérieurs en dettes (Base de Lane et Milesi-Ferretti (2007) actualisée en 2011).

Face à la pluralité des mesures de la globalisation financière et l'absence d'une seule mesure d'ouverture financière conventionnelle disponible pour un vaste échantillon de pays et

[54] Pour plus de détails sur ces études, voir le chapitre 3.

sur une période temporelle étendue, comme le soutiennent Eichengreen (2001), Edison, Klein, Ricci et Sløk (2002 ; 2004) et Kose et al. (2006 ; 2009), nous avons choisi ces trois indicateurs pour quatre raisons principales.

La première raison est la disponibilité de ces indicateurs pour la plupart des pays de notre échantillon sur la période de l'étude.

La deuxième raison est la supériorité informationnelle des indicateurs *de facto* par rapport aux variables de *jure*[55] qui donnent des résultats plus concluants en général dans les travaux empiriques sur les effets de la globalisation financière (Kraay (1998) ; O'Donnell (2001)). Rappelons que les variables *de jure* renseignent plus sur la politique de libéralisation financière externe (aspect normatif de l'ouverture financière) que sur la globalisation financière (aspect positif de l'ouverture financière), puisqu'elles reflètent essentiellement les restrictions pratiquées par un gouvernement sur le compte financier de la balance des payements et non l'ouverture financière dans la réalité, et c'est pour cela que plusieurs auteurs, à l'instar de Kose et al. (2009), préconisent l'usage des indicateurs de Lane et Milesi-Ferretti.

La troisième raison est la supériorité statistique des indicateurs *de facto* sur les variables *de jure*, puisque ces derniers sont plus susceptibles d'introduire des problèmes d'endogénéité[56] (Baltagi, Demetriades et Law (2009)) lorsqu'elles sont intégrées comme variables explicatives dans des modèles de croissance expliqués par des variables de contrôle macroéconomiques, politiques et institutionnelles, ce qui est le cas dans nos modèles.

La quatrième et dernière raison est que les mesures *de facto* de la globalisation financière sont principalement exprimées en flux ou en stocks. Lorsqu'elles sont exprimées en stocks ces mesures se fondent sur une approche patrimoniale (avoirs et engagements) et gagnent en précision par rapport aux mesures exprimées en flux, car ces dernières sont plus influençables par les changements conjoncturels et donc plus instables et vulnérables face aux erreurs de mesure. Ainsi, pour une étude sur le long terme, les indicateurs exprimés en stocks sont plus appropriés que les indicateurs exprimés en flux.

La distinction méthodologique entre globalisation par l'investissement et globalisation par l'endettement est la cause pour laquelle on additionne les IDE et les IP au niveau de la variable INVOPGLG. Cette distinction permet, par exemple, de voir quelle situation serait plus favorable à la croissance des pays en développement : une banque étrangère qui accorde un crédit à un investisseur local ou un investisseur étranger qui contribue à un projet local par des fonds extérieurs.

[55] Pour plus de détails sur les mesures de la globalisation financière, voir le chapitre 2.
[56] Il s'agit d'une forte corrélation potentielle entre les variables explicatives.

Aussi, comme l'indique la revue de la littérature que nous avons présentée dans le chapitre précédent, les IDE et les IP sont réputés pour avoir un effet positif et net sur la croissance. Les IP sont supposés avoir les mêmes vertus que les IDE (effet d'attraction et transfert technologique). Pareils que les IDE, les IP sont supposés améliorer la gouvernance et la qualité des institutions par l'effet de discipline (Claessens, Dooley et Warner (1995)). En revanche, la composante de la globalisation financière la plus critiquée dans la littérature économique est celle qui repose sur les dettes extérieures, notamment en direction des pays en développement. En effet, ainsi qu'il a été souligné plus haut, dans ces pays, les marchés financiers sont généralement caractérisés par des problèmes d'asymétries d'information, ce qui fait, très souvent, des dettes étrangères un synonyme de litiges, de défauts de remboursement et de crises, notamment quand il existe un prêteur en dernier ressort (Etat, instance supranationale, …). A cela s'ajoute la forte réversibilité des dettes extérieures, comparativement aux flux d'IDE et d'IP (Almfraji et Almsafir (2014)). Sous ce rapport, ces dettes semblent être la source d'un financement peu stable pour la croissance des pays en développement.

De plus, d'après la construction de la base de Lane et Milesi-Ferretti (2007), actualisée en 2011, la différence entre les IDE et les IP n'est pas d'une grande envergure : si l'apport d'un investisseur étranger est inférieur à 10% du capital d'une entreprise domestique, il est comptabilisé comme investissement de portefeuille, au-delà de ce taux c'est un investissement direct étranger. A cela s'ajoute le fait que dans les pays les moins avancés, les marchés boursiers demeurent peu développés et cela va de pair avec la significativité du commerce des titres de propriété étrangers, ce qui diminue la significativité informative de l'indicateur des IP pris à part comme proxy de la globalisation financière. Bien plus, nous additionnons les IDE et les IP, puisqu'ils représentent des titres de propriété et non des titres de créance, ce qui est le cas des dettes extérieures. Il est à souligner en dernier point que, de nombreux auteurs ont additionné les IP et les IDE dans les études récentes des effets de la globalisation financière, à l'exemple de Prasad et al. (2007b), Chen et Quang (2014) et Albulescu (2015).

I.2.2 Les variables de contrôle

Les variables de contrôle que nous avons incluses dans notre modèle sont usuellement utilisées dans les modèles de croissance spécifiés en panel dynamique. Ces variables se sont avérées robustes dans plusieurs travaux traitant du phénomène de croissance économique (Sala-I-Martin (1997) ; Barro et Sala-I-Martin (2003) ; Sala-I-Martin, Doppelhofer et Miller (2004)). Elles sont de nature macroéconomique et institutionnelle.

L.GDPPC : indicateur de convergence conditionnelle (PIB initial), à savoir le PIB réel par habitant (en logarithme) retardé d'une période (World Development Indicators (2014)).

TRADE : indicateur de d'ouverture commerciale, à savoir la somme des exportations et des importations des biens et services rapportée au PIB (en logarithme) (World Development Indicators (2014)).

EDU : indicateur de capital humain (niveau d'éducation), à savoir la part de la population scolarisée en secondaire dans la population en âge de l'être (en logarithme) (World Development Indicators (2014)).

TERM : indicateur des termes de l'échange des marchandises (prix relatifs) (World Development Indicators (2014)).

GOV : indicateur de la politique publique, à savoir le ratio des dépenses de consommation finale du gouvernement au PIB (en logarithme) (World Development Indicators (2014)).

INF : indicateur d'instabilité des prix et de l'efficacité de la politique monétaire. Il est calculé à partir du taux d'inflation (inf), à savoir le taux de croissance annuel du niveau général des prix à la consommation tiré de la base de la Banque Mondiale (World Development Indicators (2014)), tel que, INF = log (1+inf). Cette méthode de calcul est adoptée dans de nombreuses études, à l'instar de celles de Guillaumont et Kpodar (2006), Aghion, Bacchetta, Rancière et Rogoff (2009) et Eggho (2010).

CRISIS : variable muette indicatrice des crises bancaires. Elle prend la valeur de « 1 » pour l'année de crise et « 0 » pour l'année exempte de crise (Systemic Banking Crises Database: An Update, IMF (2012)).

I.3 Modèles utilisés

Afin d'étudier l'effet de la globalisation financière sur la croissance économique avec et sans la prise en compte des effets collatéraux, nous avons retenu deux spécifications :

Modèle (1) : Globalisation financière et croissance économique : effets directs

$$\Delta \boldsymbol{Y_{it}} = \alpha_0 + \gamma Y_{it-1} + \alpha_1 \boldsymbol{int1_{it}} + \beta' X_{it} + \mu_i + \lambda_t + \varepsilon_{it}$$

Modèle (2) : Globalisation financière et croissance économique : effets indirects

$$\Delta \boldsymbol{Y_{it}} = \alpha_0 + \gamma Y_{it-1} + \alpha_1 \boldsymbol{int2_{it}} + \alpha_2 (\boldsymbol{int1_{it} * int2_{it}}) + \beta' X_{it} + \mu_i + \lambda_t + \varepsilon_{it}$$

$\Delta Y_{it} = Y_{it} - Y_{it-1}$: représente le taux de croissance du PIB réel par habitant en différence logarithmique (GDPPCG).

Y_{it-1} : représente le PIB réel par habitant en logarithme retardé d'une période (L.GDPPC).

$int1_{it}$: représente les indicateurs de globalisation financière (OPGLG ou INVOPGLG ou OPDEBG).

$int2_{it}$: représente l'indicateur d'ouverture commerciale extérieure (TRADE) ou l'indicateur de politique budgétaire (GOV) ou l'indicateur de l'efficacité de la politique monétaire (INF).

$int1_{it}$ X $int2_{it}$ représente un terme d'interaction entre la globalisation financière et l'indicateur d'ouverture commerciale (TRADE) ou l'indicateur de politique budgétaire (GOV) ou l'indicateur de l'efficacité de la politique monétaire (INF).

X_{it} : regroupe un jeu de variables de contrôle (EDU, TERM, CRISIS et TRADE et/ou INF et/ou GOV).

α_0 est une constante ; μ_i, l'effet spécifique au pays ; λ_t, l'effet spécifique au temps et ε_{it} le terme d'erreur. Les indices *i* et *t* désignent respectivement les pays (i =1, 2… N) et les périodes (t = 1, 2…T).

Le Modèle (1) tente de capter l'effet direct de long terme de la globalisation financière sur la croissance économique.

Le Modèle (2) tente de capter l'effet indirect de long terme de la globalisation financière sur la croissance économique en prenant en compte son interaction avec l'indicateur d'ouverture commerciale (TRADE), l'indicateur de politique budgétaire (GOV) et l'indicateur de l'efficacité de la politique monétaire (INF).

Il permet de voir si l'impact positif ou négatif de l'ouverture commerciale, de la politique budgétaire et de la politique monétaire sur la croissance augmente ou diminue avec la globalisation financière.

D'après le Modèle (2), l'effet marginal de l'ouverture commerciale ou de la politique budgétaire ou de la politique monétaire sur la croissance économique est obtenu à travers le calcul de la dérivée partielle du taux de croissance du PIB réel par habitant sur ces indicateurs (TRADE, INF, GOV).

$$\frac{d(\Delta Y)_{it}}{d(int2)_{it}} = \quad \alpha_1 + \alpha_2 int1_{it}$$

- Si α_1 et α_2 sont tous les deux positifs (négatifs), alors l'ouverture commerciale ou la politique budgétaire ou la politique monétaire a un effet positif (négatif) sur la crois-

sance économique, et la globalisation financière affecte favorablement (amplifie) cet impact.

- Si $\alpha_1 > 0$ et $\alpha_2 < 0$, alors l'ouverture commerciale ou la politique budgétaire ou la politique monétaire a un effet positif sur la croissance économique, néanmoins la globalisation financière réduit cet impact.
- Si $\alpha_1 < 0$ et $\alpha_2 > 0$, alors l'ouverture commerciale ou la politique budgétaire ou la politique monétaire a un effet négatif sur la croissance économique, néanmoins la globalisation financière réduit cet impact.

I.4 Méthode d'estimation

Comme nous l'avons déjà souligné au niveau du chapitre précédent, les auteurs des différents articles sur la globalisation financière et la croissance utilisent une multiplicité de techniques d'estimations économétriques sur des séries temporelles, des coupes transversales ou des panels simples et dynamiques. Parmi ces techniques, on peut citer : les méthodes des Moindres Carrés Ordinaires (*OLS*) et généralisés (*GLS*), la technique des Variables Instrumentales (*IV*), les méthodes des Doubles et Triples Moindres Carrés (*2SLS* et *3SLS*), les modèles à effet fixe, aléatoire et mixte (*FE*, *RE*, *ME*) et la Méthode des Moments Généralisés (*GMM*), en système ou en différence.

Certes, chacune de ces méthodes possède des avantages et des inconvénients, mais une préférence à l'utilisation des données de panel et de la méthode *GMM* est généralement soutenue par les économètres (Arellano et Bond (1991) ; Arellano et Bover (1995) ; Blundell et Bond (1998) ; Hsiao (2007) ; Roodman (2009b)), en l'occurrence lorsqu'il s'agit d'utiliser une spécification en panel dynamique. D'ailleurs, depuis les années 2000, les travaux utilisent de plus en plus de spécifications en panel dynamiques estimées avec la méthode *GMM* (Mougani (2012) ; Neto et Veiga (2013) ; Ahmed (2013) ; Chen et Quang (2014) ; Agbloyor, Abor, Adjasi et Yawson (2014) ; Ahmed (2016)). Dans la lignée de ces travaux, nous avons opté pour l'utilisation la Méthode des Moments Généralisés en système (*GMM system*) en deux étapes, étant donné la nature de nos modèles ((1) et (2)), spécifiés en panel dynamique.

Les méthodes d'estimations traditionnellement utilisées (estimateur des Moindres Carrés Ordinaires (*OLS*), des Moindres Carrés Généralisés (*GLS*), des Moindres Carrés Quasi-Généralisés (*FGLS*), estimateur *within (FE)*, *between (RE)*, …) ne conviennent pas à nos modèles pour au moins deux raisons principales.

D'une part, on peut voir la présence de la variable dépendante, en niveau, retardée d'une période parmi les variables explicatives dans les deux modèles, ce qui engendre un problème

potentiel de corrélation entre le terme d'erreur et cette variable. Il s'agit du biais de simultanéité.

D'autre part, ces variables explicatives sont de nature macroéconomique et institutionnelle, d'où le risque qu'elles soient endogènes, c'est-à-dire elles-mêmes expliquées par la variable dépendante, qui est la croissance économique. Il s'agit du biais de la causalité inverse.

Face à ces deux problèmes, les estimateurs standards sont inefficaces car non convergents. Par voie de conséquence, l'utilisation de la Méthode des Moments Généralisés, *GMM* est considérée la plus pertinente par Arellano et Bond (1991), Arellano et Bover (1995), puis Blundell et Bond (1998). Ces derniers présentent les avantages des estimations *GMM* par rapport aux autres méthodes préconisées pour les estimations effectuées en panel dynamique avec risque d'endogénéité des variables explicatives, c'est-à-dire une corrélation entre le terme d'erreur et ces variables. L'un des principaux avantages, cité par ces auteurs parmi d'autres, de la Méthode des Moments Généralisés, c'est qu'elle résout le biais d'endogénéité pour toutes les variables explicatives et non pas que pour la variable d'intérêt[57].

Il faut dire qu'il y a deux sortes d'estimateurs *GMM*, qui sont applicables aux panels dynamiques. Il s'agit de l'estimateur *GMM* en différence première (Arellano et Bond (1991)) et l'estimateur *GMM system* (Blundell et Bond (1998)), qui n'est qu'une version améliorée du premier. Comme son nom l'indique, l'estimateur *GMM* en différence première consiste à estimer l'équation du modèle en différence première, afin de contrôler l'effet spécifique à l'unité statistique ou l'individu (les pays dans notre cas).

Si on suppose que X_{it} regroupe toutes les variables explicatives (variables d'intérêt et de contrôle), outre Y_{it-1}, et que $i = i' = i''$ nos modèles peuvent s'écrire sous la forme suivante :

$$\Delta Y_{it} = (\pi - 1)\, Y_{it-1} + \beta' X_{it} + \mu_i + \lambda_t + \varepsilon_{it}$$

Avec :

$$\gamma = (\pi - 1) \text{ et } \Delta Y_{it} = Y_{it} - Y_{it-1}$$

Ceci donne :

$$Y_{it} - Y_{it-1} = \pi Y_{it-1} - Y_{it-1} + \beta' X_{it} + \mu_i + \lambda_t + \varepsilon_{it}$$

D'où :

$$Y_{it} = \pi Y_{it-1} + \beta' X_{it} + \mu_i + \lambda_t + \varepsilon_{it}$$

[57] La méthode *GMM* permet d'instrumentaliser plusieurs variables explicatives, contrairement aux méthodes des variables instrumentales externes, telles que celles proposées par Anderson et Hsiao (1982), qui permettent de traiter l'endogénéité d'une seule variable.

En différence première cette équation s'écrit ainsi :

$$\Delta Y_{it} = \pi \Delta Y_{it-1} + \beta' \Delta X_{it} + \Delta \lambda_t + \Delta \varepsilon_{it}$$

Soit :

$$Y_{it} - Y_{it-1} = \pi (Y_{it-1} - Y_{it-2}) + \beta'(X_{it} - X_{it-1}) + (\lambda_t - \lambda_{t-1}) + (\varepsilon_{it} - \varepsilon_{it-1})$$

Ainsi, l'écriture en différence première de la forme réduite des modèles a permis d'éliminer l'effet spécifique aux pays μ_i et, par là, le biais des variables omises invariantes dans le temps.

Cependant, en surmontant cette lacune, un autre problème majeur émerge : il s'agit de la corrélation entre le terme d'erreur en différence ($\Delta \varepsilon_{it} = \varepsilon_{it} - \varepsilon_{it-1}$) et la variable dépendante retardée en différence ($\Delta Y_{it-1} = Y_{it-1} - Y_{it-2}$) et plus exactement ε_{it-1} *et* Y_{it-1}.

Pour éviter ce biais de simultanéité, ainsi que celui de la causalité inverse, les variables explicatives potentiellement endogènes[58] en différence sont instrumentées par leurs valeurs en niveau retardées, sous l'hypothèse d'absence d'autocorrélation des erreurs dans l'équation en niveau et celle de la faible exogénéité des variables explicatives.

Ces conditions dites des moments ou d'orthogonalité se présentent comme suit :

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

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

Arellano et Bond (1991) ont essayé d'améliorer l'estimateur *GMM* en différence première, en le calculant en deux étapes. Une première estimation se fait sous l'hypothèse d'absence de corrélation des erreurs et leur homoscédasticité. Le vecteur des résidus issu de cette première estimation est utilisé pour estimer de façon convergente une matrice variance-covariance des erreurs, dans une deuxième étape d'estimation. A cette deuxième étape, l'hypothèse d'absence de corrélation des erreurs et de leur homoscédasticité est vérifiée. Cela fait de l'estimateur *GMM* en différence première en deux étapes plus efficaces que l'estimateur *GMM* en différence première en une seule étape (Roodman (2009a ; 2009b)).

De surplus, outre la perte d'informations qu'entraine l'estimation du modèle en différence première – en ne gardant que les variations intra-pays (*within*), puisqu'elle supprime les variations inter-pays (*between*), et en réduisant le nombre d'observations, en l'occurrence

[58] Notons que les méthodes *GMM* en différence et en système se démarquent par rapport aux autres méthodes économétriques utilisées pour répondre au problème d'endogénéité des variables explicatives, notamment les méthodes des Doubles et Triples Moindres Carrés (respectivement *2SLS* et *3SLS*), par le fait qu'elles génèrent des instruments internes à partir des variables explicatives endogènes du modèle. *A contrario*, les méthodes *2SLS* et *3SLS* se basent sur le choix d'instruments exogènes au modèle, dont la validité est souvent critiquée économiquement.

dans les panels non cylindrés – Blundell et Bond (1998) ont montré que l'estimateur *GMM* en différence première, en une étape ou en deux étapes, risque de manquer de robustesse, à cause de la qualité des instruments en niveau, qui sont souvent faiblement corrélés avec leur valeur en différence. Cela arrive surtout lorsque la dimension individuelle « N » du panel est relativement plus importante que sa dimension temporelle « T » (Roodman (2009a ; 2009b)), ce qui est le cas de notre panel.

Ce problème afférent à la qualité des instruments, Blundell et Bond (1998) l'ont théoriquement résolu en combinant l'usage des instruments en niveau avec ceux en différence. Techniquement, ceci revient à estimer simultanément deux équations du modèle en question : l'une représente les variables du modèle en différence et l'autre les reprend en niveau. Ceci fait, les variables de l'équation en différence seront instrumentées par leurs valeurs en niveau et, parallèlement, les variables de l'équation en niveau seront instrumentées par leurs valeurs en différence, sous l'hypothèse de leur quasi-stationnarité, ce qui revient à supposer que la corrélation entre les variables explicatives de l'équation en niveau et l'effet individuel ne varie pas dans le temps.

Partant de cela, le système d'équations s'écrit comme suit :

$$\begin{cases} \Delta Y_{it} = \pi \Delta Y_{it-1} + \beta' \Delta X_{it} + \Delta \lambda_t + \Delta \varepsilon_{it} \\ Y_{it} = \pi Y_{it-1} + \beta' X_{it} + \mu_i + \lambda_t + \varepsilon_{it} \end{cases}$$

Sous les hypothèses suivantes :

$$E[Y_{it+p}\,\mu_i] = E[Y_{it+q}\,\mu_i] \text{ et } E[X_{it+p}\,\mu_i] = E[X_{it+q}\,\mu_i] \;\forall \text{ p et q.}$$

$$E[(Y_{it-s} - Y_{it-s-1})\,(\mu_i + \varepsilon_{it})] = 0 \text{ et } E[(X_{it-s} - X_{it-s-1})\,(\mu_i + \varepsilon_{it})] = 0 \text{ pour s=1.}$$

En utilisant les simulations de Monte Carlo, Blundell et Bond (1998) ont trouvé que l'estimateur *GMM system* est plus efficace et robuste que l'estimateur *GMM* en différence première. De plus, comme pour l'estimateur *GMM* en différence première, l'estimateur *GMM system* en deux étapes est plus efficace asymptotiquement que l'estimateur *GMM system* en une étape.

C'est pour toutes ces raisons, qui font de l'estimateur *GMM system* le meilleur estimateur eu égard aux caractéristiques de nos modèles, que nous utilisons la Méthode des Moments Généralisés (*GMM system*) en deux étapes[59].

[59] Toutes nos régressions sont effectuées avec le logiciel Stata 12, dans lequel la méthode *GMM system* est préprogrammée (commandes « *xtabond2* » et «*twostep* »). Aussi, nous nous basons dans l'écriture des commandes relatives à nos estimations sur les recommandations de Roodman (2009a ; 2009b) et Newey et

S'agissant des instruments[60] de nos régressions en *GMM system*, nous supposons que toutes les variables explicatives sont susceptibles d'être entachées d'endogénéité, étant donné qu'il est question de variables macroéconomiques et institutionnelles, qui risquent d'avoir un double sens de causalité avec l'accroissement du PIB réel par habitant. Ainsi, comme le suggère Roodman (2009a ; 2009b), en s'appuyant sur les travaux d'Arellano et Bond (1991) et d'Arellano et Bover (1995), nous instrumentalisons les différences premières des variables explicatives par leurs valeurs retardées d'au moins une période en niveau. Quant à leurs valeurs en niveau nous les instrumentalisons par les valeurs en différence première les plus récentes.

En outre, à travers la méthode de White (1980)[61], nous corrigeons les écarts-type des coefficients estimés, pour toutes les régressions *GMM* de l'hétéroscédasticité potentielle (Roodman (2009a ; 2009b)). En effet, rappelons-le, nous estimons un modèle de croissance sur le long terme en données de panels dynamique, de sorte que la probabilité d'avoir des variables explicatives inobservées de variance différentes pour certains pays est relativement importante, ce qui met en cause l'hypothèse d'homoscédasticité des erreurs, dans le sens où la variance des termes d'erreur risque de ne pas être constante pour chaque observation.

Deux principaux tests sont associés à la méthode *GMM system* :

- le test de sur-identification du modèle (*Hansen-test*), à travers lequel on vérifie la validité des instruments utilisés, dans le sens où ils doivent être corrélés avec les variables instrumentées et non avec le terme d'erreur (Hansen (1982))[62] ;
- et le test d'autocorrélation des erreurs d'Arellano et Bond (1991) (*AR2*), qui teste la corrélation sérielle de premier ordre des résidus en niveau, en testant la corrélation sérielle de second ordre des erreurs en différence, étant donné que les termes d'erreur

Windmeijer (2009), dont l'application de la correction de Windmeijer (2005), afin d'obtenir des écarts-types asymptotiques, donc robustes et éliminer, ainsi, le potentiel biais qui pourrait découler de l'estimation en deux étapes.

[60] A travers l'utilisation de la commande « *collapse* », le logiciel Stata 12 garantit un petit nombre d'instruments utilisés qui n'excède pas le nombre d'observations, afin de pouvoir estimer le modèle d'une façon non biaisée, ce qui évite potentiellement le problème de prolifération des instruments (Roodman (2009a ; 2009b)). En effet, avec un nombre d'instruments trop élevé, qui dépasse le nombre d'observations, les variables endogènes peuvent être sur-présentées par leurs instruments, d'où le risque de la persistance du problème d'endogénéité.

[61] Sur Stata 12, la méthode de White (1980) est préprogrammée, il suffit d'utiliser la commande « *robust* » pour avoir la correction de l'hétroscédasticité.

[62] L'usage du Hansen-test à la place du test de sur-identification de Sargan (1958) (*Sargan-test*) est dû au fait que, contrairement à ce dernier, le premier est robuste à l'hétroscédasticité et l'autocorrélation des erreurs (Roodman (2009a ; 2009b)). Le talon d'Achille du *Hansen-test* est sa faiblesse face à la prolifération des instruments, d'où l'intérêt de l'utilisation de la commande « *collapse* ».

exprimés en différence première sont corrélés en premier ordre, de par la construction de l'estimateur *GMM system*.

Ainsi donc, la validité de l'estimateur *GMM system* est conditionnée par la qualité des instruments choisis (*Hansen-test*), ainsi que la non autocorrélation de second ordre des erreurs dans l'équation en différence (*AR2*).

Dans toutes nos estimations, la valeur du test de Hansen (*p-values*) est supérieure au seuil de 10%, ce qui indique que l'hypothèse nulle de non corrélation des variables instrumentales avec les termes d'erreur est vérifiée. Par conséquent, les instruments utilisés paraissent valides, en pratique, et l'estimateur *GMM system* convergent. Ce résultat est consolidé par l'acceptation de l'hypothèse nulle d'absence d'autocorrélation des erreurs d'ordre deux, qui se déduit à la lecture des valeurs (*p-values*) du test *AR2*, qui sont supérieures au seuil de 10% dans toutes nos régressions.

II. Résultats des estimations de base

Afin d'avoir un aperçu de la nature de la relation entre la globalisation financière et la croissance dans notre échantillon, avant l'interprétation des estimations de base de nos modèles, nous commençons, ici, par l'analyse des droites de régression des nuages de points, relatives aux observations des variables de globalisation financière et de croissance économique.

II.1 Résultats des droites de régression

La figure 4.1 met en évidence les droites de régression des nuages de points, relatifs aux observations des variables de globalisation financière et de croissance économique pour les 72 pays en développement du panel, sur la période 1972-2011, avec des données quinquennales.

Le premier graphique de la figure montre que le PIB réel par habitant est une fonction croissante de la globalisation financière. Déjà, à ce niveau descriptif de l'étude, il apparait que s'ouvrir financièrement aux mouvements des capitaux étrangers et aux institutions qui les portent est potentiellement bénéfique aux pays en développement.

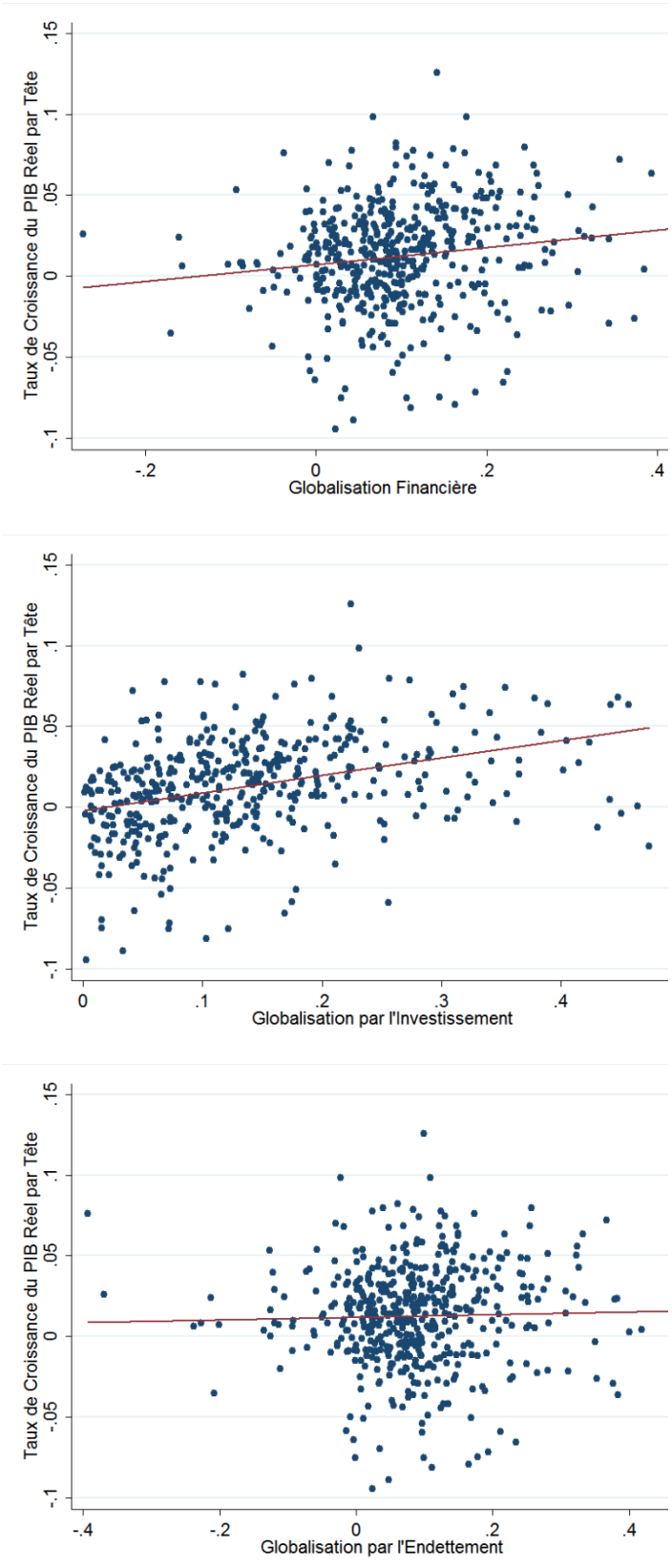
Au-delà de ce constat général, lorsqu'on décompose la globalisation financière, en fonction de la nature des stocks de capitaux étrangers, en avoirs et engagements en investissement étrangers (investissement directs étrangers IDE et investissements de portefeuille IP) et en dettes étrangères (titres de dette échangés TD), on s'aperçoit que son lien apparemment positif sur la croissance cache, en fait, deux relations.

Il ressort du deuxième graphique de la figure 4.1, représentatif de la relation entre la globalisation par l'investissement (IDE et IP) et le taux de croissance du PIB réel par habitant, une droite ascendante qui témoigne d'un lien positif entre les stocks des avoirs et des engagements d'IDE et d'IP et l'accroissement du PIB réel.

A contrario, ce lien ne semble pas être vérifié entre les stocks des avoirs et des engagements en dettes (TD) et la croissance, d'après le troisième graphique de la même figure qui met en avant une droite de régression d'allure nettement plus horizontale.

Pour synthétiser, la figure 4.1 indique qu'il semble que la globalisation financière au total promeut la croissance, et c'est plus précisément la globalisation par l'investissement qui est responsable de cet effet, ce qui n'est pas le cas de la globalisation par l'endettement.

Figure 4.1 Globalisation financière et croissance économique
72 pays en développement sur la période 1972-2011 (données quinquennales)



Source : Figure faite par l'auteur

II.2 Résultats des estimations des modèles

Le tableau 4.1, ci-dessous, met à la lumière du jour les résultats des régressions de base, relatives au modèle (1), en *GMM system* en deux étapes. Comme indiqué ci-dessus, ce modèle capte les effets directs de la globalisation sur la croissance économique dans les 72 pays en développement de notre échantillon avec des données exprimées en moyennes quinquennales sur la période 1972-2011. Sur la base de ce tableau, il s'agit de voir si la globalisation financière, la globalisation par l'investissement et la globalisation par l'endettement produisent un effet positif ou négatif direct sur la croissance économique dans les pays en développement à revenu bas.

Ceci revient à répondre indirectement à deux questions principales :

Ces pays ont-ils intérêt à s'ouvrir plus financièrement ? Si c'est le cas, comment doivent-ils le faire ?

A partir du tableau 4.1, on peut voir que les coefficients associés aux indicateurs de globalisation financière OPGLG et de globalisation par l'investissement INVOPGLG sont significatifs, au seuil de 5%, et de signe positif. Ceci mène à conclure à l'existence d'un impact favorable de la globalisation financière au total et la globalisation par l'investissement sur la croissance économique sur le long terme dans les pays en développement à revenu bas. En revanche, le coefficient associé à l'indicateur de globalisation par l'endettement OPDEBG n'est pas significatif. En conséquence, il faut dire que c'est la globalisation par l'investissement et non la globalisation par l'endettement qui est derrière l'effet positif direct de la globalisation financière sur la croissance économique. A cet égard, déjà à ce niveau de l'analyse, il apparait que l'ouverture financière est une orientation globalement avantageuse pour les pays les moins avancés. Cependant, la question du choix politique relatif à la nature de cette ouverture reste d'une grande importance. Il semble, toujours d'après nos estimations corroborées par le constat descriptif antérieur (figure 4.1), qu'encourager la globalisation par l'investissement et contrôler la globalisation par l'endettement soit la politique de régulation adéquate à appliquer.

Théoriquement, comme nous l'avons explicité en détail au niveau du chapitre 2, plusieurs auteurs expliquent cet impact positif direct de la globalisation par l'investissement sur la croissance par un meilleur partage du risque, la complémentarité entre l'investissement domestique et étranger (*crowding effect*) et le transfert technologique.

A titre d'exemple, Borensztein, De Gregorio et Lee (1998) soutiennent que les investissements directs étrangers (IDE) en provenance des pays développés sont porteurs de progrès

technique, car ils mobilisent des compétences avancées en gestion ainsi que des technologies, qui manquent au tissu industriel des économies les moins avancées. Le progrès technique a ainsi de fortes chances d'être stimulé et avec lui la croissance économique. Aussi, selon Bekaert et Harvey (2000), la globalisation par l'investissement donne lieu à une diversification du risque à l'échelle internationale, poussant ainsi à la baisse le coût du capital dans les pays pauvres. Dans le même sens, d'après Stulz (1999a ; 1999b) et Henry (2000), l'entrée des investissements étrangers fait accroitre le niveau de liquidité dans le marché des valeurs mobilières, réduisant ainsi le risque lié à la préférence pour la liquidité. La prime de risque est également abaissée sur le marché boursier domestique par l'introduction des IP. Pareillement, Chinn et Ito (2005) et Calderón et Kubota (2009a) insistent, distinctement, sur les effets positifs de l'entrée des investisseurs étrangers (IDE et IP) en termes de liquidité et de diversification des actifs financiers sur le marché boursier.

L'absence d'impact positif de la globalisation par l'endettement sur la croissance est aussi justifiée théoriquement. En effet, comme nous l'avons déjà montré dans le chapitre 2, les modèles théoriques prédisent souvent des répercussions négatives ou ambigües pour ce type de globalisation. Par exemple, dans le modèle d'Obstfeld (1998a), pour les entrées des flux de dettes étrangères, sur le court terme, il y a une hausse immédiate de la consommation. Avec le remboursement de la dette, le niveau du capital finit par atteindre un sentier plus important que le niveau autarcique. Cependant, le payement des intérêts sur dette abaisse la consommation en deçà de son niveau d'autarcie. Bien plus, selon McKinnon et Pill (1996 ; 1998), la globalisation par l'endettement peut engendrer des problèmes d'agence dans le système financier domestique, et c'est dans ce sens que Rodrik et Velasco (1999), Berg, Borensztein et Pattillo (2004) et Eichengreen, Hausmann et Panizza (2006) ont souligné que les flux de dettes étrangères sont souvent un synonyme de risques et de crises.

Empiriquement, nos conclusions tirées du tableau 4.1 sont corroborées également par une panoplie d'études économétriques, analysées dans le chapitre 3. Parmi ces dernières, celle de Kose, Prasad et Terrones (2008) prouve nettement un effet positif des IDE et des IP sur la croissance et la productivité. Par contre, pour les dettes extérieures, les auteurs trouvent un impact négatif ou statistiquement non significatif, notamment dans les pays à faible qualité institutionnelle et à secteur financier peu développé. Pareillement, Reisen et Soto (2001) analysent l'impact de la globalisation financière sur la croissance économique en fonction de la typologie des capitaux échangés. Leurs régressions du taux de croissance sur les entrées nettes, rapportées au PNB, des flux d'investissements directs étrangers, des flux de porte-

feuille en actions et obligataires, des crédits bancaires de court et de long termes et des flux officiels, mènent aux résultats suivants : seuls les IDE et les IP affectent positivement la croissance. Kose et al. (2011) démontrent également que les avantages collatéraux de la globalisation financière ne peuvent être atteints, en l'occurrence dans les pays en développement, qu'à condition de la présence de prérequis institutionnels et en matière de développement du système financier domestique. Les auteurs ajoutent que ces effets de seuil sont plus faibles pour les investissements directs étrangers et de portefeuille que pour les dettes extérieures. Kose et al. (2009) déduisent à partir d'une revue de la littérature sur les effets de la globalisation financière, que la composante de la globalisation la plus critiquée est relative aux dettes extérieures, notamment en direction des pays en développement. Dans une revue de la littérature, Almfraji et Almsafir (2014) font valoir que la tendance générale des recherches sur la globalisation financière est que les IDE affectent positivement et significativement la croissance économique. Seule une poignée de chercheurs ne soutient pas cette relation. Plus récemment, l'étude d'Albulescu (2015) confirme cette conclusion pour 13 pays d'Europe centrale et orientale, entre 2005 et 2012.

Par ailleurs, au niveau du tableau 4.1, le signe des coefficients relatifs aux variables de contrôle, lorsqu'ils sont significatifs, sont en adéquation avec l'intuition théorique. En effet, la négativité du signe du coefficient associé à la valeur initiale du PIB par habitant L.GDPPC est conforme aux enseignements de la théorie de convergence conditionnelle. Il en va de même pour la valeur des coefficients de la variable d'ouverture commerciale TRADE, dont le signe positif et la significativité au seuil de 1% s'accordent avec les thèses fondamentales de la théorie « libre-échangiste » du commerce international. Le signe négatif du coefficient de la variable afférente aux dépenses de consommation finale du gouvernement GOV est aussi adéquat à l'intuition économique, étant donné que cette variable est souvent considérée dans la littérature comme un indicateur de politique économique, de sorte que son augmentation dénote d'un état d'instabilité contreproductif, auquel les décideurs essayent de remédier par l'instrument budgétaire, souvent critiqué dans la théorie du choix public (Buchanan et Tollison (1984)). L'indicateur d'instabilité des prix qui reflète l'efficacité de la politique monétaire INF, est à coefficient négatif, comme il est le cas dans les travaux de Guillaumont et Kpodar (2006), Aghion et al. (2009) et Eggho (2010). L'indicateur du niveau d'éducation EDU se caractérise par un coefficient positivement significatif dans deux régressions sur trois. Ceci s'accorde avec les enseignements de la théorie du capital humain qui en fait un facteur de croissance économique. La variable CRISIS, indicateur de crise, affecte négativement et si-

gnificativement la croissance, tel qu'il est soutenu par Kaminsky et Reinhart (1999) et Joyce (2011). En outre, de par la non significativité de son coefficient, l'indicateur des termes de l'échange TERM se montre peu explicatif de la croissance du PIB réel par habitant dans les pays de notre échantillon, entre 1972 et 2011.

Tableau 4.1 Estimations de base : effets directs

	Modèle1 (1)	**Modèle1 (2)**	**Modèle1 (3)**
L.GDPPC	-0.018***	-0.013	-0.022***
	(0.007)	(0.010)	(0.007)
OPGLG	**0.057****		
	(0.022)		
INVOPGLG		**0.049****	
		(0.020)	
OPDEBG			**0.038**
			(0.023)
TRADE	0.036***	0.029***	0.038***
	(0.011)	(0.011)	(0.011)
EDU	0.019**	0.012	0.021**
	(0.008)	(0.009)	(0.009)
TERM	0.001	0.017	0.007
	(0.013)	(0.013)	(0.014)
GOV	-0.037**	-0.041**	-0.038**
	(0.016)	(0.016)	(0.017)
INF	-0.018*	-0.019*	-0.019
	(0.009)	(0.010)	(0.012)
CRISIS	-0.023**	-0.028***	-0.023*
	(0.011)	(0.010)	(0.012)
Constante	0.089	0.051	0.079
	(0.082)	(0.098)	(0.095)
Observations	287	287	287
Nombre de groupes	65	65	65
AR2 P-value	0.866	0.644	0.882
Hansen P-value	0.393	0.168	0.342
Instruments	41	41	41

Légende : Variable dépendante : GDPPCG/ Echantillon : 72 pays/ Période 1972-2011/ Estimations : GMM system. Les valeurs entre parenthèses sont les écarts-types des coefficients estimés des variables explicatives, dont la constante. Ils sont corrigés d'hétéroscédasticité à travers la méthode de White (1980). Les coefficients estimés sont : * significatifs au seuil d'erreur de 10%, ** significatifs au seuil d'erreur de 5 %, *** significatifs au seuil d'erreur de 1%. Le test de Hansen indique que les instruments utilisés sont valides (H0 : acceptée), avec des p-values largement supérieures au seuil de 10 %. Le test AR(2) indique l'absence d'autocorrélation entre les termes d'erreurs d'ordre 2, avec des p-values supérieures au seuil de 10 %. Source : calcul de l'auteur avec le logiciel Stata 12.

Les résultats des régressions de base, relatives au modèle (2), en *GMM system* en deux étapes figurent au niveau du tableau 4.2. Pareillement, ces résultats concernent les 72 pays en développement de notre échantillon, avec des données exprimées en moyennes quinquennales sur la période 1972-2011.

Rappelons que d'après le modèle (1), l'ouverture commerciale promeut la croissance du revenu alors que l'instabilité des prix et les dépenses publiques l'affectent négativement. En partant de cela, à travers le modèle (2), nous avons tenté de voir si ces effets diminuent ou augmentent avec la globalisation financière. Ceci revient à vérifier que le développement du commerce extérieur et l'amélioration des politiques macroéconomiques, monétaire et budgétaire, sont des avantages collatéraux de la globalisation financière. Pour ce faire, nous avons analysé l'effet marginal de l'ouverture commerciale, de la politique budgétaire et de la politique monétaire sur la croissance économique à partir du Modèle (2). Cet effet est obtenu à travers le calcul de la dérivée partielle du taux de croissance du PIB réel par habitant sur les indicateurs, TRADE, INF et GOV :

$$\frac{d(\Delta Y)_{it}}{d(int2)_{it}} = \quad \alpha_1 + \alpha_2 int1_{it}$$

- Si α_1 et α_2 sont tous les deux positifs (négatifs), alors l'ouverture commerciale ou la politique budgétaire ou la politique monétaire a un effet positif (négatif) sur la croissance économique, et la globalisation financière affecte favorablement (amplifie) cet impact.
- Si $\alpha_1 > 0$ et $\alpha_2 < 0$, alors l'ouverture commerciale ou la politique budgétaire ou la politique monétaire a un effet positif sur la croissance économique, néanmoins la globalisation financière réduit cet impact.
- Si $\alpha_1 < 0$ et $\alpha_2 > 0$, alors l'ouverture commerciale ou la politique budgétaire ou la politique monétaire a un effet négatif sur la croissance économique, néanmoins la globalisation financière réduit cet impact.

On peut voir au niveau du tableau 4.2 que, d'une part, les coefficients ($\alpha 1$) associés à l'ouverture commerciale (TRADE) sont significatifs et positifs, tandis que ceux relatifs à l'instabilité des prix (INF) et aux dépenses publiques (GOV) sont négatifs et significatifs, ce qui est conforme aux résultats du tableau 4.1. D'autre part, le coefficient ($\alpha 2$) associé au terme d'interaction entre la globalisation financière et l'ouverture commercial (TRADE X OPGLG) est à la fois positif et significatif au seuil de 1%. Ceci est aussi vérifié pour la globa-

lisation financière et l'instabilité des prix, en interaction, (INF X OPGLG) et pour l'interaction entre globalisation financière et les dépenses publiques (GOV X OPGLG). A cet effet, il semble que l'effet marginal positif de l'ouverture commercial sur la croissance augmente avec la globalisation financière, alors que les effets marginaux négatifs de l'instabilité des prix et des dépenses publiques baissent avec cette dernière. Il apparait donc que la globalisation financière admet un effet indirect, outre son impact direct positif sur la croissance. Celui-ci réside en l'amélioration des effets des politiques publiques, budgétaire et monétaire, et la promotion des bienfaits du commerce international des biens et des services.

Ceci dit, est-ce le cas de toutes les globalisations financières, quelle que soit la nature des flux financiers échangés ?

La réponse à cette question se déduit à partir des termes d'interaction entre la globalisation par l'investissement, l'ouverture commerciale (TRADE X INVOPGLG), l'instabilité des prix (INFX INVOPGLG) et les dépenses du gouvernement (GOV X INVOPGLG). En effet, tel qu'il figure au tableau 4.2, tous ces termes d'interaction présentent un coefficient de signe positif et significatif au seuil de 5%. Ce coefficient suggère que les investissements étrangers améliorent les effets de la politique monétaire et budgétaire et amplifient les bienfaits du commerce extérieur sur l'accroissement du revenu.

En outre, le terme d'interaction entre la globalisation par l'endettement et l'ouverture commerciale (TRADE X OPDEBG), l'instabilité des prix (INFX OPDEBG) et les dépenses du gouvernement (GOV X OPDEBG) sont faiblement ou non significatifs. Cette globalisation ne semble donc pas présenter des avantages collatéraux, en matière d'ouverture commerciale et de discipline des politiques macroéconomiques, dans les 72 pays de notre échantillon sur la période 1972-2011.

L'impact positif indirect de la globalisation financière, et en l'occurrence la globalisation par l'investissement, sur le commerce extérieur et la politique macroéconomique est prouvé théoriquement dans plusieurs études[63], qui corroborent nos résultats empiriques. A titre d'exemple, Koren (2003) associe dans un modèle ricardien la faiblesse du commerce international à l'autarcie financière. Selon cet auteur, même s'il n'y a pas de barrières entravant le libre échange des biens et des services, le contrôle des capitaux réduit les transactions commerciales et empêche la spécialisation des nations, ce qui limite les bienfaits potentiels du commerce international. Plus récemment, Islamaj (2014) élabore un modèle de choix de portefeuille dans lequel il démontre que lorsque les consommateurs peuvent tabler sur une « ri-

[63] Pour plus de détails sur ces études, voir le chapitre 2.

chesse assurée » grâce à l'épargne extérieure mobilisée par la globalisation financière, toute l'économie se spécialisera dans la production des biens qu'elle fabrique le mieux. En d'autres termes, cette dernière consacrera une part de plus en plus importante de son épargne globale pour financer la production des biens dans lesquels elle dispose d'un avantage comparatif, ce qui améliore sa compétitivité dans le commerce international. De leur côté, Gourinchas et Jeanne (2005) insistent sur le fait que dans les pays en développement, l'Etat est fortement tenté d'instituer une fiscalité prédatrice sur le capital. Une telle politique nuit à l'investissement et hypothèque la croissance. Cependant, en garantissant la réallocation du capital vers les secteurs les plus productifs, la globalisation financière interdit indirectement au gouvernement le recours à ces pratiques, car les pertes en termes de productivité occasionnées par une lourde taxation du capital sont plus graves en présence d'un libre mouvement de capitaux que dans le cas d'une autarcie. Ainsi, la globalisation financière assujettit la politique économique à plus de rigueur et de discipline. Une année plus tard, Stulz (2006) soutient que les investisseurs étrangers, issus des pays développés, maitrisent des compétences et des technologies qui leurs permettent d'assurer une gestion entrepreneuriale plus efficiente que celle des managers qui opèrent au sein des économies sous-développées. Spécialement, l'entrée des IDE, due à la déréglementation du compte capital, favorise le transfert de nouvelles méthodes de gestion, d'organisation de travail et de veille informationnelle plus sophistiquées au profit du pays en voie de développement. En bénéficiant de cet avantage, les entreprises domestiques enregistrent une hausse de leur productivité, ce qui stimule la croissance économique. En outre, Kose et al. (2006 ; 2009) insistent sur le fait que la présence de firmes étrangères dans des pays relativement pauvres encourage les entreprises locales à innover et à développer une meilleure gouvernance de leurs activités afin de faire face à une concurrence attisée par les flux des IDE. Aussi, Wei (2000) et Gelos et Wei (2005) affirment que l'ampleur de la corruption, la lourdeur de la bureaucratie et le manque de transparence du gouvernement découragent les entrées de capitaux et surtout celle des IDE. A partir de ces propos, Kose et al. (2006 ; 2009) font valoir que les pays adhérents au processus de globalisation financière doivent améliorer leur gouvernance publique et la qualité de leurs institutions, sous contrainte de fuite de capitaux. A partir de cela, il apparait que la globalisation financière contribue indirectement à l'instauration d'une bonne gouvernance dans ces pays. De même, Bartolini et Drazen (1997), Gourinchas et Jeanne (2006) et Obstfeld (2009) font valoir qu'eu égard à la dépendance de leurs économies des investisseurs étrangers dans un contexte d'ouverture financière, les gouvernements seront plus réticents à l'application de politiques économiques exagéré-

ment expansionnistes, voire populistes et contreproductives, surtout si la période des prochaines élections n'est pas proche.

Par ailleurs, tel qu'il est le cas pour les régressions du tableau 4.1, le signe des coefficients relatifs aux variables de contrôle, lorsqu'ils sont significatifs, sont en adéquation avec l'intuition théorique, au niveau des régressions du tableau 4.2, d'autant plus que, rappelons-le, le modèle (1) et le modèle (2) incluent le même jeu de variables de contrôle.

En somme, il ressort de ces résultats que la globalisation financière produit des avantages directs et collatéraux (discipline des politiques macroéconomiques et développement du commerce extérieur) dans les pays en développement les moins avancés. Cela-dit, c'est plutôt la globalisation par l'investissement que la globalisation par l'endettement qui est à même de générer ces effets.

A partir de ces résultats, quelques recommandations en matière de politique économique peuvent être formulées. En effet, les pays en développement les moins avancés ont intérêt à s'ouvrir financièrement pour promouvoir leur croissance économique. Plus précisément, la nécessité de l'ouverture financière se justifie par les avantages dont ces pays pourraient bénéficier en termes d'augmentation du revenu par tête. Toutefois, ces avantages ne sont réalisables que dans le cas d'une ouverture accès sur l'investissement étranger. Ainsi, l'adhésion à une globalisation régulée, partielle et « intelligente », en intensifiant l'ouverture financière par l'investissement et en contrôlant l'ouverture financière par l'endettement est recommandable.

Pour terminer, après avoir « fait parler les chiffres » de nos régressions de base et tiré les conclusions et recommandations en matière de politiques économiques y afférant, il semble primordial de prouver leur robustesse, en les faisant passer par une batterie de tests.

Tableau 4.2 Estimations de base : effets indirects

	Modèle2 (1)	**Modèle2 (2)**	**Modèle2 (3)**	**Modèle2 (4)**	**Modèle2 (5)**	**Modèle2 (6)**	**Modèle2 (7)**	**Modèle2 (8)**	**Modèle2 (9)**
L.GDPPC	-0.019**	-0.019**	-0.018**	-0.013	-0.013	-0.008	-0.024***	-0.021**	-0.021**
	(0.009)	(0.009)	(0.009)	(0.009)	(0.009)	(0.010)	(0.009)	(0.008)	(0.008)
TRADE	**0.039*** **	0.042***	0.041***	**0.029*** **	0.030***	0.028***	**0.040*** **	0.044***	0.044***
	(0.013)	(0.013)	(0.013)	(0.010)	(0.010)	(0.010)	(0.013)	(0.012)	(0.013)
EDU	0.019*	0.019*	0.019*	0.014	0.013	0.010	0.022***	0.021*	0.021*
	(0.010)	(0.010)	(0.010)	(0.011)	(0.010)	(0.009)	(0.008)	(0.011)	(0.011)
TERM	0.007	0.008	0.007	0.016	0.016	0.014	0.009	0.015	0.014
	(0.017)	(0.017)	(0.017)	(0.017)	(0.017)	(0.016)	(0.012)	(0.016)	(0.017)
GOV	-0.038**	**-0.039** **	**-0.041** **	-0.047***	-0.046***	**-0.046*** **	-0.037**	-0.037**	**-0.038** **
	(0.016)	(0.017)	(0.017)	(0.014)	(0.014)	(0.017)	(0.015)	(0.018)	(0.018)
INF	-0.018**	**-0.018** **	-0.018**	-0.018***	**-0.018*** **	-0.019**	-0.023	**-0.019** *	-0.019*
	(0.007)	(0.007)	(0.007)	(0.005)	(0.005)	(0.008)	(0.020)	(0.010)	(0.010)
CRISIS	-0.027**	-0.026**	-0.026**	-0.023**	-0.023**	-0.028**	-0.020	-0.028**	-0.028**
	(0.011)	(0.011)	(0.011)	(0.010)	(0.010)	(0.011)	(0.012)	(0.012)	(0.012)
OPGLG X TRADE	**0.017*** **								
	(0.006)								
OPGLG X INF		**0.015*** **							
		(0.005)							
OPGLG X GOV			**0.026*** **						
			(0.009)						
INVOPGLG X TRADE				**0.010** **					
				(0.004)					
INVOPGLG X INF					**0.010** **				
					(0.004)				
INVOPGLG X GOV						**0.019** **			
						(0.008)			
OPDEBG X TRADE							**0.007**		
							(0.005)		
OPDEBG X INF								**0.009** *	
								(0.005)	
OPDEBG X GOV									**0.016** *
									(0.009)
Constante	0.052	0.044	0.052	0.057	0.048	0.060	0.090	0.012	0.018
	(0.114)	(0.114)	(0.114)	(0.096)	(0.098)	(0.108)	(0.138)	(0.111)	(0.112)
Observations	287	287	287	287	287	287	287	287	287
Nombre de groupes	65	65	65	65	65	65	65	65	65
AR2 P-value	0.684	0.743	0.732	0.841	0.873	0.776	0.882	0.638	0.631
Hansen P-value	0.357	0.341	0.350	0.367	0.356	0.207	0.445	0.230	0.235
Instruments	25	25	25	25	25	33	57	25	25

Légende : Variable dépendante : GDPPCG/ Echantillon : 72 pays/ Période 1972-2011/ Estimations : GMM system. Les valeurs entre parenthèses sont les écarts-types des coefficients estimés des variables explicatives, dont la constante. Ils sont corrigés d'hétéroscédasticité à travers la méthode de White (1980). Les coefficients estimés sont : * significatifs au seuil d'erreur de 10%, ** significatifs au seuil d'erreur de 5 %, *** significatifs au seuil d'erreur de 1%. Le test de Hansen indique que les instruments utilisés sont valides (H0 : acceptée), avec des p-values largement supérieures au seuil de 10 %. Le test AR(2) indique l'absence d'autocorrélation entre les termes d'erreurs d'ordre 2, avec des p-values supérieures au seuil de 10 %. Source : calcul de l'auteur avec le logiciel Stata 12.

III. Tests de robustesse

Dans le cadre de cette section, nous faisons passer nos estimations illustrées dans les tableaux 4.1 et 4.2 par une batterie de tests, afin d'appuyer leur robustesse. En effet, il s'agit de modifier les variables de contrôle et de changer l'horizon temporel de toutes les estimations des modèles (1) et (2).

III.1 Ajout de variables de contrôle

Au niveau de ce test de robustesse, deux modifications ont été apportées aux estimations de bases des modèles (1) et (2) des tableaux 4.1 et 4.2, pour les 72 pays en développement de notre échantillon, sur la période 1972-2011.

S'agissant de la première modification, il est question de l'ajout d'un indicateur de développement financier (LIQ), à savoir le ratio des engagements exigibles du système financier, au sens de M3, rapportés au PIB, après la suppression de la variable indicatrice des crises (CRISIS). D'après Bonfiglioli (2008) et Eichengreen et al. (2011), puisque l'un des bienfaits indirects (*spillover*) théoriquement présumé de la globalisation financière est le développement financier, l'ajout d'une variable indicatrice de l'état du système financier dans un modèle de croissance, incluant déjà des proxys de l'ouverture financière abaisse la significativité des estimations, en l'occurrence celle des variables d'ouverture, comme c'est le cas dans leurs propres estimations.

La deuxième modification consiste à augmenter les modèles (1) et (2) d'une variable institutionnelle (POL), à savoir l'indicateur des droits politiques de *Freedom House* qui prend la forme d'une note allant de 1 à 8 attribuée à partir de questionnaires (1 étant la meilleure situation politique et 8 étant la pire). Cette variable additionnelle est susceptible d'altérer le pouvoir explicatif des variables d'intérêt. En effet, selon Eichengreen et al. (2011), l'ouverture financière développe non seulement le système financier, mais aussi la qualité des institutions. En conséquence, en reprenant nos estimations principales, après le contrôle de la variable institutionnelle POL, avec les autres variables de contrôle, nous risquons de déboucher sur une baisse, voire un anéantissement de la significativité des coefficients des indicateurs de globalisation financière.

Les tableaux 4.5, 4.6 et 4.6 bis des annexes résument les résultats des estimations faites sur les modèles (1) et (2) en introduisant les variables de contrôle LIQ, puis POL.

Les chiffres des tableaux montrent l'impact positif et significatif de l'indicateur de globalisation financière et celui de globalisation par l'investissement sur l'accroissement du PIB

réel par tête, ce qui confirme leur effet bénéfique sur la croissance économique. Cet effet est à la fois direct et indirect, dans la mesure où il baisse l'effet négatif de l'instabilité des prix et des dépenses gouvernementales et accroit l'impact positif de l'ouverture commerciale.

L'indicateur de globalisation par l'endettement demeure de coefficient non significatif, à l'instar de nos estimations de base. Ainsi, somme toute, ces résultats et les interprétations qui en découlent corroborent à forte mesure ceux des tableaux 4.1 et 4.2. De plus, tout comme les variables d'intérêt, les variables de contrôle gardent les mêmes signes et presque les mêmes significativités, avec des ordres de grandeur qui ne s'éloignent pas de ceux des estimations précédentes. En dernier point, force est de remarquer que les variables ajoutées LIQ et POL ne sont pas statistiquement significatives. Ceci pourrait s'expliquer par l'absorption des effets de ces variables par les indicateurs de globalisation financière présents dans nos modèles, vu le lien étroit, voire la forte corrélation, du moins théorique[64], entre la qualité des institutions, l'état du système financier et le phénomène de globalisation financière, comme le soulignent entre autres Eichengreen et ses coauteurs en 2011.

III.2 Changement de période d'estimation

Pour tester la stabilité de nos résultats de base (tableaux 4.1et 4.2) sur d'autres horizons temporels, nous ré-estimons nos deux modèles (1) et (2) pour les 72 pays en développement de notre échantillon sur les deux sous-périodes suivantes : 1972-2001 et 1972-2006.

Dans un premier temps, nous n'avons considéré que la sous-période 1972-2006 dans nos estimations. En effet, la sous-période 2008-2011 correspond à une chute exceptionnelle des échanges transfrontaliers des flux financiers (IMF (2012)), à cause de l'avènement de la crise financière internationale en 2008, d'où la possibilité de la présence de valeurs aberrantes parmi nos données sur cette sous-période.

Dans un deuxième temps, nous avons supprimé les deux sous-périodes : 2002-2006 et 2007-2011. Ces deux sous-périodes présentent deux mouvements antinomiques, de hausse et de baisse, atypiques du phénomène de globalisation financière, étant donné qu'entre 2002 et 2006 ce processus a connu son apogée mondialement (IMF (2012)), si bien qu'il a débouché sur la crise financière internationale en 2008. Il nous a paru donc intéressant de tester la robustesse de nos estimations de base après la suppression de ces horizons temporels.

Partant de cela, à partir des trois tableaux 4.7, 4.8 et 4.8 bis des annexes, qui mettent en évidence respectivement les résultats des estimations relatives à nos spécifications de base du

[64] Pour plus de détails sur les effets théoriques indirects, dits *spillovers*, de la globalisation financière, voir le chapitre 2.

modèle (1) et du modèle (2) sur les sous-périodes : 1972-2001 et 1972-2006, force est d'attester de la stabilité de nos conclusions dans le temps, en vertu des signes et de la significativité des paramètres estimés (toujours à des seuils d'erreur inférieurs au moins à 5%) rattachés aux variables de globalisation financière, de globalisation par l'investissement et de leurs termes d'interaction avec les indicateurs de politiques publiques, monétaire et budgétaire, et celui de l'ouverture commerciale. Au contraire, l'indicateur de globalisation par l'endettement et ses interactions demeurent statistiquement non significatifs.

Au final, eu égard à la stabilité des résultats des tableaux 4.1 et 4.2 aux tests de robustesse et leur conformité à l'analyse graphique faite à partir de la figure 4.1, ainsi que les conclusions d'un bon nombre de chercheurs qui ont mené des études théoriques et empiriques récentes différentes de la nôtre au niveau de la méthodologie et du cadre spatio-temporel, à l'instar de Kose et al. (2008), Joyce (2011), Kose et al. (2011), Misati et Nyamongo (2012), Islamaj (2014), Lane et McQuade (2014) et Albulescu (2015), nous pouvons conclure que :

Premièrement, la globalisation financière affecte positivement et directement la croissance économique dans les pays les moins avancés. Ceci vérifie les thèses de Shaw (1973) et McKinnon (1973) sur la convergence des pays en développement financièrement ouverts par l'accumulation et l'allocation du capital, ainsi que la baisse de son coût. Néanmoins, une nuance doit être apportée à ce constat : c'est plutôt la globalisation par l'investissement que la globalisation par l'endettement qui est responsable de ces effets.

Deuxièmement, la globalisation financière affecte positivement et indirectement – autrement dit « collatéralement » – la croissance économique dans les pays les moins avancés. Elle produit cet effet à travers l'amplification des bienfaits du commerce extérieur sur l'accroissement du revenu et l'abaissement de l'impact négatif de l'instabilité des prix et des dépenses de consommation finale du gouvernement. Ce faisant, elle semble promouvoir le commerce international et améliorer la qualité des politiques macroéconomiques, conformément aux nouvelles thèses de la globalisation financière (Wei (2000) ; Gelos et Wei (2005) ; Gourinchas et Jeanne (2006) ; Obstfeld (2009) ; Kose et al. (2006 ; 2009) ; Islamaj (2014)). Toutefois, comme il est le cas pour les effets directs, il apparait que c'est la globalisation par l'investissement et non par l'endettement qui sert indirectement la croissance par le canal des politiques publiques et de l'ouverture commerciale.

Sous ces rapports, il semble pertinent de voir dans l'ouverture financière un choix opportun pour les pays les moins avancés afin de promouvoir leur croissance. Ajoutons que, pour que cette ouverture soit efficiente, elle doit être orientée vers l'investissement étranger

plutôt que vers l'endettement extérieur. Cependant, dans la réalité, ceci n'est pas chose facile à faire. En effet, les pays les moins avancés ont besoin, en général, de prêts étrangers, pour financer leur développement à court terme, en l'occurrence la consommation, à cause de l'insuffisance de l'épargne domestique mobilisée à cette fin (Obstfeld (1998a) ; Diamond et Rajan (2001)).

In fine, la globalisation financière demeure un défi pour les pays les moins avancés : pour une meilleure intégration dans la globalisation par l'investissement, ces derniers doivent améliorer la qualité de leurs institutions et de leurs politiques publiques. Une fois intégrés dans cette globalisation, les politiques et les institutions dans ces pays ont de fortes chances de se développer, dans un second temps, ce qui sert la croissance économique à long terme.

Conclusion

Ce chapitre a pour ligne de fond l'étude de l'impact de la globalisation financière sur la croissance économique dans les pays en développement les moins avancés sur le long terme, en prenant en compte, à la fois, son effet direct et indirect, et sur la base d'une analyse globale et catégorielle des stocks des avoirs et des engagements extérieurs échangés.

Théoriquement, ce travail est une vérification empirique des thèses classiques et nouvelles de la globalisation financière, explicitées au niveau du chapitre 2.

Du point de vue de la politique économique, ce travail permet de voir si les pays en retard – en termes de développement et d'ouverture – ont intérêt à suivre les pas des pays émergents et développés, en adhérant encore plus à la libre circulation du capital et des institutions qui le porte à l'échelle internationale et de quelle manière ils doivent le faire.

Deux modèles de croissance spécifiés en panel dynamique ont été estimés par la méthode *GMM system* en deux étapes, pour un échantillon de 72 pays en développement à revenu faible et moyen inférieur selon la classification de la Banque Mondiale, sur la période 1972-2011.

Le premier modèle (1) tente de capter l'effet direct de la globalisation financière sur l'accroissement du PIB, en distinguant la globalisation par l'investissement, approximée par la somme des stocks bruts des avoirs et des engagements extérieurs en investissements de portefeuille et en investissements directs étrangers, la globalisation par l'endettement, mesurée par la somme des stocks bruts des avoirs et des engagements extérieurs en dettes et la globalisation financière, au total, qui inclut la globalisation financière par l'investissement et par l'endettement.

Le deuxième modèle (2) vise à examiner l'effet indirect de long terme de la globalisation financière sur la croissance économique, en distinguant également la globalisation par l'investissement de la globalisation par l'endettement et en prenant en compte leurs interactions avec le commerce extérieur, l'instabilité des prix et les dépenses publiques. Ainsi, le modèle (2) permet de voir si l'impact de l'ouverture commerciale, de la politique budgétaire et de la politique monétaire sur la croissance augmente ou diminue avec la globalisation financière.

Cette démarche trouve l'une de ses principales originalités dans la rareté des travaux qui se sont focalisés sur les avantages collatéraux de la globalisation financière, afférents au développement du commerce extérieur et l'amélioration des politiques publiques, monétaire et budgétaire, dans les pays les moins avancés. Comme nous l'avons démontré au chapitre 3, la nouvelle tendance de la littérature empirique se focalise sur les effets indirects de la globalisation financière en termes de développement financier et de qualité institutionnelle et néglige relativement les avantages collatéraux potentiels en matière de commerce international et de discipline de la politique macroéconomique. De plus, la plupart des auteurs ont étudié le développement du commerce extérieur et la discipline macroéconomique en tant que prérequis à l'ouverture financière et non comme des avantages collatéraux potentiels de la globalisation financière (Eichengreen et al. (2011) ; Kose et al. (2011) ; Mody et Murshid (2011) ; Sedik et Sun (2012) ; Kunieda et al. (2014) ; Chen et Quang (2014)).

Les principaux résultats trouvés sont comme suit.

Premièrement, nous avons démontré l'existence d'un impact positif de la globalisation financière, au total, sur l'accroissement du PIB réel. Deuxièmement, nous avons mis en évidence l'impact statistiquement non significatif de la globalisation par l'endettement sur l'accroissement du PIB réel. Troisièmement, nous avons mis en exergue l'impact positif et significatif de la globalisation par l'investissement sur l'accroissement du PIB réel.

Deuxièmement, l'impact positif de la globalisation financière au total et la globalisation par l'investissement est à la fois direct et indirect, dans la mesure où ces dernières amplifient l'effet positif du commerce extérieur et promeuvent l'efficacité des politiques publiques, budgétaire et monétaire.

Nos résultats se sont montrés robustes à une batterie de tests, à savoir le changement des variables de contrôle dans les modèles de base la modification de l'horizon temporel des estimations.

Somme toute, ces résultats peuvent être considérés comme des explications possibles de l'absence de consensus empirique sur les effets de la globalisation financière. Ils révèlent, en effet, que c'est la nature de l'ouverture financière qui détermine la réalité de son impact sur l'accroissement des richesses qui peut être direct ou/et collatéral.

Par ailleurs, à partir de nos résultats, il est aussi pertinent de déduire quelques recommandations en termes de politiques économiques pour les pays en développement les moins avancés. En effet, ces pays ont intérêt à s'ouvrir au commerce des stocks bruts des avoirs et des engagements extérieurs en investissements de portefeuille et en investissements directs étrangers (globalisation par l'investissement) et de contrôler les échanges des stocks bruts des avoirs et des engagements extérieurs en dettes (globalisation par l'endettement). Ceci dit, dans la réalité, un tel choix politique n'est pas facile à appliquer à cause des besoins de ces pays en dettes étrangères pour financer leur développement à court terme, ainsi que la difficulté d'attirer des IDE et des IP dans un cadre institutionnel et financier peu développé.

Enfin, comme nous l'avons déjà souligné dans ce chapitre et son précédent, si la nouvelle tendance de la littérature empirique sur la relation « globalisation financière-croissance économique » se focalise sur les avantages collatéraux de la globalisation – tendance dans laquelle nous nous sommes inscrits dans ce chapitre – elle a relativement occulté l'existence possible de désavantages collatéraux, outre les crises financières, c'est-à-dire des effets indirects négatifs de la globalisation financière sur la croissance. Nous traiterons de cet aspect dans les deux chapitres suivants, en se focalisant sur le sens de l'interaction entre la globalisation financière et deux formes d'instabilités, financière et monétaire, étant donné que de nombreux auteurs accusent l'ouverture d'être à l'origine des crises bancaires et de change (Kaminsky et Reinhart (1999) ; Artus et Cartapanis (2008) ; Gilles, Brasseul et Gilles (2010)), alors qu'en même temps des études récentes prouvent que la globalisation financière est un facteur de stabilité macroéconomique (Kim, Lin et Suen (2012) ; De Nicolò et Juvenal (2014) ; Iamsiraroj (2016)).

Conclusion de la deuxième partie

L'analyse approfondie de plus d'une soixantaine de recherches les plus récentes et les plus citées dans la littérature, élaborée dans le cadre du chapitre 3, montre l'inexistence d'un consensus empirique sur les effets de la globalisation financière sur la croissance économique. En effet, *grosso modo*, trois principaux résultats contradictoires se dégagent des travaux sur le sujet :

- La globalisation financière a un effet positif net sur la croissance économique.
- La globalisation financière a un effet négatif ou non significatif net sur la croissance économique.
- La globalisation financière a un effet mitigé sur la croissance économique.

Ces résultats axent la lumière sur une deuxième question conséquente : pourquoi n'existe-t-il pas de consensus sur l'impact de la globalisation financière sur la croissance économique ?

Il ressort de notre analyse, corroborée par d'autres revues de la littérature (Prasad et al. (2003) ; Kose et al. (2006 ; 2009) ; Cline (2010) ; Almfraji et Almsafir (2014)), que l'inexistence de consensus revient essentiellement à :

- l'absence d'une seule mesure d'ouverture financière conventionnelle, disponible pour un vaste échantillon de pays et sur une période temporelle étendue ;
- l'hétérogénéité des horizons temporels et de la composition des échantillons étudiés ;
- la multiplicité des techniques d'estimations et des spécifications ;
- la typologie de l'ouverture financière étudiée (flux/stocks d'IDE, d'IP, de dettes extérieures (DE), d'aides, …) ;
- et le choix des variables de contrôle insérées dans les modèles estimés.

Néanmoins, nous avons pu dégager quelques conclusions générales qui s'imposent sur la réalité de la relation entre la globalisation financière et la croissance économique, à partir de notre examen de la littérature, à savoir :

- La globalisation financière agit directement et indirectement sur la croissance économique.
- Les effets globaux, directs et/ou indirects, de la globalisation financière sont plus robustes sur le long terme, pour des échantillons homogènes, avec des mesures *de facto*

et des spécifications en panel, ainsi qu'avec des variables d'interaction et des estimations en *GMM*.

- Il est plus aisé de démontrer un effet positif net, direct et/ou indirect, sur la croissance, de la globalisation par les IDE et les IP que de la globalisation par l'endettement.

Partant de cela, une réponse, bien que peu tranchée, à la question « est-ce que la globalisation financière a tenu ses promesses théoriques en termes de croissance dans les pays en développement ? », peut être formulée. En effet, s'il apparait que la globalisation par l'investissement (IDE et IP) promeut la croissance économique dans les pays en développement, elle ne le fait pas dans les mêmes proportions pour toutes ces économies. Cela dépend du degré de développement économique et institutionnel de chaque pays du groupe. Il en va autrement de la globalisation par l'endettement qui ne semble pas tenir ses promesses théoriques en matière de croissance, en général, dans les pays les moins avancés.

Force est de remarquer, également, que les études qui ont pu aboutir à un résultat net et robuste sur la tendance générale de la nature des effets macroéconomiques de la globalisation financière sur la croissance se sont fondées sur des panels relativement homogènes, ont considéré un horizon temporel de long terme, se sont focalisées sur l'utilisation des mesures *de facto* et des variables d'interaction dans leur modèle et ont procédé à des estimations en *GMM*. De même, force est de souligner à double trait que la nouvelle tendance de la littérature empirique se focalise sur les effets indirects de la globalisation financière, en termes de développement financier et de qualité institutionnelle et que peu de travaux se sont intéressés aux interactions entre la globalisation financière, la politique macroéconomique, l'ouverture commerciale et la croissance économique dans les pays en développement les moins avancés.

C'est donc en prenant en considération cette synthèse que nous avons édifié le quatrième chapitre (chapitre 4) de notre thèse. Ce dernier consiste en un examen empirique des répercussions de la globalisation financière sur l'accroissement du revenu par tête dans les pays les moins avancés. En effet, l'étude s'est basée sur des estimations économétriques en panel dynamique pour un échantillon de 72 pays en développement à revenu bas entre 1972 et 2011, en utilisant la technique économétrique *GMM system* en deux étapes et moyennant l'intégration d'un ensemble de termes d'interaction entre des indicateurs *de facto* de globalisation financière et des indicateurs de politiques publiques et d'ouverture commerciale. Elle a débouché sur deux principaux résultats.

Premièrement, la globalisation financière affecte positivement et directement la croissance économique à long terme dans les pays en développement à revenu bas et c'est la glo-

balisation par l'investissement et non la globalisation par l'endettement qui est derrière cet effet. En conséquence, les thèses de Shaw (1973) et McKinnon (1973) sur la convergence des pays en développement financièrement ouverts par l'accumulation et l'allocation du capital, ainsi que la baisse de son coût, semblent être vérifiées, en ce qui concerne la globalisation par l'investissement.

Deuxièmement, la globalisation financière admet un effet indirect, outre son impact direct positif sur la croissance. Conformément aux nouvelles thèses de la globalisation financière (Wei (2000) ; Gelos et Wei (2005) ; Gourinchas et Jeanne (2006) ; Obstfeld (2009) ; Kose et al. (2006 ; 2009) ; Islamaj (2014)), celui-ci réside en l'amélioration des effets des politiques publiques, budgétaire et monétaire, et la promotion des bienfaits du commerce international des biens et des services sur l'accroissement de la richesse. Là aussi, c'est la globalisation par l'investissement et non la globalisation par l'endettement qui est derrière cet effet indirect.

Toutes ces conclusions, corroborées par les résultats des études de Joyce (2011), Misati et Nyamongo (2012) et Lane et McQuade (2014), mettent en évidence l'importance de l'adhésion des pays en développement les moins avancés à une globalisation financière régulée, partielle et appropriée, en intensifiant l'ouverture financière par l'investissement et en contrôlant l'ouverture financière par l'endettement.

Au total, la globalisation financière, notamment la globalisation par l'investissement, semble être un facteur de croissance dans les pays en développement les moins avancés. Ceci apparait nettement lorsqu'on examine son impact direct sur l'accroissement du revenu et ses interactions avec des indicateurs de politique macroéconomique et d'ouverture commerciale. Mais qu'en est-il de ses effets lorsqu'on les analyse en interaction avec des indicateurs d'instabilités, financière et monétaire ? Cette question est d'un grand intérêt étant donné que de nombreux auteurs accusent la globalisation financière, en l'occurrence la globalisation par l'endettement, d'être à l'origine des crises bancaires et de change (Kaminsky et Reinhart (1999) ; Artus et Cartapanis (2008) ; Gilles, Brasseul et Gilles (2010)), alors que, en même temps, des études récentes prouvent que la globalisation financière, notamment la globalisation par l'investissement, est un facteur de stabilité macroéconomique (Kim, Lin et Suen (2012) ; De Nicolò et Juvenal (2014) ; Iamsiraroj (2016)).

Cette dernière question, à peine effleurée dans la littérature sur la globalisation financière, sera traitée dans les deux prochains chapitres.

TROISIEME PARTIE : GLOBALISATION FINANCIERE, INSTABILITES, FINANCIERE ET MONETAIRE, ET CROISSANCE ECONOMIQUE

Introduction de la troisième partie

Que la globalisation financière admette des avantages directs et collatéraux qui promeuvent la croissance économique dans les économies les moins avancées sur le long terme, cela a été vérifié dans le cadre du chapitre 4 de cette thèse, à travers une étude économétrique menée pour un échantillon de pays en voie de développement et appuyé par une partie de la littérature empirique récente analysée dans le chapitre 3. Néanmoins, nonobstant ce résultat, il n'est pas exclu que, concomitamment à de telles répercussions, la globalisation peut engendrer des effets négatifs indirects contreproductifs, à savoir des désavantages collatéraux, surtout que seule la globalisation par l'investissement est à l'origine des effets positifs sur l'accroissement de la richesse, contrairement à la globalisation par l'endettement qui est loin de produire ces effets et est très critiquée par les spécialistes. Quels sont donc les désavantages collatéraux potentiels de la globalisation financière ?

Alors que certaines études récentes prouvent que la globalisation financière est un facteur de stabilité macroéconomique (Kim, Lin et Suen (2012) ; De Nicolò et Juvenal (2014) ; Iamsiraroj (2016)), un grand nombre de travaux (Kaminsky et Reinhart (1999) ; Rodrik et Velasco (1999) ; Eichengreen, Hausmann et Panizza (2003) ; Berg, Borensztein et Pattillo (2005) ; Artus et Cartapanis (2008) ; Gilles, Brasseul et Gilles (2010) ; Joyce (2011) ; Farhi et Werning (2014)) l'associe, dans sa version par l'endettement en particulier, aux crises bancaires et de change dans les économies ouvertes et leurs répercussions désastreuses sur le revenu et l'emploi. Ces crises étant des manifestations des instabilités (Miotti et Plihon (2001)), financière et monétaire, il nous semble intéressant de voir si la globalisation financière augmente ou abaisse les impacts de ces instabilités sur la croissance économique dans les pays en développement. Une telle démarche s'avère d'autant plus pertinente que depuis les travaux de Ramey et Ramey (1995), l'instabilité macroéconomique en général est considérée par de nombreux chercheurs (Jones, Manuelli et Stacchetti (2000) ; Martin et Rogers (2000) ; Fatás (2002) ; Hnatkovska et Loayza (2005) ; Norrbin et Yigit (2005) ; Imbs (2007) ; Rancière et al. (2008) ; Chong et Gradstein (2009) ; Aghion et al. (2010) ; Berument et al. (2012) ; Posch et Wälde (2011)) et d'instances supranationales comme un facteur de décroissance de la richesse. A ce titre, il faut rappeler qu'en 1991, le FMI a lancé un Programme d'Evaluation du Secteur Financier (PESF), qui étudie les fluctuations et les soubresauts financiers dans les pays membres, eu égard à leurs conséquences réelles déplorables sur de nombreuses économies en développement, en Asie et en Amérique latine.

A la lumière de ces étayements, nous traiterons dans cette dernière partie de notre thèse des deux questions « jumelles » suivantes :

Est-ce que la globalisation financière augmente (ou diminue) la croissance économique en amplifiant (ou en amoindrissant) l'effet négatif (ou positif) de l'instabilité financière sur cette dernière (chapitre 5) ?

Est-ce que la globalisation financière augmente (ou diminue) la croissance économique en amplifiant (ou en amoindrissant) l'effet négatif (ou positif) de l'instabilité monétaire sur cette dernière (chapitre 6)?

Est-ce que la globalisation financière augmente (ou diminue) la croissance économique en amplifiant (ou en amoindrissant) l'effet négatif (ou positif) de l'instabilité financière sur cette dernière ?

Pour répondre à cette question, nous consacrerons la deuxième partie du chapitre 5 à l'étude des impacts de la globalisation financière – dans ses deux catégories : la globalisation par l'investissement et la globalisation par l'endettement, sommées et prises individuellement – ainsi que de l'instabilité financière, séparément puis en interaction, sur la croissance. L'étude concernera un échantillon homogène de 72 pays en développement examiné sur la période 1972-2011. Elle se basera sur deux modèles en panel dynamique qui tentent de capter, respectivement, les effets directs de la globalisation et l'instabilité financières, d'une part, et l'effet marginal de l'instabilité financière *via* la globalisation financière, d'autre part, sur l'accroissement du PIB par tête. Les estimations seront effectuées par la Méthode des Moments Généralisés en système (*GMM system*) en deux étapes et leur robustesse sera prouvée par une panoplie de tests de sensibilité. Ces tests consistent en l'insertion de variables alternatives d'instabilité financière, le changement des variables de contrôle, la modification de la période de l'étude et la reprise des estimations avec l'insertion d'un indicateur de la part de la globalisation par l'endettement dans le PIB à la place de l'indicateur de base de globalisation par l'endettement.

Toutefois, avant d'entamer cette étude, la définition d'un cadre conceptuel de l'instabilité financière nous semble indispensable, afin de répondre à quatre questions importantes : qu'est-ce que l'instabilité financière ? quels sont ses mécanismes ? comment la mesurer ? quels sont ses effets sur la croissance et ses réactions à la globalisation financière ? Ces questions seront traitées dans la première partie du chapitre 5.

En outre, notre démarche trouve son originalité dans le fait qu'elle croise deux approches considérées souvent séparément dans la littérature. La première approche étudie l'impact du développement financier et l'instabilité financière qui l'accompagne sur la croissance économique. La deuxième se focalise sur les avantages collatéraux (effets positifs indirects) de la globalisation financière (*spillover effects*) sur la croissance également.

En ce qui concerne la première approche on croit pouvoir affirmer qu'aujourd'hui, à notre connaissance, seulement trois articles ont étudié empiriquement et explicitement les effets de l'instabilité financière, au sens des fluctuations répétitives et durables du développement financier, sens qui distingue cette instabilité des crises financières. Il s'agit des recherches menées par Loayza et Rancière (2006), Guillaumont et Kpodar (2006) et Eggoh (2010). Ces recherches n'ont pas intégré la globalisation financière dans leurs modèles. Par conséquent, étudier le triplé « globalisation financière, instabilité financière et croissance » permet de les enrichir, surtout qu'une deuxième approche dans la littérature prouve l'existence d'une relation étroite entre globalisation et développement financiers (Hermes et Lensink (2008) ; Masten, Coricelli et Masten (2008) ; Kose et al. (2009) ; Kose, Prasad et Taylor (2011) ; Ahmed (2013) ; Trabelsi et Cherif (2017)).

En effet, cette deuxième approche s'est focalisée sur les effets indirects de la globalisation financière, en termes de développement financier et de qualité institutionnelle – dans une large mesure – ainsi qu'en matière de politique macroéconomique et de développement commercial – dans une moindre mesure. Elle s'est concentrée de ce fait sur l'examen des effets indirects positifs potentiels de la globalisation financière, dits avantages collatéraux, et a relativement négligé – ou « sous-estimé » pour reprendre les termes d'Artus et Cartapanis (2008) – les effets indirects négatifs potentiels de cette dernière – désavantages collatéraux – outre les crises financières. La prise en considération de l'instabilité financière enrichit donc cette deuxième approche.

Est-ce que la globalisation financière augmente (ou diminue) la croissance économique en amplifiant (ou en amoindrissant) l'effet négatif (ou positif) de l'instabilité monétaire sur cette dernière ?

Tout comme l'étude du triplé « globalisation financière, instabilité financière et croissance », l'analyse de cette question trouve son originalité dans le fait qu'elle réunit deux approches considérées souvent séparément dans la littérature : les études des répercussions des fluctuations des taux de change sur la croissance, d'une part, et celles relatives aux effets de la

globalisation financière sur les fluctuations des taux de change. Ces deux approches vont être examinées en profondeur dans la première partie du chapitre 6.

Sur la base du rapprochement des deux approches, il devient intéressant de voir si la globalisation financière pourrait agir indirectement sur la croissance, en amplifiant (ou en diminuant) l'effet des fluctuations du taux de change nominal – que nous dénommons « instabilité monétaire » – sur cette dernière sur le long terme. En effet, si l'ouverture financière affecte les variations du taux de change nominal, il est fort probable qu'elle influence leurs impacts sur la croissance économique.

S'agissant des recherches sur les effets de l'instabilité monétaire sur la croissance économique, Arratibel, Furceri, Martin et Zdzienicka (2011) insistent sur leur rareté dans la littérature empirique.

Pour ce qui est des études portant sur l'impact de la globalisation financière sur l'instabilité monétaire (Devereux et Lane (2003) ; McKinnon et Schnabl (2004) ; Schnabl (2008) ; Schnabl (2009) ; Calderón et Kubota (2009b) ; Aizenman, Chinn et Ito (2010) ; Al-Abri (2013) ; Kohli (2015) ; Caporale, Menla Ali, Spagnolo et Spagnolo (2015)), à notre connaissance, elles ne considèrent pas l'effet de l'interaction entre la globalisation et l'instabilité sur la croissance dans les pays en développement les moins avancés sur le long terme. Cela témoigne donc de la pertinence de notre examen du triplé « globalisation financière-instabilité monétaire et croissance ».

Pour l'examen de ce triplé, nous élaborerons dans la deuxième partie du chapitre 6 une étude empirique sur les effets de la globalisation financière analogue à celle du chapitre 5. L'analyse sera menée également sur un échantillon homogène de 72 pays en développement sur la période 1972-2011 et moyennant deux modèles spécifiés en panel dynamique et estimés par la méthode *GMM system*. Ces modèles tentent de capter, respectivement, les effets directs de la globalisation financière – dans ses deux catégories : la globalisation par l'investissement et la globalisation par l'endettement, sommées et prises individuellement – et l'instabilité monétaire, d'une part, et l'effet marginal de l'instabilité monétaire *via* la globalisation financière, d'autre part, sur l'accroissement du revenu. De plus, nous soumettrons nos régressions des deux modèles à une batterie de tests, afin de valider leur robustesse. Ces tests consistent en l'insertion de variables alternatives d'instabilité monétaire, l'ajout et la suppression de certaines variables de contrôle, le changement de la variable à expliquer et la reprise des estimations avec l'insertion d'un indicateur de la part de la globalisation par l'endettement dans le PIB à la place de l'indicateur de globalisation par l'endettement de base.

Il nous faut dire que pour l'élaboration de cette démarche, nous nous sommes inspirés de l'étude d'Aghion, Bacchetta, Rancière et Rogoff (2009) qui ont examiné les répercussions de la volatilité du taux de change sur la croissance à long terme *via* son interaction, non pas avec la globalisation financière, mais avec le développement financier. En effet, ces auteurs se sont donné la tâche de vérifier l'hypothèse selon laquelle la volatilité du taux de change a un effet négatif de long terme sur la croissance dans les économies à faible développement financier. Le principal résultat qui s'est dégagé de cette étude est que les fluctuations du taux de change affectent négativement la croissance sur le long terme, surtout dans les pays où le marché financier est sous-développé. C'est ainsi qu'en partant de cette conclusion et sachant que le développement financier est considéré comme l'un des avantages collatéraux (*spillover effects*) de la globalisation financière, nous nous sommes donné pour tâche de voir si l'instabilité du taux de change affecte négativement (positivement) la croissance économique sur le long terme, avec plus (moins) de globalisation financière.

En somme, à travers les deux études envisagées dans les chapitres 5 et 6, nous visons principalement à apporter des éléments de réponse aux six hypothèses suivantes :

- H_{01} : Les instabilités, financière et monétaire, ont des effets négatifs sur la croissance économique sur le long terme.
- H_{11} : Les effets des instabilités, financière et monétaire, sont positifs ou neutres sur la croissance économique sur le long terme.
- H_{02} : La globalisation financière produit encore son effet positif sur la croissance dans un contexte d'instabilité financière et d'instabilité monétaire.
- H_{12} : La globalisation financière n'est plus bénéfique à la croissance dans un contexte d'instabilité financière et d'instabilité monétaire.
- H_{03} : La globalisation financière diminue les effets négatifs (positifs) des instabilités, financière et monétaire, sur la croissance économique dans les pays en développement sur le long terme.
- H_{13} : La globalisation financière attise les effets négatifs (positifs) des instabilités, financière et monétaire, sur la croissance économique dans les pays en développement sur le long terme.

Mise à part la réponse à ces six hypothèses centrales, cette troisième et dernière partie de notre thèse passe en revue les relations entre la globalisation financière, l'instabilité finan-

cière puis monétaire et la crossance économique, avec une définition approfondie du cadre théorique du phénomène d'instabilité financière.

Chapitre 5 : Globalisation financière, instabilité financière et croissance économique

Introduction

S'il est apparu de notre étude empirique précédente que la globalisation financière, notamment la globalisation par l'investissement, sert la croissance économique dans les pays les moins avancés, il est intéressant de voir si cet impact vertueux persiste dans un contexte d'instabilité financière. En effet, quand bien même des études récentes, à l'instar de celles de Kim, Lin et Suen (2012), De Nicolò et Juvenal (2014) et Iamsiraroj (2016), prouvent que l'ouverture financière, les investissements étrangers en l'occurrence, est un facteur de stabilité macroéconomique, de nombreux auteurs y voient une source de crises bancaires et monétaires et de soubresauts financiers en général (Kaminsky et Reinhart (1999) ; Artus et Cartapanis (2008) ; Gilles et al. (2010) ; Joyce (2011)).

En prenant à contre-pied la littérature qui soutient les avantages collatéraux de la globalisation financière, nous étudions dans ce chapitre la possibilité que la globalisation financière porte également dans son sillage des désavantages collatéraux souvent sous-évalués dans un grand nombre de travaux. Plus précisément, il s'agit de voir si la globalisation financière accroit ou baisse les effets de l'instabilité financière sur la croissance. En effet, alors que les travaux qui ont traité de la relation entre l'ouverture financière, le développement financier et la croissance économique se sont multipliés ces dernières décennies et ont débouché, *grosso modo*, sur une relation positive, qui va souvent dans les deux sens, entre les deux phénomènes (Levine (1997 ; 2003) ; Demirgüç-Kunt, Levin et Min (1998) ; Chinn et Ito (2002 ; 2005) ; Henry et Lorentzen (2003) ; Dell'Ariccia et Marquez (2004) ; Levine (2005) ; Detragiache, Gupta et Tressel (2005) ; De la Torre, Gozzi et Schmukler (2007) ; Baltagi, Demetriades et Law (2007 ; 2009) ; Kose, Prasad et Terrones (2003) ; Kose, Prasad, Taylor (2011), Cull et Martinez Peria (2010) ; Gormley (2011)), alors même que Guillaumont et Kpodar (2006), Loayza et Rancière (2006) et Eggoh (2010) ont assis le lien empirique entre le développement financier et son irrégularité, dite instabilité financière, en prouvant qu'un développement financier instable est nocif à la croissance dans les pays en développement et qu'on compte quelques tentatives de modélisation théorique des mécanismes de l'instabilité financière (Aghion, Bacchetta et Banerjee (2004) ; Pintus (2005) ; Caballé, Jarque et Michetti (2006)), aucune étude empirique publiée ne s'est à notre connaissance intéressée d'un point de vue macroéconomique à l'impact de l'interaction entre la globalisation et l'instabilité financière – au

sens d'une fluctuation du développement financier – sur la croissance des pays en développement les moins avancés à long terme. Si la globalisation financière déstabilisait la sphère financière domestique, en la développant irrégulièrement, au point d'amplifier les effets nocifs de l'instabilité financière sur la croissance économique au lieu de les amortir, serait-il encore pertinent de chanter sans nuances les louanges de l'ouverture financière et ses avantages collatéraux dans les pays les moins avancés ? Cette dernière ne présente-t-elle pas plutôt des désavantages collatéraux sous-estimés par les chercheurs ? C'est à ces questions principales que nous tenterons de répondre dans la deuxième section de ce chapitre.

Toutefois, avant de s'adonner à cette tâche, nous commencerons dans une première section par l'esquisse d'un cadre théorique du phénomène d'instabilité financière et ses relations avec la globalisation financière et la croissance économique.

I. Globalisation financière, instabilité financière et croissance économique : cadre théorique

Depuis les années 90, l'étude des crises financières, qui n'ont épargné ni les pays développés ni les pays en développement, a mené les chercheurs à analyser les spécificités des marchés financiers et ce qui les distingue des marchés du travail, des biens et des services. L'instabilité de ces marchés est l'une des caractéristiques intrinsèques qui se dégage de cette analyse. Néanmoins, en macroéconomie, l'instabilité financière demeure un « concept-bateau ». Il est souvent employé pour décrire un ensemble de phénomènes différents : les crises, les fluctuations, le risque, l'incertitude, l'irrégularité du développement financier, etc. Rares sont les travaux qui se sont attachés spécialement à la définition de ce concept, avant de s'intéresser à ses implications.

Dans les travaux qui se sont consacrés à cette tâche, on relève des définitions plutôt négatives de l'instabilité financière. Ainsi, le concept est généralement opposé à celui de développement financier ou à celui de stabilité financière, qui est plus défini dans la littérature, eu égard à une portée politique qui fait que des instances supranationales telles que le FMI s'y intéressent (Crockett (1996) ; Chant (2003) ; Padoa-Schioppa (2003) ; Schinasi (2004)). D'autres travaux distinguent l'instabilité financière des crises financières, ainsi que d'autres notions qui lui sont connexes, à l'instar de la volatilité financière ou la fragilité financière (Vercelli (2000) ; Wellink (2002) ; Guillaumont et Kpodar (2006) ; Loayza et Rancière (2006) ; Eggoh (2010)). Notre approche s'inscrit dans cette lignée.

Conséquence de l'absence de définitions précises de l'instabilité financière, voire de l'instabilité macroéconomique en général dans la littérature économique, les méthodes utilisées pour mesurer ce phénomène, ainsi que les études consacrées à mettre en évidence ses déterminants et ses effets – sans le conceptualiser – ont proliféré dans la diversité (Sahay et al. (2015)).

Ainsi, dans l'amalgame qui entoure la notion d'instabilité financière, esquisser un cadre théorique de cette dernière, c'est décrire ses mécanismes fondamentaux, avant d'en donner une définition par rapport aux notions qui lui sont attribuées dans la littérature existante, puis présenter ses indicateurs à la lumière de la définition donnée du phénomène. Une revue de la littérature relative à ses effets sur la croissance et ses réactions à la globalisation financière complètera cette démarche.

I.1 Instabilité financière : mécanismes, définitions et mesures

Avant de se lancer chronologiquement dans cet ordre d'idées, définitions et mesures, nous nous référerons à l'histoire de la pensée économique pour présenter l'une des premières représentations des mécanismes d'instabilité financière basée sur les travaux précurseurs de l'économiste américain Hyman Minsky dans son « hypothèse d'instabilité financière » élaborée en 1957. Minsky inspirera des théoriciens contemporains tels que Kiyotaki et Moore (1997), Aghion, Bacchetta et Banerjee (2004), Pintus (2005) et Caballé, Jarque et Michetti (2006), qui ont élaboré plus tard des modèles mathématiques d'instabilité financière plus avancés.

I.1.1 Les mécanismes de l'instabilité financière

En macroéconomie, le concept d'instabilité financière a été essentiellement rattaché à Hyman Minsky. Dans son célèbre article « *Monetary systems and accelerator models* », Minsky (1957) donne une description de « l'hypothèse d'instabilité financière », sans la dénommer, ce que fera Kindleberger (1978) quelques années plus tard (Kindleberger et Aliber (2005)). Si l'on s'accorde sur le fait que l'apport de Minsky découle d'une fine lecture critique de la « Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie » de John Maynard Keynes (1971), on oublie souvent l'influence de la vision du crédit et de la monnaie de Joseph Schumpeter, qui était son directeur de thèse avant son décès en 1950 (Knell (2015)). Qu'en est-il alors de cette « hypothèse d'instabilité financière », qui porte en elle l'empreinte de deux des plus influents économistes hétérodoxes du milieu du XX^{e} siècle ?

Il faut dire d'abord que cette hypothèse d'instabilité financière étudie l'impact de l'endettement des agents économiques, notamment les entreprises, sur la sphère financière, au premier chef, puis réelle. L'une des questions principales à laquelle elle répond est celle de savoir si les anomalies du système financier sont fréquentes ou exceptionnelles, durables ou temporaires et endogènes ou exogènes.

D'après Minsky (1982), une conjoncture économique favorable porte toujours en elle les germes d'une instabilité qui pourrait mener à la dépression, et cela est propre à toute économie capitaliste. Lorsque la conjoncture est favorable, que les entreprises atteignent leurs prévisions des cash-flows à court terme et arrivent à rembourser, sans difficultés, leurs engagements, en l'occurrence envers les banques, la perception du risque s'amoindrit chez les agents économiques. C'est ainsi que le crédit, la masse monétaire, l'investissement et les prix des biens et des titres de patrimoine s'accroissent. Il s'agit de la phase du « *boom* » au sens de Minsky. De plus, l'accroissement des prix des titres favorise, en lui-même, la valeur de capitalisation des entreprises et leur permet d'accéder encore plus facilement à des crédits. C'est l' « euphorie » qui donne lieu à une phase d'expansion, marquée par une faible préférence pour la liquidité, et c'est la concurrence entre les entreprises, en production, et les banques, en prêts, qui l'attise. Là, confiance et disponibilité des ressources se conjuguent pour pousser les entrepreneurs à se diriger vers des investissements risqués et les banque à financer leurs aventures. Cet état d'endettement peut s'auto-entretenir longtemps dans le temps, tant que les agents économiques persistent dans leur optimisme. Déjà à ce niveau du cycle, une contradiction financière se pose : les profits sont incertains alors que les payements des annuités des emprunts sont certains et obligatoires. Selon Minsky (1982), tôt ou tard, le niveau des profits effectifs sera en deçà des profits attendus, et c'est spécialement le cas si les prévisions étaient trop optimistes au départ. Pour honorer leurs engagements, les entreprises seront donc obligées à demander de nouveaux emprunts, de nouvelles dettes pour payer les anciennes, puis elles se mettront à vendre des titres patrimoniaux. L'accroissement de la demande de crédits et de la préférence pour la liquidité des entreprises augmente le coût de l'emprunt, ce qui rend leur endettement difficile. De plus, la vente des titres patrimoniaux fait baisser leur propre valeur et, par là, dévalorise le niveau de capitalisation des firmes. Désormais, celles-ci offriront moins de garanties aux banques pour contracter de nouveaux crédits et en même temps auront besoin de s'endetter davantage. Ce mécanisme décrit le processus de déflation par la dette développé par Irving Fisher (1933) et repris par Minsky (1957). Par conséquent, le système financier sera de moins en moins capable de remplir sa principale fonction, à savoir fi-

nancer l'investissement et servir la croissance économique. C'est avec ce revirement que le schéma de l'instabilité financière se boucle.

La gravité du revirement risque de mettre en crise les banques à cause de l'insolvabilité de leurs clients. Ces dernières adoptent, en conséquence, le même comportement que les entreprises, en vendant leurs actifs et en s'endettant auprès d'autres banques. De cette façon, une crise de liquidité a toutes les chances de s'installer et de sanctionner le système bancaire, l'investissement et la croissance économique. Pour Minsky, plus la période d'expansion, qu'il nomme « la stabilité déstabilisante », est longue, plus le revirement sera brutal et plus l'instabilité financière aura des chances de se traduire en une crise. Toutefois, il faut souligner à double trait que pour cet auteur, toute instabilité financière ne débouche pas nécessairement sur une crise financière. La difficulté de remboursement de certaines entreprises dans la phase qui succède au revirement à cause de la rareté relative du crédit n'aboutit pas nécessairement à une crise. Elle pourrait se limiter à quelques impayés et la faillite d'un certain nombre de banques et d'entreprises, et même si cela altère l'activité économique, cela n'engendre pas *ipso facto* une dépression. Dans ce sens, Minsky écrit : « La genèse des crises financières et autres grandes dépressions reste alors fondamentalement inexpliquée […] on trouve aussi des exemples d'effondrement de ce type, qui ayant généré des monceaux de dettes impayés n'ont pas entrainé pour autant des crises financières »[65].

L'explication de cette conséquence est comme suit.

Minsky définit trois types d'unités économiques :

- Les unités prudentes, dont les cash-flows prévisionnels dépassent les obligations financières en annuités. Ces unités sont capables d'honorer leurs engagements même après la hausse du taux d'intérêt. Cependant, ceci diminue leur capacité à s'endetter dans le futur.
- Les unités spéculatives, qui génèrent des cash-flows courants inférieurs aux annuités financières courantes mais supérieures aux intérêts financiers y afférant. Dans ce cas de figure, le rééchelonnement de la dette est une condition nécessaire au payement des amortissements des anciennes dettes et toute hausse du taux d'intérêt rend difficile le remboursement des charges financières, contrairement à l'inflation qui allège ces charges en valeur.
- Les unités dites Ponzi, dont les cash-flows ne couvrent même pas les intérêts à payer sur les dettes. L'accroissement de l'endettement pour ces unités est indispensable pour

[65] Minsky (1982, p.49).

honorer leurs obligations financières. La pérennité de ce schéma de financement n'est possible qu'en forte inflation et en présence de faibles taux d'intérêt, même si le financement Ponzi n'est pas nécessairement frauduleux. En fait, des projets d'investissement à forte teneur en coûts fixes et en phase de démarrage risquent de ne pas échapper à un tel scénario.

Partons de cette distinction de Minsky et supposons une économie qui n'est composée que d'unités prudentes. En période de contraction du crédit, la hausse des taux d'intérêt limite les possibilités d'endettement de ces unités, ce qui bride certainement l'investissement et la croissance mais n'aboutit pas à une crise financière, étant donné que les banques recevront encore leurs dus. Inversement, pour le même cas de figure et avec une économie composée exclusivement d'unités Ponzi, la crise sera inévitable : le système bancaire risque l'effondrement à cause des impayés et l'investissement s'anéantira à défaut de financement suffisant. En période de *boom* (contraction) les unités spéculatives peuvent se transformer en des unités prudentes (Ponzi), grâce à (à cause de) la hausse (baisse) de l'inflation et la baisse (hausse) du taux d'intérêt.

Le message de Minsky est clair : si l'instabilité financière est intrinsèque, durable et répétitive dans les économies capitalistes, sa transformation en crise dépend du schéma de financement des unités économiques y afférant.

A la lumière de ce raisonnement, une question intrigante émerge : quel est l'intérêt du système financier, en l'occurrence les banques, à faire perdurer des schémas de financement du type Ponzi, malgré le risque des impayés et des crises financières ?

La réponse à cette question se trouve dans la conception minskyenne du comportement des banques. Du point de vue de ce dernier, il existe dans les économies capitalistes deux institutions interdépendantes, qui ont la même fin, à savoir la maximisation du profit, mais des moyens différents pour l'atteindre.

D'une part, les marchands des biens et services, c'est-à-dire les entreprises qui produisent et vendent les biens et services pour réaliser du profit et qui disposent des actifs non financiers. D'autre part, les marchands de la dette, détenteurs d'actifs financiers et qui vendent de la dette pour dégager du profit. Ceux-là sont les banques et les autres institutions financières. Dans la poursuite de leur objectif de maximisation du profit, ces marchands de la dette auront tendance à convertir des unités prudentes en unités spéculatives ou Ponzi, en leur offrant des lignes de crédits et des produits financiers novateurs, afin de bénéficier de leurs cash-flows futurs. Ayant confiance en leur solvabilité, du moins lorsque la conjoncture est

favorable, les banques et autres institutions financières incitent les entreprises à financer des investissements de long terme par un endettement de court terme et à supporter une charge certaine (les intérêts sur la dette), dans l'espoir d'un gain incertain (cash-flows futurs). C'est ainsi que des unités mêmes prudentes, optimistes quant à la régularité de leurs cash-flows futurs, auront de fortes chances de succomber « aux chants des sirènes ».

En résumé, ce sont les banques et autres institutions financières qui favorisent l'existence des unités spéculatives et Ponzi, et c'est l'innovation financière qui est le moteur de ce mouvement. Ainsi, en se développant grâce à l'innovation, la finance cause sa propre instabilité, qui peut mener aux crises. A travers « l'hypothèse d'instabilité financière », Minsky démontre l'instabilité macroéconomique endogène du système financier, qu'il nomme « maladie des sociétés capitalistes ».

Les travaux fondateurs de Minsky (1957 ; 1982), et probablement d'autres, ont ouvert la porte à des modèles théoriques plus récents, qui ont mieux explicité les mécanismes de l'instabilité financière.

Kiyotaki et Moore (1997) exposent dans un modèle théorique l'effet persistant d'un faible choc négatif de productivité transitoire sur le comportement d'emprunt des entreprises et l'instabilité financière persistante qui en découle. Les deux auteurs modélisent la dynamique d'une économie fermée, où les entreprises gagent des terres pour obtenir des crédits et financer l'investissement. Après une baisse de la productivité, l'investissement en terre fait par les entreprises, pour les entretenir par exemple, se détériore, diminuant ainsi la capacité de ces dernières à obtenir des crédits, puisque leurs garanties se sont désormais dégradées. Il s'ensuit la baisse de la valeur des terres, des crédits accordés et de l'investissement, et au fil du temps, le système financier parvient de moins en moins à financer les projets. Ainsi, l'instabilité qui frappe ce dernier persiste, par le biais d'un effet multiplicateur, bien que le choc initial soit faible et transitoire.

L'activité financière est de nature à la fois instable et déstabilisante pour l'économie réelle, notamment à un stade de développement financier intermédiaire. Telle est la conclusion que tirent Aghion et al. (2004) de la modélisation d'une petite économie ouverte, avec un seul facteur de production spécifique au pays et des entreprises soumises à la contrainte du crédit pour financer leurs projets, sans possibilité d'effet de levier. La dynamique du modèle est la suivante.

Dans un premier mouvement, la hausse de l'investissement induit une hausse de la production et des profits plus importants. L'augmentation des profits permet aux entreprises d'avoir plus de crédit, car elle est considérée comme une amélioration de leur solvabilité. Les

flux de capitaux étrangers sont de nature à amplifier ce mouvement et le mener à un *boom* d'investissement, lequel augmente à son tour la demande, puis le prix du facteur de production spécifique au pays.

Cette inflation par les coûts amorce un deuxième mouvement inverse : baisse des profits, moindre solvabilité des entreprises, compression du crédit, contraction de l'investissement et chute de la production. Postérieurement, ce mouvement annonce un renouement avec la première phase de *boom* d'investissement, avec la baisse du prix du facteur de production spécifique, désormais moins utilisé à cause de l'affaissement de l'investissement.

Cette dynamique appuie la conclusion sur le caractère endogène de l'instabilité financière, dont les effets sont catalysés par l'accès aux flux de capitaux étrangers, selon Aghion et al. (2004). En ce sens, une crise serait un cas extrême en brutalité et en ampleur des mouvements de l'instabilité. Les auteurs ajoutent encore que, si le système financier est très développé, cette instabilité y sera moins importante, puisque les entreprises arriveront quand même à obtenir un financement pour leurs investissements, malgré la baisse des profits lors du deuxième mouvement, étant donné la diversité des institutions financières et la pluralité des sources de financement locales et étrangères.

Pareillement, lorsque le système financier est très peu développé – dans la mesure où, que ce soit lors du premier mouvement expansif (*boom*) ou du deuxième mouvement de contraction les entreprises peineront, de toute façon, à avoir un financement pour leurs projets – l'instabilité financière est faible. Autrement-dit, puisque le rôle de la sphère financière dans l'économie n'est pas assez important, son instabilité, comme d'ailleurs sa stabilité, n'a pas d'impact significatif sur l'investissement et la croissance.

Par conséquent, ce sont les économies à développement financier intermédiaire, qui se distinguent par une instabilité financière endogène significative et où des chocs qui sont supposés être temporaires se révèlent plus durables dans le temps. Sous ce rapport, l'ouverture financière d'une économie où le système financier est très peu développé peut l'amener à un niveau intermédiaire de développement financier, avec plus de ressources et d'institutions financières, et l'exposer ainsi au phénomène de l'instabilité financière, dont la manifestation est souvent synonyme de crise. Empiriquement, cette dynamique s'apparente à ce qui s'est produit lors des crises des pays en développement, en l'occurrence ceux d'Amérique latine dans les années 80, puis 90, où la libéralisation financière a rimé avec la hausse de la demande interne, l'augmentation des prix des facteurs de production, surtout importés, l'appréciation du taux de change réel, la détérioration de la compétitivité-prix de l'économie, la baisse des

profits, l'effondrement de l'investissement, la décroissance du PIB et le chômage (Galvez et Tybout (1985) ; Petrei et Tybout (1985) ; De Melo, Pascale et Tybout (1985) ; Guerra de Luna (1997) ; World Bank (1997)).

Un dernier point important à souligner, d'après ces conclusions, pour Aghion et al. (2004), même en absence de chocs externes, un système financier peut être instable, mais pas nécessairement en crise, ce qui rejoint « l'hypothèse d'instabilité financière » de Minsky (1957). Par conséquent, d'un point de vue macroéconomique, l'instabilité peut être considérée comme une caractéristique intrinsèque de la finance. La théorie microéconomique de l'agence a expliqué cette caractéristique, entre autres, par l'asymétrie de l'information, l'aléa moral et la sélection adverse entre les acteurs financiers, (Stiglitz et Weiss (1981) ; Bernanke et Gertler (1989) ; Gertler et Rogoff (1990) ; Mammana et Michetti (2008)).

Caballé et al. (2006) ont tiré les mêmes conclusions qu'Aghion et al. (2004), à partir d'un modèle dynamique d'une petite économie ouverte. Ils ont confirmé la vulnérabilité des économies caractérisées par un niveau de développement financier intermédiaire à l'instabilité financière. Ils ont également insisté sur l'endogénéité de l'instabilité financière et sur le rôle catalyseur que l'endettement étranger joue dans son développement.

Dans la même direction, Pintus (2005) a aussi modélisé une petite économie ouverte, dont les agents se financent soit sur le marché financier intérieur, soit sur les marchés financiers internationaux. La contrepartie des emprunts intérieurs sont des gages en capital humain. Les emprunts contractés à l'étranger doivent être cautionnés par du capital physique. Ainsi, le capital humain est accumulé à l'échelle domestique, alors que le capital physique se finance par dette étrangère. En conséquence, plus une économie est caractérisée par l'abondance (la rareté) relative du capital physique (humain), plus elle est dépendante des marchés extérieurs, c'est-à-dire endettée et soumise aux humeurs optimistes ou pessimistes des financeurs étrangers. Ainsi, la dynamique financière d'une économie relativement abondante en capital physique ira vers une augmentation accélérée de la dette étrangère. Au début de ce processus, c'est l'optimisme des marchés financiers étrangers qui permet le financement de la consommation, de l'investissement et de la production. Toutefois, ultérieurement à cette phase, le pessimisme des marchés prend la place de leur optimisme initial, sans qu'il y ait nécessairement de choc significatif, eu égard à l'évolution de la dette extérieure. A ce stade-là, le financement du capital physique risque de s'interrompre, annonçant ainsi un processus endogène d'instabilité financière, dans le sens de l'irrégularité de la disponibilité de ce capital au sein de l'économie. Le mouvement inverse ne tarde pas à se produire : baisse de la consommation, de

l'investissement et de la production, d'autant plus que, dans les hypothèses du modèle, la production est plus intensive en capital physique dans les économies où ce facteur est abondant.

Réciproquement, une économie caractérisée par l'abondance relative du capital humain sera plus indépendante des marchés financiers internationaux et jouira d'un système financier relativement plus stable.

En se basant sur ces mécanismes et leurs implications, Pintus (2005) tire les deux enseignements suivants :

- Les économies à faible capital humain sont exposées à une instabilité financière endogène dans un contexte d'ouverture financière. Afin d'éviter cette contrainte, les pays à revenu faible et intermédiaire ont intérêt à tenir compte de la recommandation qui stipule qu'ils doivent atteindre un certain seuil de développement de capital humain avant d'amorcer leur processus de libéralisation financière externe.
- *A contrario*, les pays à revenu élevé, riches en capital humain, sont moins contraints par ce mécanisme d'instabilité financière endogène.

L'auteur ajoute qu'une régulation de l'endettement extérieur par la fiscalité pourrait s'avérer efficace à l'égard de la contrainte de l'instabilité financière dans les économies financièrement ouvertes et à faible capital humain.

I.1.2 Les définitions de l'instabilité financière

Les études des fluctuations et soubresauts financiers des dernières décennies ont mené le FMI à lancer un Programme d'Evaluation du Secteur Financier (PESF), en 1999, dont l'objectif est de prévenir les crises dans les pays membres. Les écrits découlant de ce programme, qu'on trouve sur le site du FMI, évoquent la notion d'instabilité financière sans s'attarder sur une définition directe de ce concept. Par contre, la notion de stabilité financière y est bien définie. Celle-ci se résume, selon le FMI, dans la résilience d'un système financier à une crise systémique. En plus de détails, un système financier est stable s'il est bien surveillé par les instances réglementaires, s'il dispose de filets de sécurité financiers et s'il se caractérise par une forte réactivité. Sous ces termes, l'instabilité financière se résumerait à la vulnérabilité des acteurs financiers (banques, assurances, fonds de pension, …), des marchés financiers (marché monétaire, Bourse des valeurs mobilières, …), des infrastructures financières et des instances de politique économique, de contrôle et de surveillance du système financier, dont la Banque Centrale, aux crises. Autrement dit, le système n'est qualifié d'instable que lorsqu'il est en crise, ce qui rend les deux notions, crise et instabilité, équivalentes.

Outre les travaux du FMI, une littérature récente s'est focalisée sur le concept de stabilité financière, à partir de laquelle une définition de l'instabilité financière peut être déduite, dans la mesure où l'instabilité impliquerait l'absence de tous les requis de la stabilité.

Selon Schinasi (2004), la notion de stabilité financière est définie comme l'aptitude d'un système financier – infrastructure, institutions et marchés financiers – à promouvoir le bon déroulement de l'activité économique en général, à favoriser la gestion des risques y afférant et à absorber les chocs qui lui sont endogènes et exogènes, et qui sont susceptibles de générer des déséquilibres financiers et réels. En d'autres termes, c'est en allouant d'une manière efficiente l'épargne à l'investissement, en satisfaisant les agents à besoin de financement et ceux à capacité de financement, en assurant la liquidité indispensable aux échanges et une activité prêts-emprunts adéquate aux exigences de la sphère réelle de l'économie que le système financier assure l'accumulation du capital, la croissance, et, donc, promeut l'activité économique.

Selon Chant (2003), la définition de la banque du Canada lie la stabilité d'un système financier à sa capacité à financer continuellement l'économie réelle. On retrouve la même position dans la définition de la Banque fédérale d'Allemagne et de la Banque Centrale Européenne, bien que cette dernière ajoute que la stabilité financière c'est aussi l'absence d'inflation et de déflation.

Padoa-Schioppa (2003) synthétise la stabilité financière en quatre fonctions du système financier : la mobilisation efficiente de l'épargne pour l'investissement, un traitement et une diffusion efficaces de l'information, le partage du risque et la facilitation des payements au sein de l'économie.

Globalement, d'après ces définitions, le système financier est dit stable quand il accomplit ses principales fonctions, notamment l'allocation efficace de l'épargne. La notion d'instabilité financière y est donc confondue avec celle de crise financière, car, tout simplement, c'est lorsqu'il est en crise que le système financier n'est plus apte à fonctionner.

Par ailleurs, Crockett (1996) fait valoir que l'instabilité financière n'est ni l'instabilité monétaire ni la crise. Si l'instabilité monétaire est une apparition de l'inflation ou de la déflation au sein de l'économie, il y a instabilité financière lorsque les institutions et les marchés qui constituent le système financier ne fonctionnent plus d'une manière continue et n'arrivent plus à honorer leurs engagements contractuels, en plus d'une fluctuation répétitive des prix

des actifs financiers. Ce n'est qu'en atteignant leurs extrêmes points d'aberrations que ces fluctuations représentent une crise.

Crockett (1996) avance que la Banque des réglements internationaux affirme qu'on ne peut qualifier un système financier de stable qu'à condition que ce dernier maîtrise les fluctuations des prix des actifs et que ses acteurs sont capables d'honorer leurs obligations contractuelles envers les reste des agents économiques.

Selon la Réserve fédérale des États-Unis, tant que les prix des actifs financiers ne divergent pas considérablement par rapport aux fondamentaux, tant que l'instrument du crédit fonctionne et tant que les dépenses publiques restent proportionnelles aux besoins de l'économie, il y stabilité financière (Ferguson (2003)).

Pour la Banque Mondiale, un système financier est dans une plage de stabilité, quand il remonte les déséquilibres financiers qui se posent de façon endogène ou à la suite d'événements indésirables et imprévus importants. En ce sens, la stabilité d'un système financier est reconnue à son aptitude à absorber les chocs par des mécanismes d'autocorrection principalement et à prévoir des événements indésirables qui risquent de perturber aussi bien l'économie réelle que d'autres systèmes financiers externes, dans des pays partenaires par exemple.

Dans sa définition de la stabilité financière, Wellink (2002) donne trois exemples d'instabilité financière. Il s'agit des situations où les banques se montrent réticentes au financement de l'investissement productif, où les prix des actifs financiers s'éloignent sensiblement de la valeur des actifs réels qui lui sont sous-jacents et où les payements ne s'effectuent pas dans les échéances adéquates au bon déroulement des affaires. L'auteur ajoute que les crises économiques peuvent être des manifestations d'une instabilité financière poussée à son extrême.

Vercelli (2000) distingue deux caractéristiques principales de l'instabilité financière, à savoir son caractère dynamique et son caractère structurel.

D'une part, l'instabilité financière est un phénomène dynamique, dans le sens où elle se présente comme une juxtaposition de mouvements vers le haut et vers le bas d'écarts du niveau de liquidité dans une économie donnée par rapport à sa tendance, ce qui définit les cycles économiques. La nature asymétrique de ce phénomène fait que le processus d'accumulation des écarts vers le haut – phase de surliquidité et euphorie – est significativement plus long que le processus d'accumulation des écarts vers le bas – phase de sous-liquidité et de dépression – dont l'apogée pourrait déboucher sur une crise. L'arrivée à cette

phase extrême, c'est-à-dire la crise, est souvent amorcée par un choc endogène ou exogène à l'économie.

D'autre part, le système financier peut être structurellement instable. Dans un modèle théorique, l'auteur prouve que même un faible choc peut changer radicalement le comportement des unités financières. En d'autres termes, c'est plus la nature, la structure et le fonctionnement de ces unités que les éléments extérieurs imprévisibles subis qui provoquent l'instabilité du système. Ce dernier est structurellement instable de par sa construction et ses caractères intrinsèques. Ceci dit, il n'est pas exclu que des chocs puissent amplifier l'instabilité propre au système financier, surtout s'il est fragile, c'est-à-dire doté d'un cadre institutionnel précaire. Dans ce sens, Klemkosky (2013) affirme que la fragilité des systèmes financiers fait en sorte qu'ils sont en proie à des crises ayant des retombées négatives sur l'activité réelle.

Au total, cette deuxième cohorte de définitions distingue l'instabilité financière des crises d'une manière relativement explicite. En effet, si la stabilité est l'absence de fluctuations des prix des actifs et services financiers, des crédits et de la liquidité, l'instabilité est tout ce qui fait entorse à cet état, et il n'y a lieu de parler d'une crise que lorsque des perturbations financières atteignent leur maximum dans un système financier fragilisé. Donc, au-delà de la différence entre instabilité et crises, en l'occurrence en termes d'horizon temporel, dans le sens où une crise est essentiellement conjoncturelle alors que les fluctuations sont souvent structurelles, il est possible qu'une fluctuation du crédit par exemple, poussée à son acmé, se transforme en une crise bancaire. Dans ce sens, la crise n'est qu'une manifestation d'un mouvement extrême, brusque et brutal d'une irrégularité de l'expansion financière ou plus globalement du développement financier (Prasad et Wei (2005)). En ce sens, d'après Sahay et al. (2015), la notion de développement financier fait référence à la taille d'un système financier et sa capacité de générer de la liquidité (profondeur), au degré d'accessibilité du système financier aussi bien pour les agents à besoin qu'à possibilité de financement (accès) et la capacité des acteurs financiers à fournir durablement des services financiers à faible coût (efficience). Dès lors, l'instabilité financière, au sens de l'irrégularité du développement financier, s'attacherait plus à l'évolution de la profondeur financière qu'à l'accessibilité et l'efficience du système financier. En s'appuyant sur les travaux de Loayza et Rancière (2006), Sahay et al. (2015) donnent l'explication suivante pour argumenter cette relation : une plus forte croissance des institutions financières rime souvent avec une prise de risque plus grande et un usage plus important de l'effet de levier, ce qui déstabilise le système financier, surtout si ce

dernier est en carence de supervision et de réglementation. Cette explication est aussi soutenue par Demirgüç-Kunt et Detragiache (1998) et Kaminsky et Reinhart (1999).

Après, cette analyse des définitions données au concept d'instabilité financière ainsi que de ses mécanismes, nous présentons ce concept comme l'expression des fluctuations économiques sur la sphère financière. Comme Hnatkovska et Loayza (2005) et Rancière, Tornell et Westermann (2008) l'avancent, les fluctuations économiques sont soit du type « normal » ou du type « crise ». Alors que les premières sont plus répétitives en fréquence et donc plus durables, les secondes sont plus amples et plus courtes en durée. En ce qui concerne notre étude, pour un souci de clarté, nous appelons les fluctuations « normales » du système financier instabilité financière. Quant aux fluctuations plus extrêmes du type « crise », nous les considérons comme des crises financières. C'est donc les fluctuations « normales » qui nous intéressent, les deuxièmes étant traitées dans une large littérature. Dans les pays en développement, cette distinction est d'un grand intérêt pour statuer sur le degré de vulnérabilité de ces économies aux fluctuations récurrentes, d'une part, et aux crises, d'autre part, ce qui permet de meilleurs choix en politique économique (libéralisation *versus* régulation, étatisation *versus* privatisation, rigidification *versus* flexibilisation, …).

En définitive, nous proposons de définir l'instabilité financière comme les fluctuations répétitives et durables du développement financier, de hausse comme de baisse, qui sont endogènes au système et dont les effets se propagent sur le long terme. L'instabilité financière se distingue de la volatilité par son caractère de long terme, et il n'est pas exclu qu'elle soit attisée par des facteurs externes au système financier, bien qu'elle lui soit endogène.

Cette définition est proche de la vision de l'instabilité financière de Guillaumont et Kpodar (2006), Loayza et Rancière (2006) et Eggoh (2010), qui la considèrent comme une irrégularité du développement financier.

I.1.3 Les mesures de l'instabilité financière

Si une vaste littérature s'est intéressée aux indicateurs des crises financières, en l'occurrence bancaires, et qu'en général ces dernières sont mesurées par une variable muette qui prend la valeur de « 1 » pour les années de crise et « 0 » pour les années sans crises (Caprio et Klingebiel (1999)), nous n'avons relevé que trois études (Guillaumont et Kpodar (2006) ; Loayza et Rancière (2006) ; Eggoh (2010)), qui ont inclu des mesures spécifiques à l'instabilité financières, au sens que nous définissons plus haut.

Pour Guillaumont et Kpodar (2006), étant une irrégularité du développement financier, l'instabilité financière peut-être captée à travers le calcul de l'écart entre les valeurs d'une variable de développement financier et sa tendance de long terme. Plus précisément, ces auteurs ont calculé l'écart-type du résidu du taux de croissance d'un indicateur de développement financier, régressé sur sa valeur retardée, une tendance et une constante. Quant à Loayza et Rancière (2006), ils ont utilisé l'écart-type du taux de croissance d'un indicateur de développement financier pour mesurer l'instabilité financière. Ensuite, Eggoh (2010) a isolé la composante cyclique des indicateurs de développement financier, à travers le filtre d'Hodrick et Prescott, en supposant qu'elle comporte l'instabilité financière.

A vrai dire, ces auteurs ont pioché dans les indicateurs utilisés précédemment dans les études macroéconomiques qui traitent de l'instabilité : instabilité du PIB, des termes de change, des exportations, etc. En effet, l'instabilité macroéconomique, en tant que fluctuation « normale », se définit plus comme un processus d'expérience cumulée d'écarts que comme un choc instantané, ce qui est le cas des crises économiques en général. Selon Rancière et al. (2008), ces écarts représentent des distances entre les valeurs d'une variable économique dans la réalité et ses valeurs de référence, issues d'un état permanent ou d'une tendance, qui symbolisent l'état d'équilibre. C'est pour cela que l'instabilité est souvent calculée sous forme d'un écart-type : une dispersion d'une variable donnée autour de sa moyenne ou d'une tendance (Servén (1997) ; Acemoglu, Johnson, Robinson et Tchaicharoen (2003) ; Raddatz (2007) ; Van der Ploeg et Poelhekke (2009)).

Néanmoins, malgré sa fidélité relative à la définition théorique de l'instabilité, au sens des fluctuations « normales », le calcul de l'écart-type du taux de croissance d'une variable admet une limite principale. C'est celle qui suppose hypothétiquement la stationnarité de la variable économique en question, en différence première. Pour cela, de nombreux chercheurs, à l'instar de Servén (1998), Combes et Guillaumont (2002) et Guillaumont et Kpodar (2006), utilisent l'écart-type du résidu d'une variable économique, régressée sur sa valeur retardée d'une période, une tendance et une constante comme méthode de calcul alternative. Toutefois, bien que cette méthode dépasse l'hypothèse de l'évolution stationnaire de la variable étudiée, en incluant une composante stochastique dans la régression, elle admet, à son tour, une limite. Il s'agit de la significativité statistique des coefficients dans la régression et l'interprétation économique des résidus (fluctuations, risque ou incertitude).

Au-delà de ces deux méthodes, calculer l'instabilité macroéconomique peut s'effectuer à partir de la décomposition d'une variable économique en composante cyclique, conjoncturelle (fluctuations de court terme) et une tendance de long terme. Cette décomposition est réa-

lisée par des filtres statistiques (Hodrick et Prescott (1997) ; Baxter et King (1999)) et c'est l'écart-type de la composante cyclique qui a été le plus souvent utilisé pour indiquer l'instabilité économique (Hnatkovska et Loayza (2005) ; Afonso et Furceri (2010) ; Eggoh (2010)). Mais, si la méthode des filtres a le mérite d'éviter les inconvénients des deux méthodes précitées, son utilisation suppose l'existence d'une corrélation significative entre cycle et tendance, autrement-dit entre l'immédiat et le passé ainsi que le futur lointain, ce qui biaise l'étude des effets de l'instabilité sur le long terme, surtout que, comme l'indiquent Guay et Saint-Amant (1997), les distributions des variables macroéconomiques sont la plupart du temps caractérisées par des fréquences basses, c'est-à-dire que c'est plus les variations de long que celles de court termes qui déterminent la variation totale de ces variables. L'utilisation des filtres risque aussi de surestimer ou sous-estimer l'instabilité à mesure que l'on attribue une forte ou faible pondération aux composantes, tendancielle et cyclique, sans oublier la perte de données qu'engendre le calcul des filtres et ses répercussions sur des panels non cylindrés à faibles dimensions individuelle et temporelle.

Toutes ces limites impliquent la primauté de l'utilisation des méthodes basées sur des écarts (écart-type, écart-moyen, écart-type des résidus, …) sur celles qui se fondent sur les filtres statistiques pour étudier l'impact de l'instabilité sur la croissance comme phénomène de long terme, en l'occurrence lorsque l'on dispose de données de panel non cylindré, où le faible nombre d'observations est différent d'une unité statistique à une autre.

L'instabilité financière ainsi définie, et ses mesures et ses mécanismes analysés, il convient dans ce qui suit, de se focaliser sur ses effets sur la croissance économique et ses réactions à la globalisation financière.

I.2 Instabilité financière et croissance économique : une revue de la littérature

La littérature qui s'est consacrée à l'étude de l'instabilité macroéconomique en général – au sens des fluctuations « normales » ou du type « crises » – a révélé un effet défavorable de cette dernière sur l'accroissement des richesses. La nature de cet effet a été expliquée par les répercussions négatives de l'instabilité sur les déterminants de la croissance, notamment l'investissement, la consommation, la productivité des facteurs de production et le cadre politique et institutionnel (Cariolle et Goujon (2015)). Etant une forme d'instabilité macroéconomique, l'instabilité financière affecte la croissance économique et agit également sur ses déterminants.

I.2.1 Les effets de l'instabilité financière sur la croissance

En ce qui concerne les effets de l'instabilité financière, spécifiquement au sens des fluctuations répétitives et durables du développement financier, qui la distingue des crises financières – la littérature empirique demeure assez pauvre. A notre connaissance, seulement trois travaux, achevés et publiés, ont examiné la relation entre l'instabilité financière et la croissance économique, à savoir Loayza et Rancière (2006), Guillaumont et Kpodar (2006) et Eggoh (2010).

Comme point de départ, Loayza et Rancière (2006) ambitionnent de se prononcer sur le lien entre le développement financier et la croissance économique. Pour ce faire, ils considèrent un échantillon hétérogène de 75 pays développés et en développement sur la période 1960-2004. Les résultats de leurs estimations les mènent à conclure que le développement financier a un effet positif sur la croissance économique sur le long terme. Toutefois, sur le court terme, cet effet est négatif. L'explication de ce résultat, selon les deux auteurs, passe par la fragilité financière, qu'ils mesurent par la récurrence des crises financières et la volatilité de l'indicateur de développement financier. En effet, en introduisant leurs indicateurs de fragilité financière dans leurs régressions, Loayza et Rancière (2006) remarquent que l'effet positif du développement financier sur la croissance diminue d'environ 6,6%. En conséquence, ils soutiennent que, sur le court terme, l'effet déstabilisateur du développement financier bride la croissance, tandis que sur le long terme c'est l'effet bénéfique qui l'emporte.

Tout comme Loayza et Rancière (2006), Guillaumont et Kpodar (2006) ont étudié l'instabilité financière comme phénomène collatéral au développement financier qui influence le processus de croissance économique. Ils ont estimé deux équations séparées : l'une explique l'instabilité financière par le développement financier et l'autre régresse la croissance économique à la fois sur le développement financier et l'instabilité financière qu'il générerait. Les principaux résultats qu'ils ont trouvés pour plusieurs échantillons de pays en développement – au maximum 120 pays et au minimum 62 pays – indiquent que le développement financier est l'un des facteurs qui expliquent l'instabilité financière, en l'occurrence dans un contexte inflationniste. Il agit négativement sur la croissance, entre autres en réduisant l'impact positif du développement financier sur cette dernière, mais sans l'annuler complétement.

Plus récemment, Eggoh (2010) a estimé un modèle de croissance qui intègre simultanément des indicateurs de développement financier et d'instabilité financière comme variables d'intérêt, en coupe transversale, puis en panel, pour un échantillon hybride de 75 pays

développés et en développement sur la période 1960-2004. Sur le court terme, les déductions d'Eggoh (2010) sont conformes à ceux de Guillaumont et Kpodar (2006) : l'effet négatif de l'instabilité financière sur la croissance économique, ainsi que l'effet positif du développement financier sur cette dernière. Sur le long terme, seul l'impact positif du développement financier sur la croissance économique est significatif.

Outre l'hétérogénéité des échantillons, qui comportent des pays avec des écarts de développement importants, notamment dans les recherches de Loayza et Rancière (2006) et Guillaumont et Kpodar (2006), l'un des reproches que l'on peut formuler à l'égard de la méthodologie adoptée dans ces études, c'est que la présence d'un indicateur du développement financier et de sa volatilité dans la même équation d'une régression risque d'introduire une multicolinéarité, qui a toutes les chances de biaiser les résultats. En clair, l'instabilité financière serait doublement prise en compte dans la modélisation : au niveau de l'indicateur même du développement financier et au niveau de la mesure de sa volatilité. Qui plus est, l'effet du développement financier risque d'obstruer celui de l'instabilité financière quand ils sont pris simultanément dans le même modèle de croissance.

Si ces trois études s'accordent sur l'impact négatif de l'instabilité financière sur la croissance économique dans les pays en développement, une question importante se pose : à travers quels canaux cet impact transite ?

I.2.2 Les effets de l'instabilité financière sur les déterminants de la croissance

Les caractéristiques aussi bien quantitatives que qualitatives de l'investissement dépendent de son financement. Par conséquent, un financement fortement irrégulier, dont la dynamique suit un mouvement ample de « vagues », de contraction et d'extension, engendre un investissement gravement instable, avec des écarts répétitifs par rapport à la moyenne et une mauvaise qualité des projets, due à l'incertitude causée par cette forte irrégularité. Dit autrement, l'ampleur de l'instabilité financière risque de déstabiliser l'investissement et, par là, le détériorer qualitativement et quantitativement (Lucas (1988) ; Guillaumont et Deméocq (1989)).

En effet, durant les périodes de développement du système financier, où financement, crédits et liquidités sont disponibles, un nombre considérable de projets voit le jour. Le taux d'investissement s'élève, mais la productivité du capital investi est relativement faible, sous

l'effet de la décroissance de la productivité marginal du capital. Ceci est d'autant plus vérifié lorsqu'il est question d'une petite économie à faible capacité d'absorption, ayant des institutions mal accomplies. Par exemple, une forte corruption est synonyme d'une allocation déficiente des ressources financières.

Durant les périodes de repli du développement financier, la contraction des ressources fait baisser le taux d'investissement, en deçà de sa moyenne, mais améliore sa qualité en termes de productivité.

Une idée relativement simpliste serait de croire que les deux mouvements de hausse et de baisse du taux d'investissement se compensent, que l'effet sur la production sera somme toute nul et que l'instabilité financière est neutre. Toutefois, à cause de la concavité de la courbe de la productivité marginale du capital, le surplus de production issu de l'investissement supplémentaire réalisé dans la phase d'expansion ne couvre pas la perte de production lors de son repli. En clair, tant que le financement est relativement abondant, des projets de moins en moins performants en termes de production se mettent en œuvre. Plus le financement est relativement rare, plus ces projets disparaitront, et il y de fortes chances que cette carence en ressources financières détruise aussi des projets performants à la base (Lucas (1988) ; Guillaumont et Deméocq (1989)).

Dans ce sens, selon Aghion, Angeletos, Banerjee, et Manova (2010), les investissements à court terme sont plus pro-cycliques que les investissements à long terme : la phase de *boom* de crédit stimule les premiers beaucoup plus que les seconds, alors qu'un asséchement du crédit sanctionne les deux types d'investissement. Somme toute, c'est plus l'aspect qualitatif que quantitatif de l'investissement qui sera influencé par cette instabilité, dans le sens où cette dernière sanctionnera plus l'investissement de long terme, alors qu'il est indispensable à l'amélioration de la productivité du capital. Aghion et al. (2010) trouvent empiriquement, dans le cas de 21 pays de l'OCDE entre 1960 et 2000, que ce mécanisme attise la volatilité de la croissance et la bride en conséquence. On comprend de cela que l'instabilité financière pourrait faire fluctuer le volume de l'investissement au détriment de sa qualité, ce qui déstabilise la croissance et la baisse par la suite. Sous ces rapports, l'instabilité de la sphère financière se traduit en une instabilité de la sphère réelle et nuit, par là, à la croissance économique. Dans ce sens, l'étude de Ramey et Ramey (1995) est l'une des études les plus citées pour avoir prouvé l'existence d'un lien négatif entre l'instabilité et la croissance empiriquement. Plus précisément, Ramey et Ramey (1995) avancent une relation négative entre le taux de croissance moyen du PIB par tête et ses fluctuations annuelles dans les pays de l'OCDE et pour un groupe plus large de 92 pays. L'explication des effets pervers de l'instabilité selon les

deux auteurs réside en ceci que : c'est l'innovation liée au cycle des affaires et l'incertitude qui l'accompagne qui pousse les entreprises à établir des planifications erronées et baisse l'efficacité de l'investissement et diminue la production. Sous ces termes, il n'est pas exclu que l'instabilité financière conduise à une irrégularité de financement de l'innovation et, par voie de conséquence, une instabilité du taux de croissance.

Dans une étude plus récente, Posch et Wälde (2011) ont confirmé la négativité de la relation entre croissance et instabilité, à l'instar de Chong et Gradstein (2009). Ces auteurs ont rattaché l'effet de l'instabilité à la politique publique de taxation : si la taxe est utilisée pour financer l'investissement physique, l'effet pervers de l'instabilité est fortifié, tandis que si les recettes fiscales servent l'innovation, cet effet sera amoindri. Les conclusions de Posch et Wälde (2011) sont afférentes à un panel de pays de l'OCDE entre 1970-2009.

Le même résultat est appuyé pour un échantillon de 47 pays développés et en développement dans un article d'Imbs (2007), où il affirme que, même si risque et rentabilité évoluent dans le même sens dans certains secteurs d'activité, il y a une relation inverse entre la volatilité de l'output et sa croissance à une échelle macroéconomique. Ceci est à la fois approuvé et expliqué par King et Rebelo (1993), Obstfeld (1994) et Jones, Manuelli et Stacchetti (2000), qui assimilent la volatilité au risque et supposent qu'elle est souvent accompagnée par la hausse d'une épargne de précaution et une baisse de l'investissement, par ricochet.

Dans une étude plus large en temps et en espace, qui couvre 158 pays entre 1960 et 2010, en utilisant un modèle à équations simultanées, Shu-Chin et Dong-Hyeon (2014) ont prouvé que ce sont les pays les plus stables qui croissent le plus rapidement. Ils ont aussi démontré qu'une croissance plus rapide est souvent accompagnée de fortes fluctuations, ce qui ne manque pas de rappeler la thèse minskyenne de « stabilité déstabilisante » développée ci-dessus.

Norrbin et Yigit (2005) ont confronté les conclusions de Ramey et Ramey (1995) à ceux de Martin et Rogers (2000) et Fatás (2002) sur l'instabilité et la croissance. D'après les deux auteurs, étant donné que Ramey et Ramey (1995) et Fatás (2002) ont approuvé la relation négative entre la croissance de la production et sa volatilité dans des échantillons composés aussi bien de pays en développement que développés, alors que Martin et Rogers (2000) n'ont appuyé ce résultat que pour les pays de l'OCDE à court terme, il est indispensable d'examiner davantage la robustesse de la relation entre la croissance et l'instabilité. Pour ce faire, ils ont basé leurs estimations sur trois méthodes différentes de calcul des variables utilisées : des données annuelles, des données calculées en moyenne arithmétique et des données calculées en moyenne mobile, pour un large échantillon de pays développés et en développement. Le

verdict de Norrbin et Yigit (2005) est que la volatilité de la production a un impact négatif sur sa croissance en général. En particulier, cette conclusion est robuste pour les pays en développement, mais l'est moins pour le cas des pays de l'OCDE. Selon les deux auteurs, ceci pourrait être dû au rôle moins important que jouerait le système financier dans des économies peu avancées que dans les pays développés en matière d'absorption des effets pervers de l'instabilité. Ceci dit, cette explication reste hypothétique chez Norrbin et Yigit (2005), puisqu'ils ne l'ont pas étudiée empiriquement.

Par ailleurs, selon Berument, Dincer et Mustafaoglu (2012), la perception de l'instabilité affecte le comportement des entreprises et des intermédiaires financiers à l'égard du crédit. En effet, la perception de l'instabilité décourage ces derniers à offrir des crédits de court terme et les décourage à prêter à long terme, ce qui pourrait contraindre l'investissement en volume et en efficience allocative. Au demeurant, en présence de telles circonstances, les entreprises risquent d'être moins disposées à souscrire à des engagements financiers lourds sur une longue durée.

Si cette analyse de la littérature prouve que l'instabilité financière affecte négativement la croissance, en l'occurrence dans les pays en voie de développement, en agissant défavorablement sur plusieurs de ses déterminants, qu'en est-il des répercussions de la globalisation financière sur cet effet ? Nous tenterons de répondre à cette question, en étudiant un échantillon de pays en développement les moins avancés dans la deuxième section de ce chapitre. Préalablement à cette étude et afin de l'éclairer davantage, nous passerons en revue les travaux antérieurs sur les répercussions de la globalisation financière sur l'instabilité financière et ses effets.

I.3 Globalisation financière et instabilité financière : une revue de la littérature

Avant de commencer ce paragraphe, il convient de préciser qu'il n'existe pas à proprement parler de littérature relative aux effets de la globalisation financière sur l'instabilité financière entendue comme des fluctuations répétitives et durables du développement financier, de hausse comme de baisse, endogènes au système financier, et que l'instabilité financière dont il est question dans la revue de la littérature qui suit recouvre une variété de soubresauts financiers, en l'occurrence l'instabilité au sens de crise.

Cette précision faite, quelles sont les répercussions de la globalisation financière sur l'instabilité financière et ses effets ?

Pour répondre à cette question, deux réflexions peuvent être avancées.

Premièrement, comme nous l'avons détaillé auparavant[66], une vaste littérature prouve que l'entrée des banques étrangères et le développement financier en général, dus à la globalisation financière, peuvent renforcer la stabilité des systèmes financiers dans les pays ouverts (Demirgüç-Kunt et al. (1998) ; Peek et Rosengren (2000) ; Jones et Krause (2007) ; Herrero et Martinez Peria (2007) ; De Haas et Van Lelyveld (2010) et Brana et Lahet (2012)). Ainsi, si la globalisation financière stabilise le système financier domestique, il est fort probable qu'elle baisse l'instabilité financière et ses répercussions négatives sur la croissance.

Deuxièmement, on peut penser que, dans un contexte de globalisation financière, les mouvements des capitaux internationaux et des institutions financières étrangères risquent d'entrainer plusieurs turbulences macroéconomiques, parmi lesquelles un développement financier fortement irrégulier, ce qui amplifie l'instabilité financière et ses méfaits dans des pays à faible niveau de développement économique, politique et institutionnel.

Dans ce sens, Prasad, Rogoff, Wei, et Kose, (2007a) remettent en cause la thèse avancée par les défenseurs de la libéralisation financière, qui stipule que l'ouverture financière abaisse la volatilité macroéconomique et ses effets néfastes sur la croissance, surtout dans les économies les moins avancées. Ces auteurs appuient, en se référant à une panoplie de travaux empiriques (O'Donnell (2001) ; Bekaert, Harvey et Lundblad (2005)), l'idée que l'effet de la globalisation financière n'est pas le même pour les pays en développement et pour les pays développés. Si dans ces derniers l'accès aux marchés financiers internationaux ne déstabilise pas, voire contribue à stabiliser la production et la consommation, il semble que depuis les années 1990 les vagues de libéralisation financière qu'ont entamées les économies émergentes et moins développées ont été synonymes d'instabilité de la consommation, à cause de la pro-cyclicité des mouvements de capitaux étrangers. Cette pro-cyclicité veut dire que les entrées de capitaux sont positivement corrélées avec le cycle économique des pays d'accueil, dans la mesure où ces derniers peinent à attirer ou/et garder l'épargne extérieure si leurs indicateurs macroéconomiques indiquent une conjoncture défavorable (baisse de la croissance, hausse de l'inflation, aggravation des déficits commerciaux et publics, …). Prasad et al. (2007a) proposent l'hypothèse d'effet de seuil pour expliquer cette asymétrie de l'effet de la globalisation financière. Cela veut dire que, pour que l'ouverture financière promeuve la stabilité d'une économie, un certain niveau d'intégration sur les marchés financiers étrangers doit être atteint par cette dernière. En deçà de ce niveau, la globalisation sera déstabilisante.

[66] Pour plus de détails, voir les chapitres 2 et 3.

Prasad et al. (2007a) ajoutent que c'est le développement du marché financier local et sa connexion avec d'autres marchés extérieurs qui sont supposés permettre le lissage de la consommation dans le temps et réduire sa volatilité. Partant de cette conclusion, force est de dire que si l'ouverture financière est déstabilisante dans un pays, elle le sera davantage si le développement financier est irrégulier. Ainsi, il y a de fortes chances que l'ouverture financière attise l'instabilité financière et ses effets nocifs. Elle jouerait, dans ce cas de figure, le rôle d'un stimulus à la déstabilisation du système financier et détériorerait, de ce fait, l'investissement et la croissance. Une telle proposition est d'autant plus plausible si on considère que les crises financières, filles de la globalisation financière d'après un bon nombre d'auteurs, à l'instar de Kaminsky et Reinhart (1999), Artus et Cartapanis (2008) et Gilles et al. (2010), ne sont que des manifestations extrêmes de l'instabilité financière et de sa perversité.

D'après Kaminsky et Reinhart (1999), dans un contexte de globalisation financière, les entrées de capitaux étrangers favorisent, dans un premier temps, le développement du crédit, ce qui mène à la phase du *boom* de liquidité. Dans un second temps, le *crunch*, c'est-à-dire le rationnement du crédit, survient entrainant à son tour une irrégularité du développement du secteur bancaire, qui se termine souvent par une crise. Cette analyse de Kaminsky et Reinhart (1999) correspond à la crise mexicaine et celles des pays asiatiques des années 90. Dans le même ordre d'idées, Krueger et Yoo (2001) concluent que des prêts imprudents accordés par des banques coréennes au début et au milieu des années 90 ont joué un rôle important dans le déclenchement de la crise qui a saccagé l'économie de la Corée du Sud en 1997. Aizenman (2003 ; 2004) ajoute que la libéralisation financière externe peut exacerber des distorsions qui caractérisent l'économie domestique, comme une allocation inefficace du crédit, et conduire à une crise.

Bien avant ces auteurs, dans un article qui traite de la propagation des effets de l'instabilité financière, Mishkin (1997) rattache l'apparition des crises bancaires et monétaires à cette dernière. Selon lui, dans les marchés des pays émergents ouverts, l'instabilité financière augmente les taux d'intérêt et l'incertitude. Ainsi, elle détériore le bilan des banques et nuit au marché boursier, en augmentant le problème d'aléa moral et de sélection adverse.

Aizenman et Pinto (2004) affirment que l'une des conditions les plus importantes pour gérer la volatilité économique, facteur de crises et de décroissance de la production, réside dans la stabilisation du système financier. Ils donnent l'exemple des crises argentine et russe déclenchées en 1998, dans le contexte d'un système financier instable. Ce système financier ouvert était marqué par la juxtaposition de périodes d'abondances et de contractions du crédit.

En effet, l'octroi du crédit dépendait de la capacité de l'économie à attirer de l'épargne étrangère. Il était par conséquent soumis à la volatilité des devises, notamment le dollar, et aux flux de capitaux extérieurs.

Encore d'après Prasad et al. (2007a), la crise se distingue des phases creuses du cycle économique par l'importance des dégâts y afférant et sa persistance. C'est un cas particulier, dramatique de l'instabilité. Puisqu'elles sont souvent attisées par la libre circulation des flux de capitaux, notamment dans le cas des pays en développement, il est fort probable que les crises sont le mal nécessaire de l'adhésion de ces pays à la globalisation financière. L'ouverture financière des économies émergentes et moins avancées risque de les exposer à l'avènement d'investisseurs étrangers exagérément riscophiles, qui privilégient les placements déstabilisants de court terme à ceux de long terme, qui spéculent contre la monnaie nationale, en l'occurrence en présence de régimes de change de type rigides (fort ancrage à une devise, régime de caisse d'émission, …) et/ou qui transfèrent les crises de leurs pays d'origine à leurs pays d'accueil, en se désengagent financièrement brusquement et brutalement de ces derniers. Cette contagion de conjonctures défavorables, voire de crises portées par les flux financiers transfrontaliers peut atteindre une économie relativement saine rien que parce que les investisseurs étrangers l'assimilent à un pays voisin en crise.

Toujours d'après Prasad et al. (2007a), le *boom* de consommation qui a caractérisé de nombreux pays émergents vers la fin des années 80 avait pour principale origine le financement extérieur. Par voie de conséquence, les chocs négatifs, économiques et extra-économiques, qu'ont subis ces pays vers le début des années 90 se sont transformés en crises avec l'arrêt soudain des entrées de capitaux extérieurs, suite au changement d'humeur des investisseurs étrangers (Calvo et al. (2006)). C'est ainsi que la contrainte de liquidité qui s'est desserrée avec la libéralisation financière externe et interne à l'échelle publique et privée a fini par se resserrer plus que proportionnellement, dès qu'il y a eu renversement du cycle, d'où le lien entre l'ouverture financière, l'instabilité financière et les crises. En fait, cela laisse à penser que, puisque l'ouverture financière engendre des crises financières, notamment bancaires et que ces dernières sont des manifestations extrêmes de l'instabilité financière, la globalisation pourrait attiser l'effet de l'instabilité et, en conséquence, provoquer la crise.

En outre, si comme nous l'avons déjà expliqué, l'un des effets *spillovers* positifs de la globalisation financière est le développement du système financier domestique[67] et que Guillaumont et Kpodar (2006), Loayza et Rancière (2006) et Eggoh (2010) ont prouvé que, dans

[67] Pour plus de détails, voir le chapitre 2.

les pays en développement, le développement financier est bénéfique à la croissance économique, mais que son irrégularité ne l'est pas pour autant, force est d'alléguer qu'un développement financier fortement irrégulier ne serait pas bénéfique dans des économies peu avancées. Il serait le synonyme même de l'instabilité financière, instabilité dont la globalisation financière attiserait les effets. En effet, par référence à Minsky (1957) et son « hypothèse d'instabilité financière », ainsi que les enseignements des modèles théoriques d'Aghion et al. (2004), Pintus (2005) et Caballé et al. (2006), en s'appuyant sur la littérature évoquée ci-dessus sur les effets de l'instabilité financière et macroéconomique en général, il semble pertinent de penser hypothétiquement que les flux de capitaux de nature étrangers injectés dans le système financier récipiendaire jouent un rôle déstabilisateur dans les pays en développement. De ce fait, ils amplifieraient les effets nocifs de l'instabilité financière dans ces pays de la manière suivante.

Dans les périodes de prospérité économique, les pays en développement sont plus à même d'attirer des capitaux étrangers que dans les phases de déclin. Ces périodes se caractériseraient par une abondance relative du crédit et, par conséquent, une allocation inefficiente de l'épargne (projets improductifs, immobilier, importations, spéculation, …). Ceci est d'autant plus plausible dans un contexte de faibles institutions et capacités d'absorption. Cette phase d'excès de liquidité risque de porter dans son sillage des périodes troubles et des anticipations économiques pessimistes, eu égard aux tensions exercées par les entrées de capitaux sur les fondamentaux macroéconomiques, notamment la hausse relative des prix des biens et des services ou/et des actifs financiers, ainsi que l'augmentation du taux de défaut de crédit, ce qui débouche, tôt ou tard, sur le recul de la liquidité. La brutalité du renversement peut aller jusqu'à l'assèchement relatif du crédit et ramener l'investissement global, domestique et étranger, à un point en deçà de son niveau de pré-ouverture financière. C'est principalement à partir de ce moment-là qu'il y a de fortes chances que la croissance commence à se brider significativement et que la question de la relance ou plutôt du renflouement de l'économie se pose avec force.

A son tour, la relance de l'économie annonce les prémisses d'un renouement avec la première phase de « prospérité-surliquidité » qui déboucherait, encore une fois, sur une deuxième phase de sous-liquidité, dans une dynamique perverse sur le long terme. La juxtaposition des « marées haute et basse » d'épargne étrangère, de sur-et-sous-liquidité et d'extension et contraction du crédit sont de nature à déstabiliser le système financier, même si la possibilité de le développer n'est pas exclue. C'est de cette manière-là que la globalisation financière est supposée attiser l'instabilité financière et son impact négatif sur la croissance. Ajoutons

que, durant les phases de surliquidité, l'inefficience allocative des surplus d'épargne étrangère augmente la part des projets risqués, à faible valeur ajoutée et insolvables, dans l'investissement global. Elle les met, en fait, en concurrence, en termes d'opportunité de financement, avec des projets plus rentables, ce qui baisse la productivité du capital. Lors des phases de sous-liquidité, c'est aussi bien l'investissement productif qu'improductif qui risque de manquer de financement et donc de baisser en volume, sans oublier la décroissance potentielle des autres composantes de la demande globale domestique qui en découlerait.

De plus, l'instabilité financière, en tant qu'expression de la fluctuation du développement financier – et en particulier du volume de liquidité – peut être interprétée par les agents à capacité de financement comme un synonyme d'opacité qui détériore le climat des affaires, ce qui les freine à investir leurs fonds prêtables, d'autant plus que cette irrégularité, à cause de son impact sur la demande globale, déstabiliserait les prix relatifs et le taux de change réel et instaurerait, par voie de conséquence, un climat d'incertitude dans l'économie.

C'est ainsi que la globalisation financière pourrait agir – toujours hypothétiquement – négativement sur l'investissement, la productivité du capital, la production et la consommation, en attisant l'instabilité financière et ses effets pervers.

Bien plus, il se pourrait que, poussée à son paroxysme par la globalisation financière, l'instabilité financière soit susceptible de déboucher sur :

- une crise bancaire, à cause de l'importance des crédits litigieux dans la phase de surliquidité ;
- une crise de change, après un reflux brutal des capitaux à la suite d'une détérioration des fondamentaux macroéconomiques, ou simplement sous l'effet des anticipations pessimistes des agents économiques, eu égard à une incertitude accrue liée à un évènement endogène ou exogène à la sphère économique;
- une crise financière, si des bulles spéculatives significatives se forment dans la phase d'expansion de crédit et éclatent au début de la phase de contraction des liquidités;
- et/ou une crise d'endettement, au cas où le poids de la dette extérieure prendrait des proportions démesurées dans le produit intérieur brut, suite à l'émission de crédits en devise, ce qui mènerait à un arrêt brutal des entrées de capitaux (*sudden stop*) par crainte d'un défaut de remboursement (Calvo et al. (2006)).

D'un autre côté, la libre entrée et sortie des banques étrangères que l'ouverture financière permet dans les économies peu développées risque d'exposer leur système financier à plus d'instabilité. Une littérature théorique récente insiste sur la volatilité des financements

issus des banques étrangères et de leurs filiales dans les pays récipiendaires. Mal informées sur le système financier domestique (Cull et Martinez Peria (2007)), trop dépendantes du soutien de leur banque mère (Brana et Lahet (2012)) et sensibles aux conditions, voire aux diktats exogènes de leurs pays d'origines (Jones et Krause (2007)), ces filiales risquent de se désengager du marché local facilement et elles peuvent y transmettre une instabilité externe (De Haas et Van Lelyveld (2006 ; 2010), Moreno et Von Kleist (2007)) et y financer des projets importants en volumes et en rentabilité, mais trop risqués (Detragiache, Tressel et Gupta (2008) ; Gormley (2010 ; 2014)). Cela va de même pour les banques nationales, qui peuvent voir dans la déréglementation, qui a permis l'entrée des banques étrangères, un laxisme des organismes de contrôle et de surveillance du système financier et adopter, par voie de conséquence, un comportement de prise de risque excessif, qui déstabilise le secteur bancaire (Allen et Gale (1999) ; Schneider et Tornell (2004)). De plus, selon Boot (2000) et Hellmann, Murdock et Stiglitz (2000), l'intensification de la concurrence entre les institutions financières étrangères et locales baisse la capacité qu'elles ont à fidéliser leur clientèle et les pousse à prendre des risques excessifs pour conquérir des parts de marché plus importants, afin de compenser la baisse du coût du capital et de leur marge de bénéfice, ce qui déstabilise le système financier.

Pour résumer, alors que les effets négatifs de l'instabilité financière sur la croissance et ses déterminants sont prouvés dans les pays en développement, la relation entre la globalisation financière et l'instabilité financière est plus controversée. D'une part, les défenseurs de l'ouverture financière soutiennent que cette dernière stabilise le système financier domestique et baisse, en conséquence, l'instabilité financière et ses répercussions négatives. D'autre part, les opposants du phénomène avancent que la turbulence des flux de capitaux et des institutions financières qui les portent augmente l'instabilité financière et ses méfaits dans les pays en développement. Mais qu'en est-il au juste lorsque l'instabilité financière se manifeste dans un contexte de globalisation financière et interagit avec cette dernière ?

Dans ce qui suit, nous procéderons à une étude empirique du triplé « globalisation financière, instabilité financière et croissance économique » pour tenter de dégager des éléments de réponse à cette question.

II. Globalisation financière, instabilité financière et croissance économique : une étude empirique

Dans le cadre de cette section, six grandes hypothèses sont à étudier :

- H_{01} : L'instabilité financière a un effet négatif sur la croissance économique sur le long terme.
- H_{11} : L'effet de l'instabilité financière est positif ou neutre sur la croissance économique sur le long terme.
- H_{02} : La globalisation financière produit encore son effet positif sur la croissance dans un contexte d'instabilité financière.
- H_{12} : La globalisation financière n'est plus bénéfique à la croissance dans un contexte d'instabilité financière.
- H_{03} : La globalisation financière diminue l'effet négatif de l'instabilité financière sur la croissance économique dans les pays en développement sur le long terme.
- H_{13} : La globalisation financière attise l'effet négatif de l'instabilité financière sur la croissance économique dans les pays en développement sur le long terme.

Nous commencerons d'abord par la présentation de la méthodologie employée dans notre analyse empirique, puis nous interpréterons les résultats qui en découlent, avant de finir par présenter les principales conclusions tirées de ces résultats, qui seront les réponses aux hypothèses posées.

II.1 Méthodologie

Dans ce qui suit, nous présentons l'échantillon et l'horizon temporel relatif à notre étude, la construction des modèles estimés et la méthode d'estimation utilisée.

II.1.1 Echantillon et horizon temporel

Notre étude empirique est faite à partir d'un panel non cylindré de 72[68] pays en développement à revenu faible et à revenu moyen inférieur. En effet, en 2008, la Banque Mondiale a défini un classement des pays développés et en développement, en fonction du Revenu National Brut (RNB) par habitant de l'année 2007. Elle a publié une liste de ces pays en 2014 sur son site officiel[69]. Ainsi qu'il a été rappelé plus haut, la classification est la suivante :

- les pays à faible revenu : RNB par habitant inférieur ou égal à 935 dollars US ;

[68] La nature non cylindrée du panel fait en sorte qu'au niveau des estimations, le nombre de groupes de pays étudiés est souvent inférieur à 72 pays et il varie d'un modèle à un autre.

[69] http://data.worldbank.org/about/country-classifications/country-and-lending-groups.

- les pays à revenu moyen inférieur : RNB par habitant compris entre 936 dollars US et 3705 dollars US ;
- les pays à revenu moyen supérieur : RNB par habitant compris entre 3706 dollars US et 11455 dollars US ;
- et les pays à revenu supérieur : RNB par habitant supérieur à 11456 dollars US.

L'utilisation de données de panel relatives aux pays en développement les moins avancés (à revenu faible et à revenu moyen inférieur) est un choix qui sert la problématique de notre thèse. De plus, c'est par souci d'homogénéité que nous ne considérons pas dans notre échantillon les pays à revenu moyen supérieur, ainsi que les pays à revenu supérieur, car ces deux groupes correspondent à des pays émergents, voire plus développés qui se caractérisent par un cadre institutionnel, technologique et économique plus avancé que les deux premiers groupes. Nous pensons qu'exclure ces pays consolide la tendance générale de nos conclusions et distingue notre travail des recherches antérieures[70] sur l'instabilité financière, recherches dans lesquelles l'hétérogénéité des panels étudiés pourrait être considérée comme source d'ambiguïté des résultats.

De plus les pays les moins avancés, c'est-à-dire à revenu bas (faible et moyen inférieur), forment environ 70% des pays en développement et sont, par conséquent, les plus représentatifs de ce groupe. Ajoutons que les économies émergentes sont largement étudiées dans la littérature, contrairement aux pays en développement les moins avancés, ce qui distingue entre autres notre étude.

En outre, le choix de travailler sur des données de panel procure de nombreux avantages[71] par rapport aux séries temporelles et aux coupes instantanées. Il s'agit principalement de la suppression des problèmes potentiels de non stationnarité des observations, la prise en compte de la double dimension spatiale et temporelle et le contrôle de l'hétérogénéité individuelle des unités observées.

L'horizon temporel de notre investigation correspond à la période 1972-2011, période choisie sous contrainte de la disponibilité des données. Par ailleurs, force est de souligner que les dix dernières années 2000-2011 sont très importantes dans l'étude du phénomène de la globalisation financière en général, puisque dans l'histoire contemporaine de la finance globalisée les échanges des flux de capitaux n'ont jamais atteint un niveau supérieur à celui enregistré avant la crise financière internationale de l'automne 2008 et jamais chuté autant après cette crise (IMF (2012)). Cette sous-période prise en considération dans notre étude n'est pas

[70] Voir Loayza et Rancière (2006), Guillaumont et Kpodar (2006) et Eggoh (2010).
[71] Pour plus de détails sur les avantages de l'utilisation des données de panel, voir Hsiao (2007).

incluse dans son entièreté dans la plupart des travaux précédents portant sur la globalisation financière et la croissance économique, en dépit de son importance[72].

Comme dans le chapitre précédent, les données sont calculées en moyenne sur cinq ans, ce qui donne huit sous-périodes non chevauchées : 1972-1976, 1977-1981, 1982-1986, 1987-1991, 1992-1996, 1997-2001, 2002-2006 et 2007-2011. Cette méthode est largement utilisée dans la littérature sur l'impact de la globalisation financière sur la croissance économique sur le long terme (Neto et Veiga (2013) ; Iamsiraroj (2016) ; Ahmed (2016)), ainsi que la littérature relative à l'impact de l'instabilité des variables macroéconomique sur la croissance économique sur le long terme (Guillaumont et Kpodar (2006) ; Aghion et al. (2010) ; Eggoh (2010)). Elle sert à lisser les variations de court terme du niveau de la croissance, qui sont liées aux cycles des affaires, afin de rendre compte de la tendance de long terme, étant donné que les variables macroéconomiques se caractérisent par des fréquences basses en général (Guay et Saint-Amant (1997)). Cette méthode présente aussi le mérite de réduire la dimension temporelle du panel par rapport à la dimension individuelle, avantage qui diminue le risque associé à la non stationnarité des observations, évite que le modèle estimé soit bruité par des fluctuations de très court terme et améliore la qualité de l'estimateur GMM system (Blundell et Bond (1998)) que nous utiliserons dans notre étude.

II.1.2 Variables utilisées

Nous considérons également le taux de croissance du PIB réel par habitant (en différence logarithmique) noté GDPPCG, comme indicateur de croissance économique et, donc, variable à expliquer. Cet indicateur est utilisé dans plusieurs études sur la globalisation financière et la croissance économique. Il est expliqué par deux types de variables d'intérêt, à savoir les indicateurs de globalisation financière et ceux d'instabilité financière, ainsi qu'une batterie de variables de contrôle, communément utilisée dans les modèles de croissance.

II.1.2.1 Les variables d'intérêt

De même que dans le précédent chapitre, nous avons retenu trois indicateurs de globalisation financière *de facto* calculés à partir de la base de Lane et Milesi-Ferretti (2007) actualisée en 2011 et utilisés dans plusieurs études récentes sur la globalisation financière, l'instabilité macroéconomique et la croissance économique (Masten et al. (2008) ; Eichengreen, Gullapalli et Panizza (2011) ; Kunieda et al. (2014) ; De Nicolò et Juvenal (2014) ; Ahmed (2016) ; Iamsiraroj (2016)).

[72] Pour plus de détails sur la littérature qui a traité de la relation entre la globalisation financière et la croissance économique, voir le chapitre 3.

OPGLG : indicateur de globalisation financière, à savoir le taux de croissance (en différence logarithmique) de la somme des stocks bruts des avoirs et des engagements extérieurs en investissements de portefeuille (IP), en investissements directs étrangers (IDE) et en dettes (TD) (Base de Lane et Milesi-Ferretti (2007) actualisée en 2011).

INVOPGLG : indicateur de globalisation par l'investissement, à savoir le taux de croissance (en différence logarithmique) de la somme des stocks bruts des avoirs et des engagements extérieurs en investissements de portefeuille (IP) et en investissements directs étrangers (IDE) (Base de Lane et Milesi-Ferretti (2007) actualisée en 2011).

OPDEBG : indicateur de globalisation par l'endettement, à savoir le taux de croissance (en différence logarithmique) de la somme des stocks bruts des avoirs et des engagements extérieurs en dettes (Base de Lane et Milesi-Ferretti (2007) actualisée en 2011).

Quant aux indicateurs de l'instabilité financière, il s'agit de :

INBANK : indicateur d'instabilité financière, à savoir l'écart moyen absolu quinquennal du taux de croissance du ratio des actifs des banques commerciales sur la somme de ces actifs plus ceux de la banque centrale.

INLIQ : indicateur d'instabilité financière, à savoir l'écart moyen absolu quinquennal du taux de croissance du ratio des engagements exigibles du système financier, soit la masse monétaire au sens de M3, au PIB.

Ces deux indicateurs d'instabilité financière sont calculés de la manière suivante :

$$V_1^x = \frac{1}{5}\sum_{t=1}^{5} |g_t^x - \overline{g^x}|$$

V_1^X est la mesure de de l'instabilité financière INBANK ou INLIQ.

g_t^x est le taux de croissance du ratio des actifs des banques commerciales sur la somme de ces actifs plus ceux de la banque centrale (BANK) ou le taux de croissance du ratio des engagements exigibles (M3) au PIB (LIQ), tirées de la base de Beck, Demirgüç-Kunt et Levine (2009), actualisée en avril 2013.

En effet, depuis les travaux pionniers de King et Levine (1992), LIQ et BANK sont considérés comme deux indicateurs du développement financier dans la littérature économique. Plus précisément, LIQ rend compte de la taille d'un système financier et de sa profondeur. Cette notion s'apparente à la capacité d'un système financier à générer de la liquidité (Sahay et al. (2015)). BANK indique plutôt l'importance des banques commerciales dans l'économie par rapport à la banque centrale. Les banques commerciales étant les principales

artères par lesquelles l'allocation de l'épargne contrôlée par la banque centrale est effectuée, leur prépondérance témoigne d'une plus grande aptitude du système financier à assurer cette fonction principale, ce qui est synonyme de son développement.

Il est probable qu'avec la globalisation financière, en l'occurrence l'entrée des capitaux extérieurs et des banques étrangères, le poids des banques commerciales et la liquidité du système financier augmentent. C'est sur la base de cette relation que nous avons choisi ces deux indicateurs de développement financier pour en extraire l'instabilité financière et étudier l'impact de l'interaction de cette dernière avec la globalisation financière.

En outre, c'est parce qu'on a défini l'instabilité financière comme des fluctuations, répétitives et durables du développement financier que nous utilisons l'écart moyen quinquennal du taux de croissance des indicateurs de développement financier pour mesurer ce phénomène. Tel que nous l'avons expliqué dans la première section de ce chapitre, cette méthode est communément utilisée pour mesurer l'instabilité macroéconomique en général, selon Cariolle et Goujon (2015).

II.1.2.2 Les variables de contrôle

Les variables de contrôle que nous avons incluses dans notre modèle sont usuellement utilisées dans les modèles de croissance spécifiés en panel dynamique. Ces variables se sont avérées robustes dans plusieurs travaux traitant du phénomène de croissance économique (Sala-I-Martin (1997) ; Barro et Sala-I-Martin (2003) ; Sala-I-Martin, Doppelhofer, Miller (2004)). Elles sont de nature macroéconomique et institutionnelle.

L.GDPPC : indicateur de convergence conditionnelle (PIB initial), à savoir le PIB réel par habitant (en logarithme) retardé d'une période (World Development Indicators (2014)).

TRADE : indicateur d'ouverture commerciale, à savoir la somme des exportations et des importations des biens et services rapportée au PIB (en logarithme) (World Development Indicators (2014)).

EDU : indicateur de capital humain (niveau d'éducation), à savoir la part de la population scolarisée en secondaire dans la population en âge de l'être (en logarithme) (World Development Indicators (2014)).

TERM : indicateur des termes de l'échange des marchandises (prix relatifs) (World Development Indicators (2014)).

CRISIS : variable muette indicatrice des crises bancaires. Elle prend la valeur de « 1 » pour l'année de crise et « 0 » pour l'année exempte de crise (Systemic Banking Crises Database: An Update, IMF (2012)).

GOV : indicateur de la politique publique, à savoir le ratio des dépenses de consommation finale du gouvernement au PIB (en logarithme) (World Development Indicators (2014)).

II.1.3 Modèles utilisés

Afin d'étudier, l'effet direct de la globalisation financière et de l'instabilité financière, sur la croissance économique simultanément, ainsi que l'impact de leur interaction (effet marginal de l'instabilité financière *via* la globalisation financière) sur cette dernière, nous estimons les deux modèles suivants :

Modèle (1) : Globalisation financière, instabilité financière et croissance économique : effets directs

$$\Delta \boldsymbol{Y_{it}} = \alpha_0 + \gamma Y_{it-1} + \alpha_1 \boldsymbol{int1_{it}} + \alpha_2 \boldsymbol{int2_{it}} + \beta' X_{it} + \mu_i + \lambda_t + \varepsilon_{it}$$

Modèle (2) : Globalisation financière, instabilité financière et croissance économique : effet indirect

$$\Delta \boldsymbol{Y_{it}} = \alpha_0 + \gamma Y_{it-1} + \alpha_1 \boldsymbol{int2_{it}} + \alpha_2 \boldsymbol{(int1_{it} * int2_{it})} + \beta' X_{it} + \mu_i + \lambda_t + \varepsilon_{it}$$

$\Delta Y_{it} = Y_{it} - Y_{it-1}$: représente le taux de croissance du PIB réel par habitant en différence logarithmique (GDPPCG).

Y_{it-1} : représente le PIB réel par habitant en logarithme retardé d'une période (L.GDPPC).

$int1_{it}$: représente les indicateurs de globalisation financière (OPGLG ou INVOPGLG ou OPDEBG).

$int2_{it}$: représente les indicateurs d'instabilité financière (INBANK ou INLIQ).

$int1_{it}$ *X* $int2_{it}$ représente un terme d'interaction entre la globalisation financière et l'instabilité financière.

X_{it} : regroupe un jeu de variables de contrôle (TRADE, EDU, TERM, GOV).

α_0 est une constante ; μ_i, l'effet spécifique au pays ; λ_t, l'effet spécifique au temps et ε_{it} le terme d'erreur. Les indices *i* et *t* désignent respectivement les pays (i =1, 2… N) et les périodes (t = 1, 2…T).

Le Modèle (1) tente de capter les effets directs de long terme de la globalisation financière et de l'instabilité financière sur la croissance économique simultanément. Ceci revient à

voir l'effet de la globalisation financière (de l'instabilité financière) dans un contexte d'instabilité financière (de globalisation financière) sur la croissance économique.

Le Modèle (2) tente de capter l'effet marginal de long terme de l'instabilité financière sur la croissance économique. Il permet de voir si l'impact de l'instabilité financière sur la croissance augmente ou diminue avec la globalisation financière. Dit autrement, il s'agit de voir si l'accès des pays en développement aux marchés financiers internationaux nuit ou favorise leur croissance économique indirectement, en attisant ou amoindrissant l'impact négatif ou positif de l'instabilité financière. En plus clair encore : est-ce que l'augmentation (la diminution) des effets négatifs (positif) de l'instabilité financière est un désavantage (avantage) collatéral de la globalisation financière dans les pays en développement ?

D'après le Modèle (2), l'effet marginal de l'instabilité financière sur la croissance économique est obtenu à travers le calcul de la dérivée partielle du taux de croissance du PIB réel par habitant sur l'indicateur d'instabilité financière.

$$\frac{d(\Delta Y)_{it}}{d(int2)_{it}} = \quad \alpha_1 + \alpha_2 int1_{it}$$

- Si α_1 et α_2 sont tous les deux positifs (négatifs), alors l'instabilité financière a un effet positif (négatif) sur la croissance économique, et la globalisation financière amplifie cet impact.
- Si $\alpha_1 > 0$ et $\alpha_2 < 0$, alors l'instabilité financière a un effet positif sur la croissance économique, néanmoins la globalisation financière réduit cet impact.
- Si $\alpha_1 < 0$ et $\alpha_2 > 0$, alors l'instabilité financière a un effet négatif sur la croissance économique, néanmoins la globalisation financière réduit cet impact.

II.1.4 Méthode d'estimation

Comme dans le chapitre précédent, pour estimer nos deux modèles, explicités ci-dessus, nous utilisons la Méthode des Moments Généralisés en système[73] (*GMM system*), en deux étapes.

[73] Pour plus de détails sur cette méthode d'estimation et les motifs qui nous ont menés à l'utiliser, voir chapitre 4.

II.2 Résultats des estimations de base

Le tableau 5.1, ci-dessous, présente les résultats des régressions de base, relatives au modèle (1), en *GMM system* en deux étapes[74]. Comme indiqué plus haut, celui-ci capte les impacts directs de la globalisation et l'instabilité financières, simultanément, sur la croissance économique, dans les 72 pays en développement de notre échantillon, avec des données exprimées en moyennes quinquennales sur la période 1972-2011.

Les chiffres du tableau 5.1 tentent de renseigner sur les hypothèses suivantes :

- H_{01} : L'instabilité financière a un effet négatif sur la croissance économique sur le long terme.
- H_{11} : L'effet de l'instabilité financière est positif ou neutre sur la croissance économique sur le long terme.
- H_{02} : La globalisation financière produit encore son effet positif sur la croissance dans un contexte d'instabilité financière.
- H_{12} : La globalisation financière n'est plus bénéfique à la croissance dans un contexte d'instabilité financière.

D'après le tableau 5.1, les coefficients associés aux indicateurs d'instabilité financière, à savoir l'instabilité du système bancaire (INBANK) et l'instabilité de liquidité (INLIQ), sont significatifs et de signe négatif dans toutes les régressions, ce qui mène à conclure à la négativité de l'impact direct de l'instabilité financière sur la croissance économique sur le long terme.

En outre, le signe positif des coefficients associés à l'indicateur de globalisation financière (OPGLG) et leur significativité au seuil de 1% témoignent de l'impact total positif de la globalisation financière sur la croissance du PIB réel par habitant, et ce, même en présence d'instabilité financière.

Le même constat est à faire pour l'indicateur de globalisation par l'investissement (INVOPGLG), en termes de significativité et de signe. Ainsi donc, pour les pays en développement, les investissements étrangers (IDE et IP) paraissent bénéfiques à la croissance.

Contrairement aux variables OPGLG et INVOPGLG, l'indicateur de globalisation par l'endettement (OPDEBG) est non significatif. Cette globalisation ne parait pas servir directement l'accroissement du revenu. En conséquence, comme il est révélé par l'étude menée dans

[74] Pour toutes les régressions (dans tous les tableaux) : le test de Hansen (1982) valide les instruments utilisés, le test d'autocorrélation des erreurs (*AR2*) d'Arellano et Bond (1991) indique l'absence de corrélation d'ordre 2 des termes d'erreur et le nombre d'instruments inférieurs au nombre de groupes est une forte présomption à l'inexistence d'un problème de prolifération des instruments (Roodman (2009a ; 2009b)).

le chapitre 4, contrairement à la globalisation par l'investissement, la globalisation par l'endettement ne semble pas tenir ses promesses théoriques en termes d'accroissement des richesses.

Par ailleurs, au niveau du tableau 5.1, le signe des coefficients relatifs aux variables de contrôle, lorsqu'ils sont significatifs, sont en adéquation avec l'intuition théorique. En effet, la négativité du signe du coefficient associé à la valeur initiale du PIB par habitant L.GDPPC est conforme aux enseignements de la théorie de convergence conditionnelle. Il en va de même pour la valeur des coefficients de la variable d'ouverture commerciale TRADE, dont le signe positif s'accorde avec les thèses fondamentales de la théorie « libre-échangiste » du commerce international. Le signe négatif du coefficient de la variable afférente aux dépenses de consommation finale du gouvernement GOV est aussi adéquat à l'intuition économique, étant donné que cette variable est souvent considérée dans la littérature comme un indicateur de politique économique, donc son augmentation dénote d'un état d'instabilité contreproductif, auquel les décideurs essayent de remédier par l'instrument budgétaire, souvent critiqué dans la théorie du choix public (Buchanan (1984)). La variable CRISIS, indicateur de crise, affecte négativement et significativement la croissance, tel qu'il est soutenu par Kaminsky et Reinhart (1999), Aghion et al. (2009) et Joyce (2011). De par la faible significativité de leurs coefficients, et malgré leurs signes conformes aussi à la théorie économique, dans la plupart des régressions, l'indicateur du niveau d'éducation (EDU) et celui des termes de l'échange (TERM) se montrent peu explicatifs de la croissance du PIB réel par habitant dans les pays de notre échantillon entre 1972 et 2011.

Comme nous l'avons expliqué en plus de détails dans les deux chapitres 3 et 4, l'impact positif de la globalisation par l'investissement peut s'expliquer par la complémentarité entre l'investissement domestique et étranger (*crowding effect*), le transfert technologique et les choix politiques plus productifs, ainsi que la meilleure gouvernance et qualité des institutions que cette globalisation favorise (Bartolini et Drazen (1996) ; Maxfield et al. (1998) ; Borensztein et al. (1998) ; Stulz (1999a ; 1999b); Henry (2000) ; Bekaert et Harvey (2000) ; Rajan et Zingales (2003) ; Gourinchas et Jeanne (2006) ; Chinn et Ito (2005) ; Calderón et Kubota (2009a) ; Obstfeld (2009)). En ce qui concerne l'inexistence d'effet positif de la globalisation par l'endettement sur la croissance, il peut s'expliquer par les problèmes d'agence qu'elle risque d'entrainer ou d'amplifier dans le système financier domestique (McKinnon et Pill (1996 et 1998)), et c'est dans ce sens que Rodrik et Velasco (1999), Berg et al. (2004) et Eichengreen et al. (2006) ont souligné que les flux de dettes étrangères sont souvent un syno-

nyme de risques et de crises. Il y a aussi les recherches qui confirment l'ambiguïté des répercussions macroéconomiques de la globalisation par l'endettement. Par exemple, dans le modèle d'Obstfeld (1998a), pour les entrées des flux de dettes étrangères, sur le court terme, il y a une hausse immédiate de la consommation. Avec le remboursement de la dette, le niveau du capital fini par atteindre un sentier plus important que le niveau autarcique. Cependant, le payement des intérêts sur dette abaisse la consommation en deçà de son niveau d'autarcie, par la suite. L'impact négatif de l'instabilité financière sur la croissance est corroboré par certaines études théoriques et empiriques explicitées ci-dessus, parmi lesquelles celles d'Aghion et al. (2004), Pintus (2005), Caballé et al. (2006), Loayza et Rancière (2006), Guillaumont et Kpodar (2006) et Eggoh (2010).

Tableau 5.1 Estimations de base : effets directs

	Modèle1 (1)	**Modèle1 (2)**	**Modèle1 (3)**	**Modèle1 (4)**	**Modèle1 (5)**	**Modèle1 (6)**
L.GDPPC	-0.028**	-0.010	-0.017	-0.025*	-0.012	-0.020*
	(0.013)	(0.011)	(0.013)	(0.013)	(0.010)	(0.010)
TRADE	0.052***	0.035***	0.046***	0.044***	0.031***	0.048***
	(0.012)	(0.012)	(0.015)	(0.015)	(0.010)	(0.014)
EDU	0.016	0.008	0.009	0.014*	0.010	0.010
	(0.011)	(0.008)	(0.011)	(0.008)	(0.007)	(0.010)
TERM	0.017	0.002	-0.006	0.009	0.007	-0.000
	(0.018)	(0.015)	(0.021)	(0.017)	(0.010)	(0.017)
GOV	-0.035**	-0.022*	-0.018	-0.037**	-0.032**	-0.032**
	(0.017)	(0.012)	(0.021)	(0.016)	(0.014)	(0.015)
CRISIS	-0.023**	-0.029**	-0.033***	-0.022*	-0.032***	-0.040***
	(0.010)	(0.012)	(0.008)	(0.011)	(0.011)	(0.014)
OPGLG	**0.066*** **			**0.065*** **		
	(0.024)			(0.024)		
INVOPGLG		**0.055** **			**0.051** **	
		(0.021)			(0.020)	
OPDEBG			**0.027**			**0.035**
			(0.029)			(0.027)
INLIQ				**-0.083** **	**-0.128*** **	**-0.093** **
				(0.041)	(0.038)	(0.040)
INBANK	**-0.084** **	**-0.114*** **	**-0.109*** **			
	(0.034)	(0.042)	(0.035)			
Constante	-0.058	-0.036	-0.010	-0.004	-0.015	0.002
	(0.089)	(0.080)	(0.105)	(0.091)	(0.065)	(0.095)
Observations	277	277	277	279	279	279
Nombre de groupes	66	66	66	66	66	66
AR2 P-value	0.451	0.611	0.582	0.544	0.383	0.278
Hansen P-value	0.743	0.320	0.275	0.655	0.525	0.168
Instruments	17	41	41	17	41	33

Légende : Variable dépendante : GDPPCG/ Echantillon : 72 pays/ Période 1972-2011/ Estimations : GMM system. Les valeurs entre parenthèses sont les écarts-types des coefficients estimés des variables explicatives, dont la constante. Ils sont corrigés d'hétéroscédasticité à travers la méthode de White (1980). Les coefficients estimés sont : * significatifs au seuil d'erreur de 10%, ** significatifs au seuil d'erreur de 5 %, *** significatifs au seuil d'erreur de 1%. Le test de Hansen indique que les instruments utilisés sont valides (H0 : acceptée), avec des p-values largement supérieures au seuil de 10 %. Le test AR(2) indique l'absence d'autocorrélation entre les termes d'erreurs d'ordre 2, avec des p-values supérieures au seuil de 10 %. Source : calcul de l'auteur avec le logiciel Stata 12.

Les résultats des régressions de base, relatives au modèle (2), en *GMM system* en deux étapes figurent au niveau du tableau 5.2. Pareillement, ces résultats concernent les 72 pays en développement de notre échantillon, avec des données exprimées en moyennes quinquennales sur la période 1972-2011. Principalement, ils tentent d'apporter une réponse aux deux hypothèses suivantes :

H_{03} : La globalisation financière diminue l'effet négatif de l'instabilité financière sur la croissance économique dans les pays en développement sur le long terme.

H_{13} : La globalisation financière attise l'effet négatif de l'instabilité financière sur la croissance économique dans les pays en développement sur le long terme.

Par conséquent, il est question de se focaliser, essentiellement, sur l'effet marginal de l'instabilité financière *via* la globalisation financière sur la croissance économique. Rappelons-le, cet effet est obtenu à travers le calcul de la dérivée partielle du taux de croissance du PIB réel par habitant sur l'indicateur d'instabilité financière à partir du modèle (2).

$$\frac{d(\Delta Y)_{it}}{d(int2)_{it}} = \quad \alpha_1 + \alpha_2 int1_{it}$$

Avec :

$\Delta Y_{it} = Y_{it} - Y_{it-1}$ représente le taux de croissance du PIB réel par habitant en différence logarithmique (GDPPCG).

$int1_{it}$ représente les indicateurs de globalisation financière (OPGLG ou INVOPGLG ou OPDEBG).

$int2_{it}$ représente les indicateurs d'instabilité financière (INBANK ou INLIQ).

$int1_{it}$ *X* $int2_{it}$ représente un terme d'interaction entre la globalisation financière et l'instabilité financière INBANK X OPGLG ou INLIQ X OPGLG ou INBANK X INVOPGLG ou INLIQ X INVOPGLG ou INBANK X OPDEBG ou INLIQ X OPDEBG).

Ainsi :

α_1 est le coefficient associé à l'indicateur d'instabilité financière (INBANK ou INLIQ).

α_2 est le coefficient associé au terme d'interaction entre la globalisation financière et l'instabilité financière (INBANK X OPGLG ou INLIQ X OPGLG ou INBANK X INVOPGLG ou INLIQ X INVOPGLG ou INBANK X OPDEBG ou INLIQ X OPDEBG).

Si :

- α_1 et α_2 sont tous les deux positifs (négatifs), alors l'instabilité financière a un effet positif (négatif) sur la croissance économique, et la globalisation financière affecte favorablement (amplifie) cet impact.
- $\alpha_1 > 0$ et $\alpha_2 < 0$, alors l'instabilité financière a un effet positif sur la croissance économique, néanmoins la globalisation financière réduit cet impact.
- $\alpha_1 < 0$ et $\alpha_2 > 0$, alors l'instabilité financière a un effet négatif sur la croissance économique, néanmoins la globalisation financière réduit cet impact.

On peut voir au niveau du tableau 5.2 que, d'une part, les coefficients ($\alpha 1$) associés aux indicateurs d'instabilité financière sont significatifs et négatifs, qu'il s'agisse de l'indicateur d'instabilité de liquidité (INLIQ) ou de celui d'instabilité du système bancaire (INBANK). Ce constat conforte les résultats tirés du modèle (1), qui avancent que l'impact de l'instabilité financière est significativement défavorable à la croissance économique dans les pays en développement sur le long terme.

D'autre part, le coefficient associé au terme d'interaction entre la globalisation financière et l'instabilité financière ($\alpha 2$) est à la fois positif et significatif. Ceci est aussi bien vérifié pour la globalisation financière et l'instabilité de liquidité, en interaction, (INLIQ X OPGLG) que pour l'interaction entre globalisation financière et l'instabilité du système bancaire (INBANK X OPGLG). A cet effet, il semble que l'effet marginal négatif de l'instabilité financière sur la croissance décroit avec une plus forte globalisation financière. L'impact positif de cette dernière sur le PIB réel par habitant contrebalance l'effet négatif de l'instabilité. Il apparait donc que la globalisation financière admet un effet indirect, outre son impact direct positif sur la croissance. Celui-ci réside en la diminution de l'effet nocif de l'instabilité financière sur la croissance dans les pays en développement.

A la lumière de ces résultats et à ce niveau de l'analyse, la baisse de l'instabilité financière peut être considérée comme un avantage collatéral de globalisation financière. Ceci dit, est-ce le cas de toutes les globalisations financières, quelle que soit la nature des flux financiers échangés ?

La réponse à cette question se déduit des termes d'interaction entre la globalisation par l'investissement et l'instabilité financière (INBANK X INVOPGLG et INLIQ X INVOPGLG) et entre la globalisation par l'endettement et l'instabilité financière (INBANK X OPDEBG et INLIQ X OPDEBG).

En effet, tel qu'il figure au tableau 5.2, le terme d'interaction entre la globalisation par l'investissement et l'instabilité financière (INBANK X INVOPGLG et INLIQ X INVOPGLG) présente un coefficient de signe positif significativement dans toutes les régressions. Ce coefficient suggère que les investissements étrangers atténuent l'effet nocif de l'instabilité de liquidité et de l'instabilité du système bancaire sur la croissance économique. Ainsi, la globalisation par l'investissement influe indirectement positivement sur la croissance économique, et ce, en amortissant les déconvenues de l'instabilité financière sur cette dernière.

Réciproquement, le terme d'interaction entre la globalisation par l'endettement et l'instabilité financière montre un coefficient ($\alpha 2$) non significatif dans toutes les régressions. Ce résultat indique que seule la globalisation par l'investissement est responsable de la baisse de l'effet négatif de l'instabilité financière sur la croissance.

Par ailleurs, tel qu'il est le cas pour les régressions du tableau 5.1, le signe des coefficients relatifs aux variables de contrôle, lorsqu'ils sont significatifs, sont en adéquation avec l'intuition théorique, au niveau des régressions du tableau 5.2. Aussi, force est de souligner que l'indicateur du capital humain (variable niveau d'éducation EDU) a gagné en significativité dans les régressions afférentes au modèle (2) par rapport à celles du modèle (1), comme le tableau 5.2 l'indique. Le signe positif de cette variable est conforme aux conclusions de la théorie de la croissance endogène sur le capital humain, en tant que facteur d'enrichissement des économies.

En outre, la significativité, à la fois, de la variable indicatrice des crises et les indicateurs d'instabilité financière, appuient le clivage, que nous avons soutenu, entre le phénomène de crise et celui d'instabilité financière. En effet, l'impact de l'instabilité financière sur la croissance n'a pas été anéanti par la présence de l'indicateur des crises. Ainsi donc, l'instabilité financière peut déboucher sur une crise, mais il est pertinent de ne pas l'amalgamer avec cette dernière.

Au total, les résultats du tableau 5.2 montrent que, se globaliser financièrement parait soulager les pays en développement de l'effet négatif de l'instabilité financière sur la croissance économique. Toutefois, à y regarder de plus près, lorsque la globalisation financière concerne des stocks d'actifs et de passifs d'investissements étrangers (IP et IDE), elle impacte indirectement et positivement l'expansion du PIB par habitant, en amortissant la détérioration de cette dernière à cause de l'instabilité financière, tandis que, lorsque l'ouverture financière

concerne les avoirs et les engagements en dettes étrangères (TD) cet effet n'est pas assuré. A l'égard de ces résultats, une nouvelle question se pose :

Pourquoi la globalisation financière, en l'occurrence la globalisation par l'investissement, abaisse l'effet négatif de l'instabilité financière sur la croissance, alors que la globalisation par l'endettement ne l'affecte pas significativement ?

La réponse à cette question se déduit de la revue de la littérature théorique que nous avons déjà analysée dans le chapitre 2. Rappelons que d'après Shaw (1973), avec la globalisation financière, l'entrée de capitaux étrangers attenue la rareté des fonds prêtables, ainsi que le comportement exagérément « riscophobe » des banques. Ceci est supposé assurer un fonctionnement plus régulier du système financier et, en conséquence, une plus grande stabilité de ce dernier. Aussi, d'après Bekaert et Harvey (2000), la présence d'investisseurs étrangers, partageant les aléas et les imperfections du marché local avec les investisseurs nationaux, permet la diversification et la baisse des risques relatifs aux activités économiques. Etant donné que les opérations financières font partie de ces activités, il est, par conséquent, opportun de penser que cela augmente la stabilité du système financier. Dans le même sens, selon Stulz (1999a ; 1999b) et Henry (2000), les investissements étrangers font accroitre le niveau de liquidité dans le marché des valeurs mobilières, réduisant ainsi le risque lié à la préférence pour la liquidité. La prime de risque y sera également abaissée par l'introduction des investisseurs étrangers, qui non seulement augmenteront la liquidité de ces marchés, mais surtout partageront le risque avec les investisseurs domestiques. Sous ces rapports, un marché boursier plus liquide et moins risqué témoignerait *ceteris paribus* d'une meilleure stabilité du système financier.

Il en va de même pour la prise de participation des investisseurs étrangers dans les banques domestiques qui, selon Levine (1996 ; 2003), contribue à améliorer la gouvernance et l'organisation interne de ces dernières, avec le transfert du savoir et du savoir-faire étrangers, ainsi que la supervision du système bancaire.

Par ailleurs, comme nous l'avons déjà souligné au niveau du chapitre 2, la globalisation par l'endettement, est souvent identifiée comme une source de problèmes d'agence : anti-sélection et aléa moral (McKinnon et Pill (1996 ; 1998)). En outre, selon Wei (2006), le renversement soudain des entrées des flux des capitaux est plus redondant pour les flux de dettes étrangères que pour les flux d'investissements directs étrangers. Encore d'après Kose et al. (2009), la littérature économique sur les effets des flux de dettes extérieures permet de faire émerger un avis assez tranché : ces flux sont souvent un synonyme de risques et de crises (Rodrik et Velasco (1999) ; Eichengreen, Hausmann et Panizza (2003) ; Berg, Borensztein et

Pattillo (2005)). Bien plus, dans une étude empirique, Joyce (2011) s'intéresse au cas de 20 pays émergents entre 1976 et 2002. Il arrive à la conclusion que, si les IDE et les IP amoindrissent les méfaits des crises, les dettes extérieures promeuvent l'incidence de ces dernières. Aussi, il ne faut pas perdre de vue le rôle que la globalisation par l'endettement peut jouer dans l'accroissement de la dette extérieure et ses coûts, ce qui est le cas, d'après Mendoza (2006), dans les économies qui se caractérisent par une faible complétude de leurs marchés, notamment financiers, et une pauvreté relative en capital. Ainsi, lors de l'entrée des flux de dette, la globalisation par l'endettement peut avoir des effets économiques positifs, toutefois, ces derniers diminuent ou disparaissent avec le remboursement (le défaut de remboursement ou le rééchelonnement) de la dette extérieure. Par exemple, dans le modèle d'Obstfeld (1998a), pour les entrées des flux de dettes étrangères, sur le court terme, il y a une hausse immédiate de la consommation. Cependant, le payement des intérêts sur dette abaisse la consommation en deçà de son niveau d'autarcie, par la suite. Ajoutons que le défaut de remboursement de la dette peut déstabiliser le système financier local, aussi qu'il ressort du modèle de Broner, Martin et Ventura (2010), qui prouve que les faibles dotations en capital ne permettaient pas à l'économie d'honorer sa dette étrangère dans un contexte d'ouverture financière, comme nous l'avons explicité dans le chapitre 2. A partir de tous ces éléments, on peut avancer que l'effet de la globalisation par l'endettement sur la croissance et la stabilité financière n'est pas net (statistiquement non significatif) car il dépend de la capacité de remboursement de la dette extérieure, que ce type de globalisation accroit directement, contrairement à la globalisation par l'investissement. Cette explication est appuyée par les conclusions de Broner et al. (2010), qui soutiennent que le remboursement de la dette étrangère, en libre circulation de capitaux, dépendra du ratio « épargne domestique sur dette externe ». La faiblesse de ce ratio est un signal de défaut de remboursement, qui peut freiner les entrées de capitaux et encourager leur fuite. Sur cette base, on peut supposer que le défaut (ou les difficultés) de remboursement de la dette extérieure peut anéantir l'effet positif de la globalisation par l'endettement sur le développement du système financier et sa stabilité, ainsi que sur l'accroissement de la richesse.

Tableau 5.2 Estimations de base : effets indirects

	Modèle2 (1)	**Modèle2 (2)**	**Modèle2 (3)**	**Modèle2 (4)**	**Modèle2 (5)**	**Modèle2 (6)**
L.GDPPC	-0.028**	-0.015	-0.018	-0.023**	-0.013	-0.025**
	(0.013)	(0.009)	(0.013)	(0.010)	(0.010)	(0.011)
INBANK	**-0.156*****	**-0.185****	**-0.145*****			
	(0.040)	(0.085)	(0.045)			
INLIQ				**-0.147*****	**-0.271*****	**-0.119*****
				(0.030)	(0.069)	(0.038)
TRADE	0.053***	0.031***	0.046***	0.045***	0.024**	0.045***
	(0.012)	(0.011)	(0.015)	(0.013)	(0.010)	(0.015)
EDU	0.016	0.008	0.010	0.015*	0.012*	0.014
	(0.012)	(0.008)	(0.011)	(0.008)	(0.006)	(0.009)
TERM	0.013	0.003	-0.006	0.002	0.011	0.004
	(0.019)	(0.017)	(0.019)	(0.011)	(0.011)	(0.017)
GOV	-0.033*	-0.028*	-0.019	-0.028**	-0.034**	-0.029*
	(0.017)	(0.015)	(0.021)	(0.013)	(0.015)	(0.015)
CRISIS	-0.024**	-0.031***	-0.032***	-0.030***	-0.031**	-0.032***
	(0.011)	(0.010)	(0.007)	(0.010)	(0.012)	(0.010)
OPGLG X INBANK	**0.776****					
	(0.309)					
INVOPGLG X INBANK		**0.508*****				
		(0.180)				
INBANK X OPDEBG			**0.435**			
			(0.354)			
OPGLG X INLIQ				**0.605****		
				(0.284)		
INVOPGLG X INLIQ					**0.630*****	
					(0.235)	
INLIQ X OPDEBG						**0.473**
						(0.310)
Constante	-0.042	0.025	-0.002	0.001	0.013	0.004
	(0.095)	(0.080)	(0.108)	(0.069)	(0.067)	(0.094)
Observations	277	277	277	279	279	279
Nombre de groupes	66	66	66	66	66	66
AR2 P-value	0.392	0.600	0.514	0.378	0.576	0.321
Hansen P-value	0.557	0.445	0.281	0.293	0.551	0.189
Instruments	17	41	41	49	41	41

Légende : Variable dépendante : GDPPCG/ Echantillon : 72 pays/ Période 1972-2011/ Estimations : GMM system. Les valeurs entre parenthèses sont les écarts-types des coefficients estimés des variables explicatives, dont la constante. Ils sont corrigés d'hétéroscédasticité à travers la méthode de White (1980). Les coefficients estimés sont : * significatifs au seuil d'erreur de 10%, ** significatifs au seuil d'erreur de 5 %, *** significatifs au seuil d'erreur de 1%. Le test de Hansen indique que les instruments utilisés sont valides (H0 : acceptée), avec des p-values largement supérieures au seuil de 10 %. Le test AR(2) indique l'absence d'autocorrélation entre les termes d'erreurs d'ordre 2, avec des p-values supérieures au seuil de 10 %. Source : calcul de l'auteur avec le logiciel Stata 12.

II.3 Tests de robustesse

Dans ce qui suit, nous soumettons nos estimations en *GMM system* des deux modèles (1) et (2) à une batterie de tests, afin de valider leur robustesse. Ces tests consistent en l'insertion de variables alternatives d'instabilité financière, le changement des variables de contrôle, la modification de la période de l'étude et la reprise des estimations avec l'insertion d'un indicateur de la part de la globalisation par l'endettement dans le PIB à la place de l'indicateur de globalisation par l'endettement OPDEBG (indicateur de base).

II.3.1 Variables d'instabilité financière alternatives

A partir des mêmes indicateurs du développement financier, à savoir LIQ et BANK, nous avons calculé deux autres indicateurs alternatifs de l'instabilité financière. Il s'agit de :

- INBANKR : indicateur d'instabilité financière. C'est la moyenne, calculée sur chaque période de cinq ans, des valeurs absolues des résidus de l'estimation de la tendance de long terme du ratio des actifs des banques commerciales sur la somme de ces actifs plus ceux de la banque centrale.
- INLIQR : indicateur d'instabilité financière. C'est la moyenne, calculée sur chaque période de cinq ans, des valeurs absolues des résidus de l'estimation de la tendance de long terme du ratio des engagements exigibles du système financier, au sens de M3, au PIB.

Ces deux indicateurs alternatifs d'instabilité financière sont calculés de la manière suivante :

$$V_2^x = \frac{1}{5}\sum_{t=1}^{5}|\varepsilon_t|$$

V_2^X est la mesure de de l'instabilité financière INBANK ou INLIQ.

ε_t est le résidu estimé de l'équation suivante :

$$x_t = a + bx_{t-1} + ct + \varepsilon_t$$

x est le ratio des actifs des banques commerciales sur la somme de ces actifs plus ceux de la banque centrale (BANK) ou le ratio des engagements exigibles du système financier, au sens de M3, au PIB (LIQ) tirées de la base de Beck et al. (2009), actualisée en avril 2013, *a*

est une constante et *t* la tendance temporelle. Cette équation est estimée séparément pour chaque pays de l'échantillon.

Tout comme pour les deux premiers indicateurs, cette deuxième méthode de calcul, basée sur les résidus, est aussi communément utilisée pour mesurer l'instabilité macroéconomique en général (Cariolle et Goujon (2015)).

Le tableau 5.5 des annexes présente les résultats des estimations faites sur le modèle (1) en introduisant les nouvelles variables alternatives d'instabilité financière INBANKR et INLIQR à la place des anciens indicateurs (INBANK et INLIQ). Il s'agit toujours des données relatives aux 72 pays en développement de notre échantillon sur la période 1972-2011.

Les chiffres du tableau mettent en évidence l'impact négatif et significatif aux seuils de 5% et 10% de l'instabilité financière, mesurée par les deux indicateurs alternatifs (INBANKR et INLIQR), sur l'accroissement du PIB réel par tête. L'indicateur de globalisation financière et celui de globalisation par l'investissement présentent des coefficients significativement positifs, ce qui confirme leur effet bénéfique sur la croissance économique. Pour l'indicateur de globalisation par l'endettement, il demeure non significatif. Ces résultats confirment dans une grande mesure ceux du tableau 5.1, ce qui atteste de la robustesse de nos estimations de base. Même les variables de contrôle gardent les mêmes signes et presque les mêmes significativités, avec des ordres de grandeur qui ne s'éloignent pas de ceux des estimations du tableau 5.1.

Les résultats du tableau 5.6 des annexes s'apparentent fortement à ceux du tableau 5.2 de nos estimations de base. En fait, le tableau 5.6 reprend les estimations du modèle (2) avec les nouvelles variables d'instabilité financière (INLIQR et BANKR) et de nouveaux termes d'interaction, qui lient ces nouvelles variables aux indicateurs de globalisation financière (INLIQR X OPGLG, INBANKR X OPGLG, INBANKR X INVOPGLG, INLIQR X INVOPGLG, INBANKR X OPDEBG et INLIQR X OPDEBG). Dans ce tableau, on peut voir les coefficients relatifs aux indicateurs d'instabilité financière avec un signe négatif. Aussi, ils sont significatifs aux seuils de 1% et de 5%. Les coefficients afférents aux termes d'interaction entre les variables d'instabilité financière et la globalisation financière, ainsi que la globalisation par l'investissement sont positifs et significatifs de signe positif (INLIQR X OPGLG, INBANKR X OPGLG, INBANKR X INVOPGLG et INLIQR X INVOPGLG), contrairement à l'interaction statistiquement non significative entre la globalisation par l'endettement et l'instabilité financière (INLIQR X OPDEBG et INBANKR X OPDEBG).

Par conséquent, les deux conclusions principales tirées de nos estimations de base du modèle (2) au niveau du tableau 5.2 sont confirmées ici. Il s'agit de l'impact indirect positif de la globalisation financière et de la globalisation par l'investissement, qui baisse l'effet nocif de l'instabilité financière sur la croissance du PIB réel par habitant, et la globalisation par l'endettement qui ne produit pas cet effet. Ajoutons aussi que les variables de contrôle, notamment la variable indicatrice des crises, restent, *grosso modo*, avec les mêmes signes et la même significativité que dans les estimations de base.

A la lumière des chiffres des tableaux 5.5 et 5.6 des annexes, il faut dire que le remplacement des indicateurs d'instabilité financière par d'autres variables n'a pas ébranlé la stabilité de nos estimations de base. Cependant, ces variables alternatives d'instabilité sont basées sur les mêmes indicateurs de développement financier que les variables principales. La différence se situe donc au niveau de leur calcul, comme indiqué ci-dessus. Qu'adviendra-t-il, alors, de nos estimations de base si on y insère des variables d'instabilité financière édifiées, à la fois, à partir d'une méthode de calcul différente et de nouveaux indicateurs de développement financier ?

Afin de répondre à cette question, nous considérons les deux indicateurs de développement financier (plus exactement de profondeur financière) suivants :

- DEV : dépôts du système financier (bancaires et autres institutions financières) sur le PIB.
- DEBA : dépôts bancaires sur le PIB.

Ensuite, nous calculons les deux indicateurs d'instabilité financière INDEV et INDEBA, tel que :

- INDEV : l'écart-type quinquennal du taux de croissance des dépôts du système financier sur le PIB.
- INDEBA : La racine carrée de la moyenne quinquennale des carrées des résidus de l'estimation de la tendance de long terme du ratio des dépôts bancaires sur le PIB.

Ces deux indicateurs alternatifs d'instabilité financière sont calculés de la manière suivante :

$$V_3^x = \sqrt{\sum_{t=1}^{5} \left(\frac{g_t^x - \overline{g^x}}{\overline{g^x}} \right)^2}$$

V_3^X est la mesure de de l'instabilité financière (INDEV).

g_t^x est le taux de croissance des dépôts du système financier sur le PIB (DEV), tirées de la base de Beck et al. (2009), actualisée en avril 2013.

$$V_4^x = \sqrt{\sum_{t=1}^{5} \frac{1}{5} {\varepsilon_t}^2}$$

V_4^X est la mesure de de l'instabilité financière INDEBA.

ε_t est le résidu estimé de l'équation suivante :

$$x_t = a + bx_{t-1} + ct + \varepsilon_t$$

x est le ratio des dépôts bancaires sur le PIB (DEBA), tirées de la base de Beck et al. (2009), actualisée en avril 2013, *a* est une constante et *t* est la tendance temporelle. Cette équation est estimée séparément pour chaque pays de l'échantillon.

Ces méthodes de calcul sont également utilisées pour mesurer l'instabilité macroéconomique en général (Cariolle et Goujon (2015)).

Rappelons qu'outre les méthodes des écarts-types, des écarts-moyens et des résidus, une troisième méthode de calcul de l'instabilité est préconisée par la littérature. Il s'agit de la décomposition d'une variable économique en composante cyclique, conjoncturelle (fluctuations de court terme) et une tendance de long terme. Cette décomposition est réalisée par des filtres statistiques (Hodrick et Prescott (1997) ; Baxter et King (1999)) et c'est l'écart-type de la composante cyclique qui a été le plus souvent utilisé pour indiquer l'instabilité (Hnatkovska et Loayza (2005) ; Afonso et Furceri (2010) ; Eggoh (2010)).

Nous n'utilisons pas cette méthode, car – outre ses limites que nous avons discutées ci-dessus – la perte d'observations qu'engage le calcul des filtres sanctionnera le petit nombre d'observations de notre panel, surtout que ce dernier est non cylindré.

Encore deux autres remarques doivent être soulignées concernant la construction de nos quatre indicateurs alternatifs d'instabilité financière :

D'une part, si nous n'avons pas basé nos indicateurs d'instabilité financière sur des mesures de développement du marché boursier comme proxy au développement financer, c'est en raison des caractéristiques économiques des pays de notre échantillon. En effet, travaillant

sur des pays en développement, non considérés comme émergents pour la plupart, nous assimilons le développement financier à un développement du système bancaire et de liquidité essentiellement, puisque, globalement, dans ces pays, la finance repose plus sur l'intermédiation bancaire que sur le marché boursier, qui reste très peu développé.

D'autre part, si nos indicateurs d'instabilité financière sont calculés à partir de moyennes ou écarts-types quinquennaux et non pas à partir de fréquences plus courtes dans le temps, c'est que nous nous intéressons à l'instabilité financière en tant que fluctuations durables du développement financier, donc de long terme. Cela justifie, aussi, l'alignement de l'instabilité financière avec deux phénomènes de long terme qui sont la croissance économique et la globalisation financière dans nos modèles (1) et (2).

Les chiffres des tableaux 5.5 bis et 5.6 bis des annexes relatifs à l'insertion du deuxième couple des variables d'instabilité : l'instabilité des dépôts du système financier (INDEV) et l'instabilité des dépôts du système bancaire (INDEBA), dans nos deux modèles (1) et (2) confirment aussi nos résultats de base des tableaux 5.1 et 5.2. Les coefficients associés à ces variables et aux variables de globalisation financière et de globalisation par l'investissement, ainsi que leurs termes d'interactions sont tous significatifs et positifs à des seuils d'erreurs au moins inférieurs à 10%, à l'opposé de l'indicateur de globalisation par l'endettement et son interaction avec les indicateurs d'instabilité financière, qui demeurent statistiquement non significatifs.

II.3.2 Changement de variables de contrôle

Dans les tableaux 5.7 et 5.8 des annexes, nous avons gardé la même spécification de base de nos deux modèles (1) et (2) et nous y avons ajouté deux nouvelles variables de contrôle : une variable d'instabilité des prix (INF) – après avoir supprimé la variable CRISIS – puis une variable institutionnelle (POL), à savoir l'indicateur des droits politiques de *Freedom House*. Cet indicateur est susceptible d'altérer le pouvoir explicatif de nos variables de globalisation financière et des termes d'interaction. En effet, selon Eichengreen et al. (2011), l'ouverture financière développe non seulement le système financier mais aussi la qualité des institutions. En conséquence, en reprenant nos estimations principales, après le contrôle de la variable institutionnelle POL, avec les autres variables de contrôle, nous risquons de déboucher sur une baisse, voire un anéantissement de la significativité des coefficients des indicateurs de globalisation financière. Pareil pour la variable INF, qui est un indicateur d'instabilité macroéconomique (instabilité des prix) et qui risque, en conséquence, d'altérer la significativité des variables d'instabilité financière et leurs termes d'interaction avec les indicateurs de

globalisation financière. Or, les tableaux 5.7 et 5.8 des annexes mettent en évidence que, l'ajout de la variable INF, dont les coefficients sont significativement négatifs, ainsi que la variable POL – qui au contraire ne semble pas expliquer la croissance – laisse nos variables d'intérêt et les termes d'interaction significatifs, avec des signes qui confortent nos conclusions de base, au niveau de toutes les régressions.

II.3.3 Changement de période d'estimation

Afin de voir si nos résultats restent valables sur d'autres horizons temporels, nous réestimons nos deux modèles de base (1) et (2) sur les deux sous-périodes suivantes : 1972-2001 et 1972-2006.

Dans un premier temps, nous n'avons considéré que la sous-période 1972-2006 dans nos estimations. En effet, la sous-période 2008-2011 correspond à une chute exceptionnelle des échanges transfrontaliers des flux financiers (IMF (2012)), à cause de l'avènement de la crise financière internationale en 2008, d'où la possibilité de la présence de valeurs aberrantes parmi nos données sur cette sous-période.

Dans un deuxième temps, nous avons supprimé les deux sous-périodes : 2002-2006 et 2007-2011. Ces deux sous-périodes présentent deux mouvements antinomiques, de hausse et de baisse, atypiques du phénomène de globalisation financière, étant donné qu'entre 2002 et 2006 ce processus a connu son apogée mondialement (IMF (2012)), si bien qu'il a débouché sur la crise financière internationale en 2008. Il nous a paru donc intéressant de tester la robustesse de nos estimations de base après la suppression de ces horizons temporels.

A partir des tableaux 5.9, 5.10 et 5.11 et 5.12 des annexes qui mettent en évidence respectivement les résultats des estimations relatives à nos spécifications de base des modèles (1) et (2) sur les sous-périodes : 1972-2001 et 1972-2006, force est d'attester de la stabilité de nos conclusions dans le temps, en vertu des signes et de la significativité des paramètres rattachés aux variables de globalisation financière, d'instabilité financière et des termes d'interaction.

II.3.4 L'insertion de l'indicateur de la part de la globalisation par l'endettement dans le PIB

En somme, tous les tests de robustesse antérieurs confirment les résultats de base des tableaux 5.1 et 5.2, afférents aux régressions des modèles (1) et (2). Rappelons que ces résultats laissent apparaitre :

- la significativité statistique des indicateurs d'instabilité financière et de leur impact négatif sur l'accroissement du revenu ;

- la significativité statistique de l'indicateur de globalisation financière et de globalisation par l'investissement et leurs impacts positifs sur l'accroissement du revenu ;
- et la significativité statistique ainsi que la positivité des termes d'interaction entre les globalisations, financière et par l'investissement, et les indicateurs d'instabilité financière, ce qui indique que ces deux globalisations accroissent le PIB par habitant indirectement en diminuant l'effet négatif de l'instabilité sur ce dernier. Seul l'indicateur de globalisation par l'endettement et son interaction avec l'instabilité financière s'avèrent non statistiquement significatifs, non seulement dans les résultats de base, mais aussi au niveau des tests de robustesse.

Rappelons que nous avons expliqué ce dernier résultat par les deux éléments suivants :

Premièrement, les effets négatifs de la globalisation par l'endettement en termes de problèmes d'agence : anti-sélection et aléa moral (McKinnon et Pill (1996 ; 1998)), de renversement soudain et déstabilisateur des entrées de flux de dettes (Wei (2006)), de risques et de crises (Rodrik et Velasco (1999) ; Eichengreen et al. (2003) ; Berg et al. (2005)), qui anéantiraient significativement ses effets positifs directs et indirects sur la croissance.

Deuxièmement, le rôle que la globalisation par l'endettement peut jouer dans l'accroissement de la dette extérieure et ses coûts, dans la mesure où avec l'entrée des flux de dette, la globalisation par l'endettement peut avoir des effets économiques positifs, toutefois, ces derniers diminuent ou disparaissent avec le remboursement (le défaut de remboursement ou le rééchelonnement) de la dette extérieure. Ceci est confirmé dans le modèle théorique d'Obstfeld (1998a), qui prouve qu'avec les entrées des flux de dettes étrangères, sur le court terme, il y a une hausse immédiate de la consommation. Ainsi, force est de conclure, à l'instar de Broner et al. (2010), qu'il est possible que la réalisation des avantages de la globalisation par l'endettement soit dépendante de la viabilité de la dette extérieure du pays financièrement ouvert.

A l'égard de ces conclusions, nous avons repris toutes nos estimations de base et les tests de robustesse afférents aux modèles (1) et (2) en remplaçant OPDEBG, à savoir l'indicateur de globalisation par l'endettement, par l'indicateur de l'accroissement de la part de la globalisation par l'endettement dans le PIB (OPENDEB). En plus de détails, OPENDEB est le taux de croissance logarithmique de la somme des stocks bruts des avoirs et des engagements extérieurs en dettes rapportée au PIB. Le but de ce changement est de tirer plus de conclusions sur les effets directs et indirects de la globalisation par l'endettement, dont le coefficient s'est révélé non significatif.

Il faut dire d'abord que nous ne considérons pas la nouvelle variable OPENDEB comme un indicateur de globalisation financière, bien qu'elle soit utilisée en tant que tel dans d'autres études[75]. Comme sa construction le montre, OPENDEB renseigne sur l'évolution du poids de la globalisation par l'endettement dans le produit de l'économie réelle. Ainsi, elle peut être considérée comme un indicateur de financiarisation, phénomène qui fait partie de la globalisation financière, mais ne la résume pas dans son essentiel[76]. Ajoutons que cet indicateur est analogue, de par sa construction, au taux d'endettement extérieur en macroéconomie (dette extérieure actualisée/PIB), qui informe principalement sur la viabilité de l'endettement extérieur dans une économie (FMI (2016)). Sur cette base, il semble pertinent de voir dans la variable OPENDEB un indicateur de « la viabilité de la globalisation par l'endettement », plutôt qu'une mesure de la globalisation par l'endettement elle-même. Sous ces rapports, et en prenant en considération les conclusions de Broner et al. (2010), ainsi qu'Obstfeld (1998a), nous formulons l'hypothèse suivante : plus la valeur de la variable OPENDEB est élevée plus le poids de la globalisation par l'endettement augmente par rapport au produit de l'économie réelle et plus le pays ouvert aura des difficultés à honorer ses engagements extérieurs, ce qui finit par accroitre (diminuer) les effets négatifs (positifs), direct et indirect, de la globalisation par l'endettement sur la croissance.

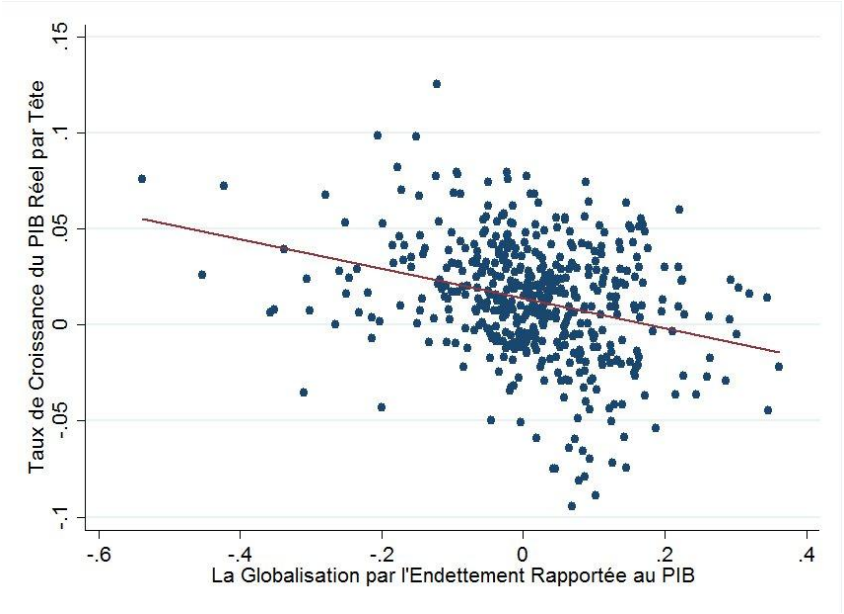
Avant d'interpréter les tableaux 5.13, 5.13 bis et 5.14 des annexes, dans lesquels nous avons repris toutes nos estimations de base et les tests de robustesse y afférant – l'insertion de variables alternatives d'instabilité financière (INBANKR, INLIQR, INDEV et INDEBA), l'ajout des variables INF et POL avec la suppression de la variable CRISIS, ainsi que la considération de deux nouvelles périodes d'étude (1972-2001 et 1972-2006) – en remplaçant OPDEBG par OPENDEB, nous commençons par l'analyse de la droite de régression des nuages de points, relative aux observations de la part de la globalisation par l'endettement dans le PIB et la croissance économique.

Il ressort de la figure 5.1 (ci-dessous) descriptive de la relation entre la part de la globalisation par l'endettement dans le PIB et le taux de croissance, une droite décroissante qui témoigne d'un impact négatif, probable, de la variable OPENDEB sur la croissance économique. Cela veut dire que l'augmentation de la part de la globalisation par l'endettement dans le PIB desservirait l'accroissement de la richesse. Cette conclusion issue de l'analyse graphique est confirmée par les régressions des tableaux 5.13, 5.13 bis et 5.14 des annexes.

[75] Pour plus de détails sur les mesures de globalisation financière, voir le chapitre 2.
[76] Pour plus de détails sur la définition de la globalisation financière, voir le chapitre 2.

Figure 5.1 Part de la globalisation par l'endettement dans le PIB et croissance économique

72 pays en développement sur la période 1972-2011 (données quinquennales)



Source : Figure faite par l'auteur.

Les tableaux 5.13 et 5.13 bis des annexes présentent les résultats des estimations, en *GMM system* en deux étapes, effectuées sur les modèles (1) et (2), après l'insertion de la variable OPENDEB, pour notre échantillon de 72 pays en développement sur la période 1972-2011. Ces estimations reprennent nos régressions de base, ainsi que les tests de robustesse relatifs au changement des variables d'instabilité financière et à la modification des variables de contrôle.

Globalement, au niveau de ces deux tableaux, les indicateurs d'instabilité financière sont de coefficients négatifs et significatifs, tout comme la variable OPENDEB et ses interactions avec ces indicateurs. Il s'ensuit que :

- l'instabilité financière abaisse la croissance économique ;
- plus la part de la globalisation par l'endettement dans le PIB augmente plus elle diminue directement la croissance économique ;
- et, plus la part de la globalisation par l'endettement dans le PIB augmente plus elle baisse indirectement la croissance économique, et ce en augmentant l'effet négatif de l'instabilité financière sur cette dernière.

Ces deux derniers résultats peuvent être expliqués par le mécanisme suivant : plus la part de la globalisation par l'endettement dans le PIB augmente plus le poids de la dette extérieure dans l'économie réelle risque de s'accroitre et plus le pays ouvert aura des difficultés à

honorer ses engagements extérieurs, ce qui finit par accroitre les effets négatifs, direct et indirect, de la globalisation par l'endettement sur la croissance (hausse du coût de la dette extérieure, crise de la dette, renversement soudain et déstabilisateur des entrées de flux de dettes, hausse du risque de défaut, …).

En définitive, six réponses peuvent être formulées en réponse aux six hypothèses posées au début de cette étude empirique :

Premièrement, l'instabilité financière, en tant que fluctuation du développement financier, a un effet négatif sur la croissance économique sur le long terme, outre celui des crises, ce qui la distingue de ces dernières.

Deuxièmement, la globalisation financière a un effet positif direct sur la croissance économique dans un contexte d'instabilité financière. Cet effet provient plutôt de la globalisation par l'investissement que de la globalisation par l'endettement.

Troisièmement, la globalisation par l'investissement a un effet positif direct sur la croissance économique dans un contexte d'instabilité financière, tandis que la globalisation par l'endettement ne produit pas cet effet.

Quatrièmement, la globalisation financière a un effet positif indirect sur la croissance économique, et ce, en abaissant l'effet négatif de l'instabilité financière sur cette dernière.

Cinquièmement, l'abaissement de l'effet négatif de l'instabilité financière sur la croissance économique fait partie des avantages collatéraux (effet positif indirect) de la globalisation par l'investissement, tandis que la globalisation par l'endettement ne produit pas cet avantage.

Sixièmement, plus la part de la globalisation par l'endettement dans le PIB augmente, plus elle baisse la croissance directement et indirectement, en augmentant l'effet nocif de l'instabilité financière.

Conclusion

L'instabilité financière ne se résume pas aux crises financières et peut représenter des fluctuations normales répétitives et durables du développement financier, de hausse comme de baisse, qui sont endogènes au système et dont les effets se propagent sur le long terme.

En tant que fluctuation du développement financier, l'instabilité financière peut être captée à partir de la dispersion d'une variable de développement financier autour de sa moyenne. Sous cet angle de vue, l'écart-type et l'écart-moyen absolu sont les méthodes à re-

commander pour la mesurer. De plus, puisque les fluctuations du développement financier peuvent représenter également la dispersion d'une variable de développement financier autour, non pas que de sa moyenne, mais aussi d'une tendance, mesurer l'instabilité financière peut se faire à partir de l'écart-type du résidu d'une variable de développement financier, régressée sur sa valeur retardée d'une période, une tendance et une constante.

Ces deux résultats répondent aux trois premières questions posées dans ce chapitre, à savoir :

Qu'est-ce que l'instabilité financière, quels sont ses mécanismes et comment la mesurer ?

Ensuite, toujours dans le cadre de ce chapitre, il a été question de présenter la littérature relative aux effets de l'instabilité financière sur la croissance et ses déterminants, ensuite ses réactions à la globalisation financière.

A notre connaissance, il n'y a que trois articles publiés qui ont traité de l'impact de l'instabilité financière – au sens des fluctuations du développement financier – sur la croissance, à savoir Guillaumont et Kpodar (2006), Loayza et Rancière (2006) et Eggoh (2010). Les trois études s'accordent sur, d'une part, l'effet défavorable de l'instabilité financière sur la croissance et d'autre part, l'érosion de cet effet sur le long terme, où il ne reste que l'impact positif du développement financier. L'introduction d'une variable de développement financier et d'une variable d'instabilité financière, simultanément, est l'un des principaux reproches que l'on peut formuler à l'encontre de ces études. En fait, la variable de développement financier risque d'absorber l'effet de la variable d'instabilité financière et biaiser, ainsi, la réalité de la nature de son impact sur la croissance économique sur le long terme.

En outre, d'après notre revue de la littérature, il est apparu que, si l'instabilité financière impacte négativement la croissance, c'est parce qu'elle risque de détériorer l'investissement quantitativement et qualitativement, puisque que ce dernier dépend des conditions de son financement, d'augmenter la volatilité de la production, ce qui est néfaste à sa croissance et d'engendrer des crises financières, étant donné que celles-ci peuvent être perçues comme des résultantes d'une instabilité financière poussée à son acmé.

Par ailleurs, en ce qui concerne la relation entre la globalisation financière et l'instabilité financière, la littérature est partagée. Certains travaux soutiennent que la globalisation déstabilise le système financier domestique alors que d'autres affirment qu'elle le stabilise.

La deuxième partie du chapitre a été consacrée à l'étude des impacts de la globalisation financière – dans ses deux catégories : la globalisation par l'investissement et la globalisation par l'endettement – ainsi que de l'instabilité financière, séparément puis en interaction, sur la

croissance. Elle a été menée pour un échantillon homogène de 72 pays en développement sur la période 1972-2011 et sur deux modèles en panel dynamique qui tentent de capter, respectivement, les effets directs de la globalisation et l'instabilité financières, d'une part, et l'effet marginal de l'instabilité financière *via* la globalisation financière, d'autre part, sur la croissance. Les estimations ont été effectuées par la Méthode des Moments Généralisés en système (*GMM system*) en deux étapes et se sont avérées robustes à une panoplie de tests de sensibilité. Ces tests consistent en l'insertion de variables alternatives d'instabilité financière, le changement des variables de contrôle, la modification de la période de l'étude et la reprise des estimations avec l'insertion d'un indicateur de la part de la globalisation par l'endettement dans le PIB à la place de l'indicateur de base de globalisation par l'endettement. L'étude a révélé six résultats principaux :

Premièrement, l'instabilité financière, en tant que fluctuation du développement financier, a un effet négatif sur la croissance économique sur le long terme, outre celui des crises, ce qui la distingue de ces dernières.

Deuxièmement, la globalisation financière a un effet positif direct sur la croissance économique dans un contexte d'instabilité financière. Cet effet provient plutôt de la globalisation par l'investissement que de la globalisation par l'endettement.

Troisièmement, la globalisation par l'investissement a un effet positif direct sur la croissance économique dans un contexte d'instabilité financière, tandis que la globalisation par l'endettement ne produit pas cet effet.

Quatrièmement, la globalisation financière a un effet positif indirect sur la croissance économique et ce en abaissant l'effet négatif de l'instabilité financière sur cette dernière.

Cinquièmement, l'abaissement de l'effet négatif de l'instabilité financière sur la croissance économique fait partie des avantages collatéraux (effet positif indirect) de la globalisation par l'investissement, tandis que la globalisation par l'endettement ne produit pas cet avantage.

Sixièmement, plus la part de la globalisation par l'endettement dans le PIB augmente, plus elle baisse la croissance directement et indirectement, en augmentant l'effet nocif de l'instabilité financière.

Les implications en matière de politique économique qu'on peut tirer de ces résultats suggèrent que le développement financier doit être le plus régulier que possible sur le long terme dans les pays en développement les moins avancés, car son instabilité est clairement défavorable à leur croissance économique. Sous ce rapport, l'adhésion à la globalisation fi-

nancière semble être un choix opportun pour ces pays, dans la mesure où elle diminue les répercussions négatives de l'instabilité financière, ce qui donne raison aux nouvelles thèses de la globalisation financière. Rappelons[77] que selon ces thèses la stabilisation du système financier domestique est l'un des avantages collatéraux de l'ouverture financière. Ceci dit, il est plus souhaitable que cette ouverture se fasse par l'investissement que par l'endettement. En effet, lorsque la globalisation par l'endettement n'est pas contrôlée, elle risque de déboucher sur une situation de surendettement, de décroitre le produit intérieur et d'augmenter l'impact négatif de l'instabilité financière sur la croissance, au lieu de l'amortir. Par conséquent, les pays en développement les moins avancés ont intérêt à instaurer une régulation rigoureuse de leur processus d'ouverture financière, qui doit s'effectuer dans de bonnes conditions économiques et institutionnelles, notamment une bonne capacité de remboursement de la dette et des instances de surveillance efficaces. Ce faisant, les décideurs politiques garantissent que l'instabilité financière, endogène à tout système financier capitaliste comme le souligne Minsky (1957), ne pourra pas émousser les gains tirés de la globalisation financière.

Après avoir analysé le triplé « globalisation financière, instabilité financière et croissance économique » dans ce chapitre, il nous reste à étudier l'existence potentielle d'un deuxième désavantage collatéral de la globalisation financière, relatif à l'instabilité monétaire. Ce travail sera effectué dans le dernier chapitre.

[77] Pour plus de détails, voir les chapitres 2 et 3.

Chapitre 6 : Globalisation financière, instabilité monétaire et croissance économique

Introduction

Avec la fin du système de *Bretton Woods* et l'avènement de l'ère nouvelle de la globalisation financière[78], l'architecture financière internationale a semblé rompre avec l'universalité de la fixité des taux de change. Les Etats-Unis, locomotive de l'économie mondiale, étaient pionniers dans cette démarche. Déjà, sous la présidence de Richard Nixon, la suppression de la convertibilité du dollar en or, ainsi que son flottement ont été adoptés le 15 août 1971 et le Japon ne tardera pas à s'aligner sur la politique américaine en 1973 avec le flottement du yen (Hutchison et Walsh (1992)). De l'autre côté de la planète, l'Allemagne, la Belgique, la France, l'Italie, le Luxembourg et les Pays-Bas ont opté pour une harmonisation des politiques monétaires. Ces politiques ont mené à la monnaie unique en 1999, après des périodes de crises de change désastreuses durant les années 1992-1993 et 1995. En ce qui concerne les pays en développement, plusieurs d'entre eux, notamment ceux qu'on qualifia « d'émergents », ont rattaché leurs monnaies au dollar dans un premier temps. Ensuite, à la veille des crises monétaires qui ont émaillé leur croissance (crise mexicaine (1994), crise asiatique (1997-1998), crises brésilienne et russe (1998), crise turque (2000-2001), crise argentine (1998-2002),…), ils ont rapidement migré vers des régimes de change plus flexibles, ce qui n'a pas manqué de déstabiliser leurs économies (Gilles et al. (2010)).

Face à cette mosaïque de politiques extérieures internationales, la question du choix du régime de change optimal dans un contexte d'ouverture financière s'est posée avec insistance dans le rang des économistes. Les travaux théoriques de Mundell (1961 et 1963), Fleming (1962) et Dornbusch (1976) ont été précurseur en la matière. Empiriquement, la question a été abordée en grande partie par des travaux qui ont étudié le lien entre la croissance économique et des indicateurs de régime de change *de jure*. Ces indicateurs reflètent les déclarations officielles des autorités nationales en termes de politiques de change. Or, les annonces, bien qu'officielles, ne correspondaient pas toujours à la réalité des fluctuations des taux de change nominaux dans plusieurs pays d'après Calvo et Reinhart (2002) et Levy-Yeyati et Sturzenegger (2005). A titre d'exemple, par peur de l'entrée des flux spéculatifs, des gouvernements peuvent déclarer la fixité de leur régime de change, alors qu'en réalité ils modifient si fré-

[78] Pour plus de détails sur la genèse de la globalisation financière, voir le chapitre 1.

quemment la parité de leur monnaie qu'ils appliquent dans les faits des régimes plus proches du flottement.

Sous ce rapport, il est plus judicieux de s'intéresser directement et quantitativement aux fluctuations du taux de change nominal dans le temps pour examiner leurs répercussions sur les performances économiques, notamment la croissance. Pour cela, un nouveau courant de la littérature utilise des indicateurs de régime de change *de facto*, qui se basent sur les mouvements observés de la parité des monnaies nationales et non sur les déclarations officielles des gouvernements. Toutefois, malgré ce mouvement en vogue, selon Arratibel, Furceri, Martin et Zdzienicka (2011), la littérature empirique portant spécifiquement sur l'impact de l'instabilité du taux de change nominal, que nous convenons de dénommer « instabilité monétaire[79] », est relativement rare.

Par ailleurs, outre les études qui se sont focalisées sur les répercussions des fluctuations du taux de change, en l'occurrence sur la croissance, de nombreux travaux ont trouvé un lien entre ces fluctuations et la globalisation financière, et ce, depuis les travaux de Mundell (1961).

En somme, en croisant ces deux littératures – « fluctuations du taux de change-croissance » et « globalisation financière-fluctuations du taux de change » – il devient intéressant de voir si la globalisation financière pourrait agir indirectement sur la croissance, en amplifiant l'effet des fluctuations du taux de change sur cette dernière. En effet, si l'ouverture financière affecte les variations du taux de change nominal, il est fort probable qu'elle influence leurs implications sur la croissance économique.

D'autre part, en étudiant théoriquement et empiriquement l'effet de la volatilité du taux de change sur la croissance *via* son impact sur le développement financier, Aghion, Bacchetta, Ranciere et Rogoff (2009) démontrent que la volatilité du taux de change affecte négativement la croissance économique sur le long terme dans les pays où le système financier est sous-développé. En partant de cette conclusion et sachant que le développement financier est considéré comme l'un des avantages collatéraux (*spillover effects*) de la globalisation financière (Prasad, Rogoff, Wei et Kose (2003); Kose, Prasad, Rogoff, Wei (2006)), une question mérite d'être posée eu égard aux résultats des deux littératures évoquées ci-dessus :

Est-ce que la globalisation financière augmente (ou diminue) la croissance en amplifiant (ou en amoindrissant) l'effet négatif (ou positif) de l'instabilité du taux de change nominal sur cette dernière ?

[79] Nous définirons ce que nous entendons exactement par le terme « instabilité monétaire » plus loin dans le chapitre.

Dans ce dernier chapitre, on apportera des éléments de réponse à cette question à travers une étude menée sur un échantillon de pays en développement les moins avancés, ainsi qu'une revue des travaux antérieurs sur les deux relations, « instabilité monétaire et croissance » et « globalisation financière et instabilité monétaire », afin de définir le cadre théorique de notre examen empirique.

I. Globalisation financière, instabilité monétaire et croissance économique : une revue de la littérature

Comme indiqué plus haut, avant de passer à notre étude empirique, nous analyserons une partie de la littérature portant sur les effets des fluctuations des taux de change[80] sur la croissance et de celle relative aux impacts de la globalisation financière sur ces fluctuations.

I.1 Instabilité monétaire et croissance : une revue de la littérature

La question afférente à la nature des répercussions des fluctuations[81] du taux de change sur la croissance économique est traitée dans la littérature relative aux effets réels des régimes de change.

Selon Lahrèche-Révil (1999) et Aloui et Sassi (2005), d'un point de vue théorique, les effets directs du régime de change sur l'accroissement du revenu à long terme sont rarement prouvés. Ces effets passent indirectement par deux principaux canaux de transmission à l'égard desquels la croissance est plus sensible. Il s'agit de l'investissement (Aizenman (1994) ; Campa et Goldberg (1999)) et de l'ouverture commerciale (Franke (1991) ; Rose (2000) ; Frankel et Rose (2002)).

[80] Nous parlons des taux de change au pluriel, puisque notre revue de la littérature ne se focalisera pas que sur le taux de change nominal (TCN). Elle prendra aussi en compte les analyses relatives aux fluctuations du taux de change réel (TCR). Cela est dû au fait que plusieurs chercheurs ont pris en considération le TCN et le TCR dans la même étude (Hooper et Kohlhagen (1978), Bosworth, Collins et Chen (1996) ; Grosby (2004)) et que les fluctuations du TCR peuvent expliquer celles du taux de change nominal et vice-versa, étant donné la relation entre les deux taux Liang (1998)).

[81] A ce niveau du chapitre, nous ne distinguons pas encore entre la volatilité, la variabilité et l'instabilité du taux de change. Ce travail sera effectué en détail au niveau de la dernière section du chapitre, lorsque nous expliquerons ce que nous entendons par l'appellation « instabilité monétaire ». Pour l'instant, nous regroupons ces phénomènes (instabilité, volatilité, …) dans le concept de fluctuations des taux de change. Ces fluctuations peuvent être des mouvements d'appréciation, de dépréciation, de dévaluation ou/et de réévaluation. Notons par ailleurs qu'on parle d'appréciation et de dépréciation de la monnaie dans des régimes de change flexibles. Par contre, dans des régimes de change fixe, la monnaie peut être dévaluée ou réévaluée par les autorités compétentes.

D'un point de vue empirique, Calvo et Reinhart (2002) associent l'absence de consensus sur les effets directs des régimes de change sur la croissance à un biais dans la construction des indicateurs de ces régimes. L'origine de ce biais serait l'écart entre le régime de change déclaré par les autorités (mesures *de jure*) et la réalité des cours de change de la monnaie nationale[82] sur le marché.

En prenant en considération l'explication de Calvo et Reinhart (2002), une étude fondée sur les effets des fluctuations quantitatives du taux de change sur la croissance et ses déterminants serait plus pertinente qu'une analyse basée sur une classification *de jure*. Ceci permet, entre autres, un meilleur choix du régime de change appliqué en politique économique extérieure.

Dans ce qui suit, nous examinerons les travaux théoriques puis empiriques qui ont examiné l'impact de la fluctuation du taux de change sur la croissance économique.

I.1.1 Fluctuations des taux de change et croissance : une revue de la littérature théorique

Théoriquement, les défenseurs des régimes de change fixes soutiennent que la stabilité du taux de change nominal (TCN) promeut l'accroissement du revenu. Par contre, les défenseurs des régimes de change flexibles avancent, généralement, que les fluctuations du taux de change sont indispensables pour l'absorption des chocs réels et monétaires et c'est pour cette raison qu'elles sont bénéfiques à la croissance.

I.1.1.1 Fluctuations des taux de change et croissance : les effets négatifs

Pourquoi les fluctuations du taux de change affecteraient négativement la croissance économique ?

L'une des réponses à cette question est que la volatilité du taux de change est associée à une incertitude accrue, qui risque de causer une instabilité macroéconomique et d'affecter négativement le commerce extérieur, en augmentant les coûts de transaction (Rose (2000) ; Frankel et Rose (2002)). L'incertitude nuit aussi à la transparence des prix et à l'efficience des mécanismes de leur ajustement (De Grauwe (2005)). Réciproquement, un taux de change stable, qui abaisse les coûts de transaction et favorise la transparence de la formation des prix,

[82] La question des régimes de change et leurs classifications n'est pas centrale dans ce chapitre. Elle nous permet d'introduire la question principale que nous essayons d'aborder, à savoir l'impact de l'instabilité du taux de change nominal sur la croissance dans un contexte de globalisation financière. Pour plus de détails sur les régimes de change et leurs classifications, voir Reinhart et Rogoff (2004), Levy-Yeyati, Sturzenegger et Regio (2002), Levy-Yeyati et Sturzenegger (2003a) et Frankel (2003).

améliore l'efficience de l'allocation de l'épargne sur les marchés des capitaux (McKinnon (1963)). La stabilité du TCN diminue aussi la prime de risque et le taux d'intérêt (Dornbusch (2001)).

Aizenman (1994) soutient qu'une monnaie peu volatile est un stimulus à l'investissement. En effet, cette stabilité réduit les aléas liés aux changements des politiques économiques extérieures. De même, selon Eichengreen (1998), la stabilité du taux de change permet une meilleure absorption des chocs nominaux dans un contexte de libre circulation du capital, grâce à l'effet disciplinaire qu'elle produit sur les politiques économiques domestiques. Aizenman et Hausmann (2000) stipulent que la stabilité du taux de change nominal est à préconiser dans les systèmes financiers peu développés. D'après eux, avec un faible niveau de gestion de risque et face à une forte fluctuation de la monnaie, une crise financière peut survenir, mettant en péril la croissance. C'est ainsi qu'une faible fluctuation du TCN peut jouer le rôle de catalyseur de la croissance économique, du moins théoriquement.

S'agissant des effets indirects négatifs de l'instabilité du taux de change, l'étude de Hooper et Kohlhagen (1978) est parmi les premières à les avoir traités. Plus précisément, les auteurs se sont intéressés aux répercussions de la volatilité du TCN et du taux de change réel sur le commerce international et, par là, sur la croissance économique. La principale conclusion issue du modèle théorique montre que l'instabilité du taux de change nominal augmente le risque lié aux opérations d' « import-export ». En fait, dans le cadre de telles opérations, les contacts sont généralement conclus avant le payement. Cependant, ce dernier est effectué après réception future de la marchandise, dont la valeur dépend du taux de change nominal courant. En conséquence, si les agents, averses au risque par hypothèse dans ce modèle, n'arrivent pas à prévoir la valeur des payements à cause de l'instabilité du TCN, ils seront incertains quant au gain tiré de l'échange. Ceci réduira le volume du commerce extérieur, surtout si les marchés à terme sur lesquels le risque de change est couvert sont inaccessibles à tous les commerçants. De plus, même si la couverture du risque est possible pour tous les intervenants, elle engage une charge supplémentaire, qui alourdit les coûts de transaction et bride les échanges.

Comme nous l'avons souligné, le modèle de Hooper et Kohlhagen (1978) repose sur l'hypothèse de l'aversion au risque des agents économiques. Pour cette raison, les fluctuations du taux de change sont perçues comme un signal de risque sur les prix relatifs et défavorisent, en conséquence, le commerce et la production. Ce raisonnement peut être dépassé si l'on suppose qu'une couverture contre le risque est possible. En fait, l'efficacité des techniques financières de gestion de risque est une « contre-hypothèse » qui peut nuancer la thèse de l'impact

négatif de la volatilité de la monnaie sur le commerce (De Grauwe (1992)). Dans ce sens, Viaene et De Vries (1992) ont modélisé une économie avec un marché à terme et une autre sans marché à terme. Ils ont démontré que l'instabilité du taux de change affecte négativement le commerce dans la deuxième économie, mais pas dans la première.

Mais, en prenant une position critique à l'égard de cet argument, Medhora (1990) et Dellas et Zilberfarb (1993) avancent que les marchés de change à terme ne peuvent pas éliminer totalement le risque lié à l'instabilité du taux de change pour au moins deux raisons :

Premièrement, le risque relatif à certaines devises non convertibles n'est pas couvert par le marché.

Deuxièmement, la couverture du risque est partielle et approximative par nature, puisqu'elle se base sur un calcul anticipatif qui ne peut pas tenir compte de tous les aléas du marché.

Il est également à souligner que la couverture contre le risque de change engage un coût supplémentaire qui s'ajoute aux coûts de transaction.

Tous ces éléments font des marchés de change à terme des marchés à la fois incomplets et coûteux et ils le sont davantage dans les pays caractérisés par un système financier peu développé. A cet égard, l'impact de la volatilité du taux de change nominal sur le commerce et la croissance demeure négatif, même en présence d'une couverture du risque.

En outre, à cause de l'incertitude qu'elle génère la volatilité du taux de change pourrait aussi freiner l'investissement, moteur de la croissance économique.

Belke et Gros (2001) ont démontré cette relation à travers un modèle théorique où les agents sont neutres face au risque. Ils ont mis en évidence une corrélation entre la valeur de la stratégie d'attente (temps passé avant d'investir) et la perception de l'incertitude du rendement de l'investissement, qui provient de la volatilité du taux de change. D'après cette corrélation, l'instabilité du taux de change augmente le coût d'opportunité d'un investissement immédiat et accroit la valeur de la stratégie attentiste. Cela veut dire que les fluctuations du taux de change rentabilisent le temps d'attente avant d'investir et retardent donc la formation brute du capital.

Selon Grüner et Hefeker (1995), l'incertitude, qui provient de la volatilité du taux de change se transforme en une fluctuation des prix, qui entraine à son tour une variabilité des profits des entreprises commerciales, ce qui entrave l'expansion de l'investissement, le commerce et la production.

A travers un modèle théorique d'investissement en situation d'incertitude, Guérin et Lahrèche-Révil (2001) ont prouvé que c'est parce que l'instabilité du taux de change nominal est

un synonyme d'incertitude sur la demande qu'elle risque d'être contreproductive à l'égard de la formation du capital et la croissance économique. D'après ces auteurs, l'investissement est pénalisé par la baisse des marges de profit des entreprises dans un contexte d'incertitude et d'ouverture commerciale. Des conclusions proches de celles-ci ont été tirées par MacDonald (2002).

Dans un autre article publié en 1999, Lahrèche-Révil évoque le principe du « *dumping* monétaire » comme l'une des formes des fluctuations du taux de change nominal. Il s'agit, en fait, des politiques de dévaluations entretenues pour garder la monnaie nationale à un niveau sous-évaluée, afin d'augmenter la compétitivité-prix à l'exportation. D'après Lahrèche-Révil (1999), en plus de nuire à ses partenaires commerciaux, le pays qui pratique cette politique risque une crise de change dont les répercussions négatives sur la croissance peuvent dépasser les gains issus du surplus d'exportation. Pour l'auteur, la crise des pays asiatiques de 1997 est une preuve empirique de ce scénario.

En outre, si en tant qu'expression de la fluctuation du taux de change nominal la dévaluation peut défavoriser la croissance économique, selon l'analyse de Lahrèche-Révil (1999), la réévaluation du TCN n'en fait pas moins. En effet, dans un article qui s'est focalisé sur les effets de la surévaluation du taux de change sur la croissance, Shatz et Tarr (2000) affirment que, théoriquement, une monnaie surévaluée entraine :

- la baisse des exportations à cause de l'affaiblissement de la compétitivité-prix des entreprises nationales exportatrices, ce qui diminue les recettes en devises et la capacité à importer des biens nécessaires à l'activité économique ;
- l'amélioration de la compétitivité-prix des entreprises étrangères qui concurrencent les entreprises locales, ce qui renforce les tentations protectionnistes et finit par atrophier le commerce extérieur ;
- la diminution de la productivité globale, suite à la détérioration de la situation des entreprises importatrices et exportatrices;
- la fuite des capitaux à cause d'une anticipation d'une dévaluation monétaire future ;
- un contrôle étatique inefficient des opérations de change ;
- et enfin des politiques monétaires anti-inflationnistes drastiques, qui défendent une monnaie forte au détriment de la croissance.

Plus encore, d'après Kaminsky et Reinhart (1999) une surévaluation accrue du TCN est annonciatrice de l'avènement d'une crise monétaire.

En définitive, de cette littérature théorique, il ressort que quel que soit le régime de change, les fluctuations du taux de change (appréciation, dépréciation, dévaluation et/ou surévaluation) baissent la croissance, en défavorisant l'investissement et le commerce. Principalement, l'incertitude que cette fluctuation engendre est le canal de transmission de cet effet. Réciproquement, un taux de change nominal stable accroit la confiance des agents économiques et réduit l'incertitude.

I.1.1.2 Fluctuations des taux de change et croissance : les effets positifs

Comme nous l'avons déjà indiqué, les défenseurs des régimes de change flexibles avancent que les fluctuations du taux de change sont indispensables à l'absorption des chocs monétaires et réels.

Mundell (1961 ; 1963) souligne que l'effet négatif d'un choc réel sur la production est amoindri par les fluctuations du taux de change sous l'impulsion des prix relatifs internationaux, lorsque les prix et les salaires domestiques s'ajustement lentement.

Dans le même esprit, Dornbusch et Giovannini (1990) démontrent que ce n'est que dans un système de change flexible, où le taux de change nominal fluctue, que la Banque Centrale peut combattre l'inflation. Les auteurs ajoutent que cette fluctuation du taux de change assure l'ajustement de la balance des payements après des chocs extérieurs, ce qui contribue à stabiliser l'économie.

D'après Bayoumi et Eichengreen (1994), face à un choc commun, des partenaires commerciaux peuvent réagir différemment. Cela dépend de leurs caractéristiques macroéconomiques et institutionnelles intrinsèques. Cette différence doit se refléter aussi au niveau de leurs taux de change et leurs politiques monétaires pour garantir un bon ajustement de la production et des prix. Selon les auteurs, un tel ajustement ne peut voir le jour que dans un régime de change flexible, grâce aux fluctuations du taux de change.

Il découle de tous ces travaux que la fluctuation du taux de change nominal permet une croissance plus rapide, en assurant une meilleure absorption des chocs. Pour illustrer le mécanisme d'absorption, prenons l'exemple d'un choc nominal extérieur positif, issu d'un afflux de capitaux. Dans un régime de change flexible, la variation du différentiel des taux d'intérêt (étranger et international) sera compensée par les fluctuations du taux de change. Cela stabilise, à la fois, la circulation des flux internationaux de capitaux (en externe) et l'économie domestique (en interne). Aizenman (1994) explique l'effet vertueux d'un tel ajustement aux chocs par une augmentation de la productivité globale.

De plus, la fluctuation du TCN, selon Eichengreen (1998), diminue le risque de crise, en rétablissant, après le choc, le différentiel des taux d'intérêt à son niveau initial. Bien plus, Chang et Velasco (2000) indiquent que, si un système financier peu développé est couplé à un régime de change fixe, où le taux de change nominal ne fluctue pas, la probabilité de crise augmente. Dans un tel contexte, la Banque Centrale ne pourra pas jouer le rôle du prêteur en dernier ressort, puisque les dépôts bancaires et la création monétaire dépendent des réserves de change, en l'occurrence dans un régime de caisse d'émission.

Somme toute, les travaux théoriques qui ont soutenu l'existence d'une relation positive entre les fluctuations du taux de change et la croissance, l'ont justifiée par un meilleur ajustement aux chocs, à travers ces fluctuations. Toutefois, certains travaux nuancent cette conclusion, en distinguant les chocs que l'instabilité du TCN aide à absorber de ceux quelle aggrave. A titre d'exemple, Boyer (1978) démontre que dans les petites économies ouvertes, la stabilité du taux de change est nécessaire pour absorber les chocs monétaires en faisant varier les réserves de change. Inversement, lorsque les chocs sont réels, l'économie s'ajuste grâce aux fluctuations du taux de change.

I.1.2 Fluctuations des taux de change et croissance : une revue de la littérature empirique

A l'instar de la littérature théorique, les résultats empiriques sur les effets des fluctuations du taux de change sur la croissance sont assez hétérogènes. Alors même que certaines études confirment l'effet négatif de ces fluctuations, d'autres analyses démontrent leurs bienfaits sur la croissance.

I.1.2.1 Fluctuations des taux de change et croissance : les effets négatifs

Cottani, Cavallo et Khan (1990) sont parmi les premiers chercheurs à démontrer empiriquement l'effet négatif des fluctuations du taux de change sur la croissance. L'analyse est menée moyennant la méthode des Moindres Carrés Ordinaire (*OLS*) et le coefficient de variation du taux de change réel est considéré comme principal indicateur de l'instabilité du taux de change. L'échantillon est composé de 24 économies en développement d'Afrique, d'Amérique latine et d'Asie du sud, examinées de 1960 à 1983.

Plus tard, Bleaney et Greenaway (2001) se sont intéressés à un panel homogène de pays en développement. Les deux chercheurs ont étudié un échantillon de 14 pays d'Afrique Sub-Saharienne, de 1980 à 1995. La question principale qu'ils ont soulevée est celle de savoir pourquoi la spécialisation dans l'exportation des produits primaires est appauvrissante.

Pour y répondre, Bleaney et Greenaway (2001) étudient l'impact de la volatilité des termes de l'échange et du taux de change sur l'investissement et la croissance. La volatilité du taux de change et celle des termes de l'échange sont calculées par la méthode *GARCH*. Quant aux régressions, elles sont faites sur la base de l'estimateur intra-individuel (*within*). Les résultats indiquent un impact négatif et significatif de la volatilité du taux de change et des termes de l'échange sur l'investissement et la croissance.

Des résultats similaires ont déjà étaient trouvés par Dollar (1992), Ghura et Grennes (1993) et Bosworth et al. (1996). En effet, Dollar (1992) a mis en évidence une relation négative entre la volatilité du taux de change réel et la croissance dans 95 pays en développement sur la période 1976-1985. Une année plus tard, Ghura et Grennes (1993) arrivent à cette conclusion pour un panel de 33 pays d'Afrique Sub-Saharienne étudiés de 1972-1987, moyennant des estimations faites par la méthode *OLS*. Quant à Bosworth et al. (1996), c'est sur un panel plus large et plus hétérogène de 88 pays industriels et en développement qu'ils ont confirmé ces résultats sur la période 1960-1992. Les auteurs ont ajouté que, si la volatilité du taux de change réel abaisse l'accroissement du PIB, c'est parce qu'elle influence négativement la productivité globale des facteurs de production et que la stabilisation du taux de change nominal, couplée à une politique extérieure orientée vers l'exportation, a des effets bénéfiques sur la croissance économique.

Dans la même frange, Aguirre et Calderón (2005) se sont intéressés à l'impact des fluctuations du taux de change sur la croissance. L'échantillon choisi par ces deux auteurs comporte 60 pays développés et en développement observés sur la période 1965-2003. Les auteurs ont appliqué des modélisations en séries temporelles et en panel dynamique. Ces dernières sont estimées par la méthode *GMM system* et portent sur des données calculées en moyennes quinquennales. Il en ressort deux relations principales.

Premièrement, comme dans les travaux de Ghura et Grennes (1993) et Bleaney et Greenaway (2001), il apparait clair que l'instabilité du taux de change peut nuire à la croissance, et ce, qu'il s'agisse d'une surévaluation ou d'une dévaluation monétaire, bien que cette dernière soit plus nocive que la première.

Deuxièmement, les distorsions du taux de change sont plus importantes dans les pays en développement que dans les pays développés.

Dans une étude empirique du cas du Hong Kong, Grosby (2004) a analysé l'évolution du taux de change réel et nominal, avec une panoplie de variables macroéconomiques, de 1974 à 1999. Moyennant l'estimation d'un modèle *VAR*, il a prouvé que la stabilité du TCN diminue la volatilité du taux de change réel et l'instabilité macroéconomique en général. Cette

conclusion a été aussi tirée par Dubas, Lee et Mark (2005) pour un panel de 180 pays développés et en développement sur la période 1971-2002.

Pareillement, dans un document de travail publié par la Banque Centrale Européenne (BCE), Schnabl (2007) a cherché à identifier la nature de l'impact de la volatilité du taux de change sur la croissance dans 41 pays de l'Union Européenne et en développement. Les données utilisées sont de fréquences annuelles et concernent la période 1994-2005. Pour mesurer la volatilité du taux de change, l'auteur a utilisé une panoplie d'indicateurs basés principalement sur le taux de change nominal mensuel. Parmi ces derniers l'on recense l'écart-type du taux de croissance du TCN mensuel et la variable « Z-score » construite par Ghosh, Gulde et Wolf (2003). Conjointement à ces indicateurs, l'auteur inclut une variable binaire de crises et procède à des régressions, moyennant la Méthode des Moindres Carrés Généralisés (*GLS*) et *GMM system*. A partir de ces régressions, quatre conclusions centrales sont tirées :

- la stabilité du taux de change nominal affecte positivement la croissance économique ;
- les canaux de transmission de cet effet sont le commerce extérieur et les entrées des capitaux étrangers ;
- avec l'accroissement du PIB réel par habitant, la stabilité du TCN assure un bon ajustement du marché du travail et des actifs financiers ;
- et en dernier, les effets bénéfiques de la stabilité du TCN sont plus forts dans les pays en développement (pays périphériques à l'Union Européenne) et plus faibles dans les pays de l'Union Européenne, caractérisés par un système financier développé.

Dans le même esprit, De Grauwe et Schnabl (2008) prouvent que l'instabilité du taux de change nominal a un impact négatif et fortement significatif sur la croissance économique, alors que cet effet est positif mais faiblement significatif sur l'inflation. L'étude a été faite sur 18 pays d'Europe centrale et orientale, de 1994 à 2004. Lorsque les deux auteurs ont divisé l'horizon temporel de leur étude en deux sous-périodes, à savoir une sous-période de forte inflation (1994-1997) et une sous-période de faible inflation (1998-2004), les répercussions de l'instabilité du taux de change nominal sur l'inflation ont disparu, tandis que celles sur la croissance sont restées statistiquement significatives. A partir de ces relations, De Grauwe et Schnabl (2008) concluent que l'adhésion à l'Union Monétaire est bénéfique aux pays d'Europe centrale et orientale, dans la mesure où elle permet une stabilité monétaire. Afin d'arriver à ces conclusions, les deux chercheurs ont inclut divers indicateurs (*de jure* et *de facto*) de l'instabilité du taux de change nominal dans leur modèle de croissance et l'ont estimé par la méthode *GMM*. Parmi ces indicateurs, on relève le taux de variabilité du TCN et la

mesure « Z-score » construite par Ghosh et al. (2003). Un ensemble de variables macroéconomiques réelles et monétaires, dont une variable binaire de crises, sont également intégrées dans le modèle. Il est aussi à souligner que, lorsque De Grauwe et Schnabl (2008) ont utilisé des mesures *de jure* des régimes de change, ils n'ont pas obtenu des résultats statistiquement significatifs. Par contre, dès que les deux chercheurs ont remplacé les mesures *de jure* par des mesures *de facto*, basées sur l'écart-type et le taux d'accroissement du TCN, les effets se sont révélés significatifs et robustes. Vers la fin de l'article, les auteurs ont expliqué l'impact favorable de la stabilité du TCN sur la croissance par ses répercussions positives sur le commerce extérieur (Frankel et Rose (2002)) et la baisse du taux d'intérêt qui l'accompagne et qui stimule l'investissement (Dornbusch (2001)).

L'une des études les plus récentes qui ont traité explicitement des répercussions de l'instabilité du taux de change nominal sur les performances macroéconomiques est celle d'Arratibel et al. (2011). Ces auteurs ont examiné l'impact des fluctuations du TCN sur une panoplie de variables macroéconomiques, à savoir l'accroissement du PIB réel par habitant, l'excès du crédit, les investissements directs étrangers et le solde du compte courant de la balance des paiements. L'horizon spatial de l'étude concerne les pays membres de l'Union Européenne et des pays d'Europe centrale et orientale. Quant à l'horizon temporel, il couvre la période 1995-2008. Ainsi, moyennant l'estimation de plusieurs modèles à effets fixes en données de panel, Arratibel et al. (2011) ont démontré qu'une faible instabilité du taux de change nominal est associée à un niveau de croissance économique plus élevé, plus d'IDE, un creusement du déficit du compte courant et un excès plus important de crédit. Dans leur modèle de croissance, les auteurs ont contrôlé un ensemble de variables macroéconomiques, dont un indicateur binaire de crises et une variable démographique. En définitive, Arratibel et al. (2011) soulignent que les mesures *de facto* des régimes de change donnent une meilleure indication sur la réalité de l'effet de l'instabilité du taux de change nominal sur les variables macroéconomiques. Sur cette base, l'indicateur principal d'instabilité choisi par les auteurs est la mesure « Z-score ».

I.1.2.2 Fluctuations des taux de change et croissance : les effets positifs

L'article de Levy-Yeyati et Sturzenegger (2003b) est très cité dans la littérature empirique relative à l'impact du régime de change sur la croissance. Cela revient, entre autres, à la classification originale des régimes de change (classification de facto) que les auteurs ont élaborée sur la base de deux variables : le taux de change nominal et les réserves de change (Le-

vy Yeyati et Sturzenegger (2002)). Plus précisément, cette classification repose sur trois éléments : la variabilité du taux de change nominal, mesurée par la moyenne des variations mensuelles absolues du taux de change nominal, la volatilité des variations de taux de change, mesurée par l'écart-type des variations mensuelles en pourcentage du taux de change nominal, et la volatilité des réserves de change, mesurée par la moyenne de la variation mensuelle absolue des réserves de change. Levy-Yeyati et Sturzenegger (2003b) examinent l'impact du régime de change (*de facto*) sur la croissance économique dans un large panel de 183 pays développés et en développement, de 1974 à 2000. Deux principaux résultats se dégagent de leur étude.

Primo, une moindre flexibilité du régime de change est associée à une baisse du rythme de la croissance et une instabilité plus élevée de l'output.

Secundo, l'impact du régime de change sur la croissance économique n'est pas significatif pour le sous-groupe des pays développés au niveau de l'échantillon.

Pour arriver à ces résultats, les auteurs ont utilisé diverses méthodes économétriques (*OLS*, Variable Instrumentales (*IV*), méthode des Doubles Moindres Carrés (*2SLS*), …), afin d'estimer un modèle de croissance avec des variables institutionnelles et macroéconomiques, dont un indicateur de crises.

D'autre part, lorsqu'on analyse de près les résultats de Levy-Yeyati et Sturzenegger (2003b), on peut conclure que ces auteurs prouvent implicitement que la fluctuation du taux de change nominal dans des régimes relativement flexibles peut favoriser la croissance, du moins dans les pays en développement. En effet, selon la classification des deux chercheurs, les régimes de change fixes se caractérisent par une stabilité du taux de change nominal et une forte volatilité des réserves de change. Inversement, dans les régimes de change flexibles, le taux de change nominal est instable et les réserves de change sont relativement stables.

Plus tard, Edwards et Levy-Yeyati (2005) trouvent un résultat similaire dans une étude de l'impact des chocs des termes de l'échange sur la croissance, en fonction des régimes de change (indicateurs *de facto*). En effet, pour un large échantillon de 138 pays développés et en développement étudiés sur la période 1974-2004, les auteurs prouvent que la volatilité du TCN, mesurée principalement par l'écart-type, permet une meilleure absorption des chocs des termes de l'échange. Par conséquent, les pays où les TCN fluctuent semblent croitre plus rapidement que ceux qui se caractérisent par un TCN fixe. Les deux méthodes économétriques utilisées par les auteurs sont la méthode *GMM* et celle des Moindres Carrés Faisables en deux étapes (*FGLS*).

En 2005 également, Coudert et Dubert ont confirmé les résultats des deux dernières études. Ces auteurs ont démontré l'existence d'un effet positif des régimes de change flottant, caractérisés par un taux de change nominal à forte variance, sur la croissance économique. L'effet inverse a été prouvé dans le cas des régimes de change fixe, où le taux de change nominal est à faible variance. Autrement dit, d'après Coudert et Dubert (2005), l'instabilité du taux de change nominal a des répercussions positives sur l'accroissement du PIB réel, dans les 10 pays asiatiques étudiés sur les deux périodes 1990-2001 et 2001-2004.

Plus récemment, Levy-Yeyati, Sturzenegger et Gluzmann (2013) ont discuté le concept de « la crainte du flottement (*fear of floating*) » développé par Calvo et Reinhart (2002). Ce concept est employé pour décrire les régimes de change qui, bien qu'officiellement annoncés flexibles, sont fortement stabilisés par les autorités en pratique, à travers la variation des réserves de change. Ceci est entrepris par peur d'un arrêt soudain des entrées de capitaux étrangers suite à une très forte dépréciation monétaire. Contrairement à Calvo et son coauteur, Levy-Yeyati et al. (2013) découvrent que depuis le début des années 2000, plusieurs pays en développement ont exprimé une « crainte de l'appréciation » de leurs monnaies, plutôt qu'une « crainte du flottement ». Cela s'est traduit par l'application d'une politique de dévaluation qui a été *grosso modo* bénéfique à la croissance. C'est ainsi que les auteurs ont prouvé indirectement que l'instabilité des monnaies, dans le sens de la dévaluation, peut être bénéfique à l'accroissement du revenu. Il est à noter que ces conclusions concernent un échantillon hétérogène de 79 pays étudiés sur la période 1974-2007.

A partir de cette première revue de la littérature relative à la relation « instabilité monétaire-croissance économique », il ressort que du point de vue empirique, globalement, les fluctuations du taux de change nominal semblent affecter négativement et significativement la croissance dans les pays en développement. Cette relation est statistiquement moins robuste dans les pays développés, où les marchés financiers permettent une meilleure maitrise du risque de change. Ceci parait relativement évident surtout dans les deux études d'Aguirre et Calderón (2005) et de Schnabl (2007), qui incluent deux sous-échantillons de pays à degré de développement différent.

D'un point de vue théorique, pour les défenseurs des régimes de change flottant, les fluctuations des taux de changes sont bénéfiques à l'économie réelle, car elles assurent un bon ajustement macroéconomique face aux chocs extérieurs. Par contre, pour les défenseurs des régimes de change fixe, un taux de change stable baisse l'incertitude et promeut, en conséquence, le commerce et l'investissement, ce qui stimule la croissance.

Par ailleurs, si contrairement aux études empiriques, les conclusions théoriques afférentes à la relation entre l'instabilité monétaire et la croissance s'opposent, qu'en est-il du couple « globalisation financière-instabilité monétaire » ?

I.2 Globalisation financière et instabilité monétaire : une revue de la littérature

Est-ce que les taux de change sont plus instables dans un contexte de libre circulation des capitaux ?

L'un des travaux les plus notoires sur lequel les réflexions théoriques se sont basées pour discuter cette question est celui de Mundell (1961). En effet, Mundell (1961) défend l'application des régimes de change flexibles plutôt que fixes, dans le cadre d'une libre circulation internationale du capital. Synthétiquement, l'illustration du raisonnement de l'auteur, peut être résumée dans le mécanisme suivant. Si le taux de change nominal est fixe, il est impossible pour une économie ouverte de combiner à la fois une politique monétaire indépendante, axée sur le ciblage de l'inflation, et une ouverture financière. En fait, au cas où une Banque Centrale, ayant le ciblage de l'inflation comme objectif principal, tente de contrôler une éventuelle hausse des prix à travers l'augmentation du taux d'intérêt directeur ou par des opérations « d'*open market* », une hausse du taux d'intérêt va provoquer un afflux de capitaux étrangers vers l'économie domestique. Sous l'hypothèse d'un régime de change fixe, une demande excédentaire d'actifs va voir le jour sur le marché financier domestique. De par la loi de l'offre et de la demande, cet excédent va produire une pression à la baisse sur le taux d'intérêt en contrecarrant de la sorte la décision initiale de la Banque Centrale à l'augmenter. Désormais, la politique monétaire se révèle inefficace faute d'un contrôle sur les entrées de capitaux étrangers. C'est ainsi que Mundell (1961) démontre que l'adoption d'un TCN fixe est un choix de moins en moins soutenable dans le contexte de la globalisation financière, si le gouvernement veut préserver l'efficacité de ses mesures anti-inflationnistes. Vu sous un autre angle, l'auteur soutient qu'avec la globalisation financière, le taux de change nominal est voué à l'instabilité pour préserver l'autonomie des politiques économiques domestiques. La fluctuation de la monnaie est la condition *sine qua non* pour assurer l'harmonisation entre les objectifs internes (croissance et stabilité des prix) et externes (ouverture financière et commerciale). C'est ainsi que la théorie du « triangle d'incompatibilité de Mundell » semble l'objet d'un accord quasi-général sur le lien positif entre la globalisation financière et l'instabilité du TCN. En ce qui concerne la nature de ce lien, Aguirre et Calderón (2005) soulignent que les

études qui ont démontré que la globalisation financière stabilise le taux de change sont très rares.

Dans ce qui suit, nous examinerons une partie de la littérature théorique et empirique relative aux effets de la globalisation financière sur les fluctuations des taux de change.

I.2.1 Globalisation financière et fluctuations du taux de change : une revue de la littérature théorique

Après avoir théorisé le « triangle d'incompatibilité », Mundell (1963) a développé un modèle *IS-LM* en économie ouverte pour expliquer les fluctuations du taux de change issues des mouvements internationaux des capitaux. Le modèle repose sur une hypothèse centrale, à savoir la parfaite substituabilité des actifs domestiques et étrangers dans un contexte de libre circulation des capitaux.

Dans un premier temps, le modèle prédit que, suite à une politique budgétaire expansive financée par emprunt, il y a une augmentation de la demande de monnaie pour satisfaire le surplus de la demande interne de biens et de services. Par conséquent, le taux d'intérêt domestique augmente, ce qui provoque une entrée des capitaux et l'appréciation du taux de change.

Dans un deuxième temps, cette appréciation défavorise les exportations et finit par faire baisser le revenu au *prorata* de sa hausse initiale, due à la politique budgétaire. L'impact sur la croissance est donc nul. Par contre, lorsque la relance se fait par une politique monétaire expansive, la croissance augmente, car elle sera favorisée par la dépréciation du taux de change. En résumé, d'après Mundell (1963), dans une petite économie ouverte, le taux de change se déstabilise par les mouvements internationaux des capitaux, avec les chocs externes.

Fleming (1962) soutient aussi les mêmes conclusions dans un modèle théorique du type *IS-LM*.

De même, Dornbusch (1976) développe un modèle qui étudie les fluctuations du taux de change en parfaite mobilité du capital. Il démontre principalement que les mouvements internationaux de capitaux conjugués à des politiques économiques internes actives engendrent des sur-réactions monétaires avec des persistances des fluctuations du taux de change (*overshooting*). L'auteur explique cela par le fait que le marché des biens et services ne s'ajuste pas au même rythme que le marché des actifs.

McKinnon (1973), l'un des théoriciens de la libéralisation financière, avance que, du moins à court terme, les pays financièrement ouverts ont intérêt à opter pour des régimes de change fixes. Selon lui, cela promeut une meilleure allocation du capital à l'échelle interna-

tionale, en faisant baisser les coûts de transaction des flux, qui augmentent avec le risque de change. Ce risque provient de l'incertitude qu'entraine la volatilité du taux de change nominal. Autrement dit, d'après McKinnon (1973), la globalisation financière accroit la volatilité du TCN à court terme. Toutefois, l'auteur ne définit pas ce qu'il entend par la notion de court terme et n'explique pas jusqu'à quel moment il faut maintenir la fixité du taux de change dans le processus de libéralisation financière.

L'idée de l'aggravation de l'instabilité du taux de change nominal suite à des entrées de capitaux dans un contexte de globalisation financière est également soutenue théoriquement dans les travaux de Reinhart et Smith (2001), Stiglitz (2001), Corden (2002) et Jongwanich (2006).

Par ailleurs, contrairement aux modèles du type « Mundell-Fleming », les modèles d'équilibre de portefeuille, à l'instar de ceux développés par Tobin (1969), puis repris par Branson, Halttunen et Masson (1977), posent l'imparfaite substituabilité des actifs domestiques et étrangers, qui évoluent en fonction de leur propre taux d'intérêt, comme hypothèse centrale. Selon ces modèles, un actif détenu par un résident comporte de la monnaie nationale, des obligations domestiques et des obligations étrangères. A partir de cette composition d'actifs, une baisse des obligations étrangères (en actif) engendre, *ceteris paribus*, une dépréciation de la valeur de la monnaie nationale. C'est ainsi que dans un contexte de globalisation financière, où les résidents peuvent détenir des actifs étrangers, la variabilité du taux de change est inévitable. Elle dépend entre autres de la variation de la proportion des actifs étrangers dans le portefeuille. Ajoutons que cette baisse des obligations étrangères dans les portefeuilles des résidents peut découler, à titre d'exemple, d'une détérioration du haut de la balance des payements, suite à de mauvaises performances commerciales.

Dans une même perspective, Obstfeld (1984) a modélisé le cas d'une économie ouverte financièrement et une économie en autarcie. Il a conclu qu'avec le mouvement international des actifs financiers, le taux de change subit des fluctuations dans le sens de l'appréciation (augmentation des actifs nets étrangers) et de la dépréciation (baisse des actifs nets étrangers).

Plus tard, Frenkel et Goldstein (1998) ont repris le modèle de Dornbusch (1976) en prenant en compte le cas d'un contrôle des capitaux. Ils ont prouvé que, théoriquement, sans un contrôle du compte financier, le taux de change d'une économie ouverte sera plus volatile qu'en autarcie, après un choc monétaire, d'où l'utilité de l'application d'une taxe sur les flux des capitaux. En même temps, le modèle de Frenkel et Goldstein (1998) prédit un effet défavorable du contrôle des capitaux sur l'investissement et la production, étant donné qu'une telle politique accroit la prime de risque et le taux d'intérêt domestique. En dépit des conclu-

sions de Frenkel et Goldstein (1998), Edwards et Rigobon (2005) recommandent un contrôle du compte financier pour éviter un choc externe sur le taux de change nominal qui le déstabiliserait.

En 2005 également, Gali et Monacelli (2005) ont spécifié un modèle théorique qui illustre le cas d'une petite économie ouverte, qui applique alternativement différents régimes monétaires, à savoir le ciblage de l'inflation, l'application d'une règle monétaire de Taylor et la mise en place d'une politique de fixité du taux de change. En revisitant les conclusions de Fleming (1962) et Mundell (1963), Gali et Monacelli (2005) ont démontré que dans le cadre d'une politique de ciblage d'inflation, l'ouverture financière entraine une grande instabilité des termes de l'échange et du taux de change nominal. Toutefois, cette instabilité est atténuée par l'application d'une règle de Taylor.

Trois ans plus tard, le modèle théorique de Tille (2008) a mis en évidence l'importance du choc monétaire que produit l'intégration financière dans les pays ouverts. En effet, il a été prouvé par l'auteur que ce choc est de nature à déstabiliser le taux de change et qu'il est plus important lorsque les flux échangés concernent plutôt des obligations que des actions.

D'autre part, Devereux, Lane et Xu (2006) se sont intéressés à l'évolution de la politique monétaire et les fluctuations du taux de change dans les économies émergentes dans un contexte de globalisation. Plus précisément, pour étudier théoriquement les effets de l'ouverture commerciale et financière, les auteurs ont traité des répercutions d'un choc extérieur qui impacte le taux d'intérêt, puis les termes de l'échange sur la stabilité du taux de change et la règle par laquelle les autorités mènent la politique monétaire. L'un des principaux résultats de leur modèle théorique est qu'en présence de tels chocs, la stabilité du taux de change est altérée, mais la politique monétaire interne n'est pas directement affectée. Cependant, plus l'ouverture est intense, plus la nécessité de stabiliser le taux de change s'impose. Selon Devereux et al. (2006), face à cette nécessité, les décideurs publics seront confrontés à un dilemme entre la relance de la stabilisation de l'économie réelle et la maitrise de l'inflation. Vers la fin de leur article, les auteurs concluent que le meilleur compromis est l'application d'une règle de stabilisation de l'indice des prix à la consommation pour gérer les fluctuations du taux de change et l'ouverture financière.

Deux ans plus tard, à travers un modèle théorique dynamique de type « Lotka-Volterra », Artus et Cartapanis (2008) ont montré que la globalisation financière peut engendrer des effets macroéconomiques négatifs sous-estimés par la littérature. Les deux auteurs présentent deux simulations illustrant la détérioration de la situation macroéconomique suite à une libre circulation des capitaux. Ces deux simulations découlent d'une analyse dynamique

d'un couple d'équations différentielles non-linéaires du premier ordre expliquant respectivement le co-mouvement temporel du taux de change et de la dette extérieure dans un contexte d'ouverture financière.

Dans un premier scénario, la Banque Centrale vise la stabilité des prix en maintenant un taux d'intérêt relativement élevé, ce qui encourage l'afflux des capitaux étrangers et l'aggravation de la dette extérieure. Par conséquent, une appréciation du taux de change est constatée, ce qui cause une détérioration de la compétitivité et une rétraction de la croissance sur le long terme.

Dans le deuxième, la Banque Centrale adopte une politique accommodante avec un taux d'intérêt relativement faible, ce qui freine temporairement les entrées de capitaux. Toutefois, un excès de la demande risque de se former, provoquant des tensions inflationnistes. Il en découle une intervention de la Banque Centrale dans le sens de l'augmentation des taux. Face à cette réaction, on se retrouve dans le contexte du premier scénario.

Au total, l'instabilité du taux de change due à la globalisation financière est prouvée par les deux auteurs, qui l'associent empiriquement aux cas de plusieurs pays émergents. En conséquence, ils recommandent aux pays en développement de contrôler leur globalisation financière, en encourageant les entrées des investissements étrangers et en bloquant les flux de dettes extérieures. D'après eux, les flux de dette sont responsables de l'instabilité du taux de change, l'excès d'endettement et la baisse de la croissance.

Bien avant Artus et Cartapanis (2008), Lopez-Mejia (1999) a presque décrit les mêmes mécanismes pour des pays d'Amérique latine dans un article publié par le FMI. Selon lui, les afflux de capitaux sont responsables d'une surchauffe macroéconomique dans les pays ouverts financièrement, à cause de l'excès de la demande qu'elle engendre. Il s'ensuit une appréciation du taux de change, une détérioration de la situation de la balance courante et même une instabilité du système financier.

Dans la même perspective, moyennant un modèle théorique simple avec générations imbriquées, Artus (1998) démontre que le financement de la croissance par les flux d'investissements étrangers est plus bénéfique qu'un financement par les flux de dettes étrangères. En effet, contrairement aux dettes extérieures, l'investissement étranger ne cause pas l'appréciation du taux de change, mais engendre plutôt sa dépréciation. D'après les résultats du modèle, les investissements étrangers augmentent l'offre plus que la demande, ce qui entraine une dépréciation réelle du taux de change. En revanche, les entrées de flux de dettes étrangères stimulent la demande et plus exactement la consommation. Ainsi, elles apprécient

le taux de change, détériorent la compétitivité et la capacité d'exportation puis finissent par freiner la croissance.

De cette manière, Artus (1998) prouve que le recours au financement étranger déstabilise le taux de change, quelle que soit sa nature. Néanmoins, lorsque l'ouverture financière se base sur l'investissement étranger, il y a une dépréciation monétaire productive, tandis que lorsque l'ouverture se base sur l'endettement, elle se solde par une appréciation monétaire contreproductive.

Plus récemment, Farhi et Werning (2014) ont élaboré un modèle keynésien, qui illustre une économie ouverte avec la présence de rigidités nominales, pour étudier l'optimalité du contrôle de capitaux. Proche du modèle « Mundell-Fleming », ce modèle met à la lumière du jour le lien entre les fluctuations du taux de change et la mobilité internationale du capital. Mais contrairement à Fleming (1962) et Mundell (1963), les deux auteurs soutiennent qu'un contrôle des capitaux est désirable même en régime de change flexible, car ceci est une précaution à l'égard des arrêts soudains des entrées de capitaux (*sudden stops*). D'après Farhi et Werning (2014), le *sudden stops* implique une dépréciation drastique de la monnaie nationale, qui plonge l'économie en récession. Ils ajoutent qu'en conjuguant un régime de change flexible et une libéralisation financière surveillée, l'instabilité du taux de change baisse et il est possible d'assurer une stabilité macroéconomique et une bonne gestion des termes de l'échange. *In fine*, Farhi et Werning (2014) conditionnent la stabilité du taux de change par le contrôle des capitaux, donc par une moindre globalisation financière.

I.2.2 Globalisation financière et fluctuations du taux de change : une revue de la littérature empirique

S'il est généralement admis dans la littérature théorique que la globalisation financière déstabilise le taux de change, les résultats des travaux empiriques sont plus contrastés.

Hau (2002) découvre que dans les pays développés et en développement les plus ouverts aux échanges de biens, de services et de capitaux, les taux de changes sont les plus stables. Le panel de Hau (2002) est composé de 48 économies, dont 23 pays de l'OCDE, observés sur la période 1980-1998. L'indicateur de l'instabilité du taux de change utilisé par l'auteur est calculé à partir de l'écart-type du taux de croissance du taux de change réel (données transformées en moyennes triennaux) et les résultats empiriques sont corroborés par un modèle théorique.

Un résultat proche de celui de Hau (2002) est mis en avant par Calderón (2004) pour un panel de pays développés et émergents, sur une période d'étude allant de 1974 à 2003.

Pareillement, Devereux et Lane (2003) démontrent à travers un modèle empirique que les passifs étrangers accroissent la fluctuation du taux de change nominal bilatéral dans les pays en développement. Par contre, ce constat n'est pas prouvé dans le cas des pays industrialisés de l'OCDE. L'étude empirique de Devereux et Lane (2003) s'étale sur la période 1995-2000 et la variable d'instabilité du taux de change est calculée sur la base de l'écart-type du taux de change nominal bilatéral. Les deux auteurs accompagnent leur premier résultat d'une explication théorique. Il s'agit d'une modélisation de la volatilité du taux de change dans une petite économie ouverte. Les principales conclusions de Devereux et Lane (2003) stipulent que les flux de dettes extérieures impliquent des contraintes financières au sein des économies en développement et affaiblissent la capacité de leur monnaie nationale à absorber les chocs.

D'après McKinnon et Schnabl (2004), dans les faits, la globalisation financière n'implique pas automatiquement une augmentation de l'instabilité du taux de change nominal. Les auteurs expliquent cette relation par la « crainte du flottement » dans les économies d'Asie de l'est, à l'exception du Japon. En effet, après avoir examiné l'évolution journalière du taux de change nominal bilatéral dans ces pays par rapport au dollar au cours de la période 1990-2002, les deux chercheurs ont constaté que ce taux est resté assez stable même après la crise de 1997-1998. En dépit des recommandations du FMI au lendemain de la crise asiatique – qui vont dans le sens de la flexibilisation des taux de changes – et les déclarations officielles d'assouplissement du régime de change, il s'avère que le poids prédominant du dollar dans le panier des monnaies asiatiques est revenu à son niveau d'avant crise. Selon les calculs de McKinnon et Schnabl (2004), en 2002, la volatilité quotidienne de chacune de ces monnaies asiatiques par rapport au dollar est devenue négligeable. L'explication est comme suit : par peur d'une instabilité excessive – « la crainte du flottement » – de leurs monnaies, les gouvernements des pays d'Asie de l'est, outre le Japon, ont veillé à l'accumulation des devises, surtout en dollar, pour stabiliser leurs taux de change. Ainsi, toute une politique extérieure basée sur l'exportation a été mise en œuvre à cette fin, ce qui a permis d'avoir – en reprenant les termes des deux auteurs – « un trésor de guerre » de dollar. Agissant ainsi, les Etats asiatiques subissent ce que Eichengreen et al. (2002) appellent le « péché originel ». Cela veut dire qu'à long terme, ces gouvernements ne pourront emprunter et prêter qu'en devise. Ceci dit, McKinnon et Schnabl (2004) trouvent que cette stratégie est à la fois rationnelle et favorable au développement des économies d'Asie de l'est. C'est ainsi qu'il apparait, selon les deux chercheurs, que l'intégration financière n'entraine pas à tous les coups et pour tous les pays une instabilité du taux de change.

Plus tard, dans une étude qui développe le document de travail qu'il a fait publier par la Banque Centrale Européenne en 2007, Schnabl (2008) a examiné la relation entre l'instabilité du taux de change nominal, l'ouverture financière et commerciale et la croissance économique. Le panel qu'il a étudié comporte 41 économies développées et en développement observées au cours de la période 1994-2005. L'auteur utilise des indicateurs d'instabilité du taux de change nominal *de facto*, en justifiant le non recours aux indicateurs *de jure* par le biais qu'ils risquent d'engendrer en cas d'un comportement de « crainte de flottement ». L'écart-type du taux de croissance du taux de change nominal mensuel, ainsi que l'indicateur *«* Z-score *»* développé par Ghosh et al. (2003) sont les principales mesures *de facto* utilisées. Au niveau de son modèle, Schnabl (2008) intègre un indicateur d'entrées des capitaux et un indicateur de crises. Ses estimations montrent que de faibles entrées de capitaux, dues à un contrôle du compte capital par exemple, impliquent une stabilité plus élevée du taux de change et que cette stabilité peut être associée à une croissance plus élevée dans les pays proches de la zone euro. Le rôle du commerce des biens, des services et des capitaux, ainsi que de celui de la stabilité macroéconomique comme canaux de transmission de cet effet est aussi confirmé dans les pays en transition, où le marché des capitaux est relativement sous-développé. Dans les pays industrialisés du panel, ce résultat est moins significatif. L'auteur explique cela par le fait que des marchés de capitaux plus développés diminuent la vulnérabilité des économies face à la volatilité du taux de change. En dernier point, dans le cas des pays méditerranéens les moins avancés de l'échantillon, les estimations ne révèlent pas un effet statistiquement significatif entre l'instabilité du taux de change et la croissance. Selon Schnabl (2008), le contrôle étroit des capitaux et la répression financière ont défavorisé la croissance économique dans ces pays. Toutes les estimations de l'auteur sont effectuées moyennant la méthode *GLS* adaptée aux données de panel.

En 2009, le même auteur trouve un impact négatif de la volatilité du taux de change nominal sur la croissance dans un panel plus hétérogène composé d'un groupe de pays européens en transition et d'un groupe de pays d'Asie de l'est. Selon lui, si l'instabilité du taux de change est contreproductive, c'est pour deux raisons principales, à savoir l'incertitude et la baisse de la stabilité macroéconomique s'y rattachant. Cela va donc à l'encontre de l'idée que la stabilité du taux de change nominal pourrait freiner la croissance, en ralentissant l'ajustement de l'économie après les chocs extérieurs, ainsi qu'en encourageant la spéculation. Pour les techniques d'estimation utilisées, Schnabl (2009) a choisi les deux méthodes *GMM* et *GLS*. La période de l'étude et les variables d'instabilité du taux de change sont les mêmes que celles de l'étude de 2008.

Dans un document de travail de la Banque Mondiale, Calderón et Kubota (2009b) soulignent que d'après l'école de « la Nouvelle Macroéconomie Ouverte (*New Open Economy Macroeconomics*) », il existe un lien étroit entre l'ouverture et le taux de change (Obstfeld et Rogoff (1996) ; Hau (2002)). En vérifiant ce constat, les auteurs ont procédé à une validation empirique de cette relation. En effet, l'étude de Calderón et Kubota (2009b) se base sur des données calculées en moyenne sur cinq ans et un échantillon de 82 pays développés et en développement observés sur la période 1975-2005. Sur cette base, les auteurs mettent en évidence les conclusions suivantes :

Premièrement, alors que l'ouverture commerciale stabilise le taux de change, l'ouverture financière accroit sa volatilité.

Deuxièmement, plus la part des dettes (des investissements) dans les passifs étrangers est élevée, plus (moins) le taux de change est instable.

Ajoutons que l'analyse économétrique de Calderón et Kubota (2009b) s'est fondée sur un modèle en panel à effets fixes et la technique des Variables Instrumentales. Elle est aussi appuyée par une modélisation théorique dans le même article.

De plus, dans un document de travail publié par la Commission Européenne, Bogdanov (2014) dénonce l'accroissement du risque de change dans un contexte de libre circulation mondiale du capital. En fait, l'auteur a réussi à mettre en évidence une relation empirique robuste entre les mouvements du compte financier et les fluctuations du taux de change dans un échantillon de 69 pays entre 1980 et 2011.

Plus récemment, Al-Abri (2013) aboutit à des résultats assez proches que ceux de Calderón et Kubota (2009b), dans une étude faite sur un panel de 53 pays en développement exportateurs de produits primaires examinés sur la période 1980-2007. L'auteur a mis en interaction des indicateurs des termes de l'échange et de globalisation financière. Ensuite, il a été question d'estimer l'impact de cette interaction sur l'instabilité du taux de change. Les résultats affirment l'effet stabilisateur de la globalisation financière sur le taux de change, grâce à l'abaissement de l'impact des chocs relatifs aux termes de l'échange sur ce dernier. Cet effet stabilisateur est d'autant plus fort lorsque la globalisation financière concerne les investissements directs étrangers. Pour ces estimations, Al-Abri (2013) a utilisé la méthode *GMM* en deux étapes et l'écart-type quinquennal du taux de change réel est considéré comme la variable principale de volatilité du taux de change.

Contrairement à ces conclusions, en analysant le cas de l'économie chilienne durant les années 90, Edwards et Rigobon (2009) ont soutenu qu'un contrôle partiel sur les entrées des capitaux extérieurs déprécie la monnaie nationale et que le contrôle total sur les flux accroit la

volatilité du taux de change. D'après les auteurs, c'est cette volatilité qui diminue la vulnérabilité de l'économie face aux chocs extérieurs.

Aizenman Chinn et Ito (2010) ont revisité le « triangle d'incompatibilité » de Mundell sous un angle empirique, en mettant l'accent sur le cas des pays asiatiques sur la période 1970-2007. L'originalité de leur étude réside dans l'utilisation d'un « Indice Trilemme (*Index Trilemma*) » qu'ils ont construit en 2008 et qui mesure le degré de réussite de chacune des trois politiques suivantes : l'indépendance de la politique monétaire, la stabilité du taux de change et l'ouverture financière – aujourd'hui, l'indice est disponible pour 170 pays sur la période 1970-2013. Le calcul de l'indépendance monétaire se base sur le taux d'intérêt nominal et l'ouverture financière est mesurée par l'indicateur[83] *de jure* de Chinn et Ito. La construction de l'indicateur de stabilité du taux de change s'est faite à partir de la volatilité du taux de change nominal mensuel, mesurée par son écart-type annuel. Parmi les principaux résultats de cette étude on retient l'impact négatif de la volatilité du taux de change sur la stabilité de la production. Cet impact passe par deux canaux de transmission, à savoir le commerce extérieur et l'investissement. Toutefois, les auteurs trouvent que, dans un contexte de globalisation financière, les pays d'Asie de l'est parviennent à maintenir la stabilité de leur monnaie, grâce à la détention d'un niveau de réserves en devises, égal en moyenne à 20% de leur PIB. Ajoutons que d'après les résultats des auteurs, outre le cas des pays asiatiques, dans les pays industrialisés, européens en l'occurrence, l'ouverture financière est accompagnée par des taux de change peu volatiles et une faible indépendance monétaire. Dans le cas des pays émergents non asiatiques, le taux de change est plus instable et la politique monétaire plus autonome, mais l'ouverture financière y est plus restreinte.

De tous ces résultats, il ressort que, *grosso modo*, la globalisation financière tend à déstabiliser le taux de change. Toutefois, avec l'accumulation des réserves de change, la stabilisation de ce dernier est possible dans un contexte de libre circulation du capital, mais au détriment de l'autonomie monétaire, ce qui laisse planer le spectre de l'inflation.

En outre, les résultats d'Aizenman et al. (2010) sont obtenus sur des régressions en panel faites par les méthodes *OLS* et *GMM,* ainsi que l'estimateur d'un modèle à effet fixe avec une correction de l'hétéroscédasticité individuelle. Les données utilisées sont calculées en moyenne et écart-type sur des sous-périodes non-chevauchées de cinq ans.

Pareillement, Kohli (2015) a mis en avant le rôle joué par les réserves de change dans la stabilisation du taux de change nominal, dans le contexte d'une globalisation financière. En

[83] Pour plus de détail sur cet indicateur et les mesures de la globalisation financière en général, voir le chapitre 2.

effet, l'auteur présente une analyse de l'économie indienne sur trois périodes différentes, 2006-2008, 2009-2011 et 2011-2013. Il en déduit que la détention de réserves en devises est primordiale à la stabilisation de la monnaie nationale, face un environnement financier marqué par l'incertitude, la globalisation et l'indépendance de la politique monétaire. En fait, ces réserves présentent un avantage double : elles jouent le rôle d'un signal positif contre le risque de dépréciation excessive de la monnaie et représentent, en même temps, un instrument de lutte effectif contre cette dépréciation. De même, dans une étude qui a porté sur un panel de 134 pays, observés au cours de la période 1980-2004, Obstfeld, Shambaugh et Taylor (2010) ont trouvé des résultats proches de ceux de Kohli (2015). D'ailleurs, ce dernier s'est référé à ces résultats dans son article. Notons que le principal indicateur de la volatilité du taux de change utilisé par Obstfeld et al. (2010) est l'écart-type du taux de croissance mensuel du taux de change nominal.

Enfin, dans une étude empirique qui a concerné huit pays asiatiques, l'Inde, l'Indonésie, la Corée du Sud, le Pakistan, Hong Kong, la Thaïlande, les Philippines et Taiwan, de 1993 à 2011, Caporale, Menla Ali, Spagnolo et Spagnolo (2015) ont analysé la relation entre les flux financiers en actions et en obligations, échangés entre ces pays et les Etats-Unis, ainsi que les mouvements des taux de change par rapport au dollar. Les auteurs ont trouvé un effet fortement déstabilisateur des entrées nettes des flux financiers en obligations sur le taux change et un impact mois déstabilisateur des entrées nettes des flux financiers en actions. En conséquence, ils préconisent le recours à un contrôle des entrées de capitaux dans ces pays.

Pour résumer, de toute cette revue de la littérature présentée dans ces deux sections, découlent six conclusions centrales :

Premièrement, comme l'indiquent Arratibel et al. (2011), les études spécifiques aux impacts et aux déterminants de l'instabilité du taux de change nominal sur le long terme sont relativement rares. Or, ces études peuvent se révéler d'une grande importance en matière de politique extérieure, dans un environnement de globalisation financière. Ceci est d'autant plus évident, si l'on considère le biais des indicateurs de régime de change *de jure* auxquels on préfère de plus en plus les mesures *de facto*, qui se basent sur les variations observées du taux de change (Calvo et Reinhart (2002)).

Deuxièmement, une grande partie de la littérature théorique soutient que les fluctuations des taux de change, notamment le TCN, affectent la croissance économique. En effet, pour les défenseurs des régimes de change flottant, ces fluctuations permettent une meilleure performance économique, car elles assurent un bon ajustement macroéconomique face aux chocs

extérieurs. Pour les défenseurs des régimes de change fixe, un taux de change stable baisse l'incertitude et promeut, en conséquence, le commerce et l'investissement, ce qui stimule positivement la croissance économique.

Troisièmement, peu de travaux théoriques ont soutenu l'existence d'un effet stabilisateur de la globalisation financière sur le taux de change nominal. Depuis les travaux de Mundell (1961), la libre circulation des capitaux est associée à une instabilité du taux de change nominal, surtout dans un contexte d'autonomie de la politique monétaire. La renonciation à cette autonomie et/ou l'accumulation d'importantes réserves en devises semblent être des moyens coûteux pour défendre la fixité des taux de change dans le cadre d'une ouverture financière.

Quatrièmement, empiriquement, les fluctuations du taux de change nominal semblent affecter négativement et significativement la croissance dans les pays en développement. Dans les pays développés ce résultat est moins robuste (Aguirre et Calderón (2005) ; Schnabl (2007)). L'une des explications de ce fait est que les marchés financiers sophistiqués dans les pays industrialisés permettent une meilleure couverture du risque, issu des fluctuations du taux de change. Par conséquent, le commerce et l'investissement sont moins atteins par ces variations.

Cinquièmement, tout comme les travaux théoriques, les études empiriques montrent un lien robuste entre la globalisation financière et la fluctuation des taux de change. Toutefois, contrairement aux analyses théoriques, la globalisation financière semble empiriquement déstabiliser les taux de change dans certaines études et le stabiliser dans d'autres. Cela dépend de l'indicateur d'instabilité du taux de change considéré, de la période d'étude, ainsi que de l'échantillon et de la méthode d'estimation choisis. Ceci dit, force est de souligner que les chercheurs qui ont basé leurs régressions sur des mesures *de facto* de la volatilité du taux de change nominal et des données de panel ont prouvé, généralement, un effet déstabilisateur des flux de capitaux étrangers sur le taux de change nominal, notamment dans les pays en développement. Néanmoins, l'exception de certains pays asiatiques est à mentionner. Ces derniers stabilisent « artificiellement » leurs monnaies en accumulant des réserves importantes en dollar, dans un contexte d'ouverture financière.

Sixièmement, les mesures *de facto* de l'instabilité du taux de change les plus utilisées dans les études empiriques se fondent sur l'écart-type du taux de change nominal bilatéral et/ou l'indicateur « Z-score ».

Il est maintenant important de remarquer que, à notre connaissance, aucune recherche empirique n'a eu pour objet principal l'analyse des effets des fluctuations du taux de change

nominal sur la croissance économique à long terme, en prenant en considération leur interaction avec des indicateurs de globalisation financière dans les pays en développement les moins avancés. On relève, cependant, une étude qui a suivi la même démarche afin d'examiner les répercussions de la volatilité du taux de change sur la croissance à long terme *via* son interaction, non pas avec la globalisation financière, mais avec le développement financier. Cette étude est celle d'Aghion et al. (2009), qui se sont donné pour tâche de vérifier l'hypothèse selon laquelle la volatilité du taux de change a un effet négatif de long terme sur la croissance dans les économies à faible développement financier. Les auteurs ont estimé des modèles de croissance comportant des termes d'interaction entre des mesures de volatilité du taux de change, dont l'écart-type quinquennal du taux de croissance de ce dernier, et des indicateurs de développement financier. Les estimations ont été effectuées principalement par la méthode *GMM système* en panel dynamique. L'échantillon d'Aghion et al. (2009) se compose de 83 pays analysés sur la période 1960-2000. Le principal résultat qui s'est dégagé de cette étude est que les fluctuations du taux de change affectent négativement la croissance sur le long terme, surtout dans les pays où le marché financier est sous-développé. Inspiré par ce travail et sachant que le développement financier est considéré comme l'un des avantages collatéraux (*spillover effects*) de la globalisation financière[84], nous nous sommes donné pour tâche d'étudier la question suivante :

Est-ce que la globalisation financière augmente (diminue) la croissance en amplifiant (amoindrissant) l'effet négatif (positif) de l'instabilité du taux de change nominal sur cette dernière ?

La section suivante apportera des éléments de réponse à cette question pour le cas des pays en développement les moins avancés.

II. Globalisation financière, instabilité monétaire et croissance économique : une étude empirique

Après avoir examiné la littérature relative à l'impact des fluctuations des taux de change sur la croissance économique et celle afférente à l'analyse des effets des flux de capitaux sur ces dernières, nous consacrons cette deuxième section à l'étude des effets de la globalisation financière sur la croissance économique, en prenant en considération son interaction avec les fluctuations du taux de change nominal à long terme. Plus précisément, nous essayerons de répondre à ces six hypothèses principales :

[84] Pour plus de détails, voir les chapitres 2 et 3.

- H_{01} : l'instabilité du taux de change nominal a un effet négatif sur la croissance économique
- H_{11} : l'effet de l'instabilité du taux de change nominal est positif ou neutre sur la croissance économique
- H_{02} : la globalisation financière produit encore son effet positif sur la croissance dans un contexte d'instabilité du taux de change nominal
- H_{12} : la globalisation financière n'est plus bénéfique à la croissance dans un contexte d'instabilité du taux de change nominal
- H_{03} : la globalisation financière diminue l'effet négatif (positif) de l'instabilité du taux de change nominal sur la croissance économique
- H_{13} : la globalisation financière augmente l'effet négatif (positif) de l'instabilité du taux de change nominal sur la croissance économique

Comme nous l'avons déjà mentionné, d'après Arratibel et al. (2011), les recherches qui se sont focalisées explicitement sur l'étude des répercussions de l'instabilité du taux de change nominal sur l'accroissement du revenu sont relativement rares. La plupart des études se sont consacrées à l'analyse des effets de la volatilité du taux de change réel et des régimes de change sur la croissance. Sous ces rapports, notre démarche s'avère d'une double originalité.

Premièrement, elle enrichit la littérature, peu abondante, sur les effets macroéconomiques de l'instabilité du taux de change nominal et ses déterminants.

Deuxièmement, elle réunit deux courants de la littérature :

- la littérature sur l'effet de l'instabilité du taux de change nominal sur la croissance ;
- et la littérature sur l'effet de globalisation financière sur l'instabilité du taux de change nominal.

De plus, savoir si la globalisation financière agit négativement (positivement) sur la croissance économique, en augmentant (baissant) l'effet négatif (positif) de l'instabilité du taux de change nominal sur cette dernière est une question riche d'intérêt, en matière de politique économique dans les pays en développement les moins avancés. Elle permet d'avoir une idée sur la pertinence de la régulation de l'ouverture financière et le choix du régime de change adéquat dans ces pays.

Dans ce qui suivra, nous commencerons par présenter ce que nous convenons de dénommer « instabilité monétaire ». Ensuite, nous expliquerons notre approche méthodologique,

avant d'interpréter les résultats qui en découlent. Nous finirons par tester la robustesse de nos estimations, avant d'être fixés à la lumière des résultats obtenus sur les réponses aux six hypothèses posées.

II.1 Qu'entend-on par « instabilité monétaire » ?

D'après Hnatkovska et Loayza (2005) et Rancière, Tornell et Westermann (2008), les fluctuations économiques sont soit du type « normal » ou du type « crise ». Alors que les premières sont plus répétitives en fréquence et donc plus durables, les secondes sont plus amples et plus courtes en durée.

Dans cette étude, ce sont les fluctuations « normales » du taux de change nominal qui nous intéressent. Par conséquent, si on se base sur la distinction de Hnatkovska et Loayza (2005) et Rancière et al. (2008), il est pertinent d'avancer que les fluctuations du taux de change nominal du type « crise » caractériseraient les crises de change. Par contre, ce que nous qualifions par le terme « instabilité monétaire » correspondrait plus à des fluctuations du taux de change nominal du type « normal ». De plus, selon Cariolle et Goujon (2015), en macroéconomie, l'instabilité désigne le mouvement des fluctuations du type « normal » autour d'une valeur de référence de long terme (moyenne, tendance stochastique, …). En s'appuyant sur les travaux de Rancière et al. (2008), ces auteurs ajoutent que la mesure traditionnellement utilisée en sciences économiques pour quantifier cette instabilité est l'écart-type.

Au terme de ces explications, nous pouvons définir l'instabilité monétaire comme les fluctuations fréquentes et durables du taux de change nominal, qui peuvent être des mouvements aussi bien d'appréciation (ou réévaluation) que de dépréciation (ou dévaluation) du prix de la monnaie domestique en termes de la monnaie étrangère[85], et ce, quel que soit le régime de change adopté.

Sous ce rapport, notre définition de « l'instabilité monétaire », en tant qu'instabilité du taux de change nominal, s'approche de celle d'Arratibel et al. (2011).

Nous nous distinguons de Sekkat et Varoudakis (2000) qui définissent deux types de fluctuations du taux de change.

Les premières sont fréquentes mais non persistantes, identifiées par les auteurs comme la volatilité du taux de change.

[85] Il s'agit d'une définition du taux de change nominal coté à l'incertain. Réciproquement, lorsque le taux de change est coté au certain, il est défini comme le prix de la monnaie étrangère en termes de la monnaie nationale. Ici, adopter la deuxième définition à la place de la première ne change pas le sens de notre propos.

Les deuxièmes sont moins fréquentes mais plus persistantes. Il s'agit des déviations du taux de change réel de son niveau d'équilibre de long terme. Ce deuxième type de fluctuations est considéré par Sekkat et Varoudakis (2000) comme le « mésalignement » du taux de change réel.

En dépit de cette divergence conceptuelle, il n'est pas exclu qu'une instabilité du taux de change nominal se transforme en mésalignement, de par le lien entre les taux de change nominal et réel (Liang (1998)). Il n'est pas aussi exclu qu'une forte instabilité donne lieu à une crise, surtout dans le cas d'une appréciation persistante de la monnaie nationale (Kaminsky et Reinhart (1999)). Cependant, ces questions ne concernent pas directement notre analyse. Rappelons que cette dernière s'intéresse aux répercussions de la globalisation financière sur la croissance *via* son effet sur l'instabilité monétaire.

Par ailleurs, comme nous l'avons déjà souligné, la plupart des études théoriques et empiriques se sont focalisées sur les effets de la volatilité du taux de change réel et non pas sur ceux du taux de change nominal. En ce qui nous concerne, la prise en compte du taux de change nominal et non du taux de change réel s'explique par le fait que la circulation des capitaux étrangers affecte potentiellement le TCN en premier lieu – abstraction faite des interventions possibles des autorités régulatrices. Ainsi, pour étudier les répercussions de la globalisation financière sur la croissance *via* son impact sur l'instabilité du taux de change, il parait plus pertinent de considérer en politique économique les fluctuations du TCN plutôt que celles du TCR. Ajoutons que les décideurs publics agissent sur le TCN directement et non pas sur le TCR. Ajoutons aussi que, par rapport au TCR, le TCN est plus facilement mesurable et calculable et qu'il est utilisé dans de nombreuses études portant sur les fluctuations du taux de change, en général, par exemple celles de : Devereux et Lane (2003), Levy-Yeyati et Sturzenegger (2003b), Calderón (2004), Grosby (2004), McKinnon et Schnabl (2004), Coudert et Dubert (2005), Edwards et Levy-Yeyati (2005), Schnabl (2007), De Grauwe et Schnabl (2008), Schnabl (2008), Schnabl (2009), Aizenman et al. (2010) et Kohli (2015).

II.2 Méthodologie

Dans ce paragraphe, il est question de la description des données utilisées dans l'étude et de la présentation des modèles estimés ainsi que la méthode d'estimation choisie.

II.2.1 Description des données

Nous nous basons dans notre étude sur un panel non cylindré[86] (*unbalanced panel*) de 72 pays parmi les pays à revenu faible et à revenu moyen inférieur selon la classification[87] de la Banque Mondiale. A l'instar d'Aguirre et Calderón (2005), Aizenman et al. (2010) et Al-Abri (2013), nous utilisons des données, transformées en moyennes sur cinq ans[88], relatives à la période 1972-2011. Comme nous l'avons déjà souligné, cette méthode habituellement utilisée dans la littérature sert à lisser les variations de court terme du niveau de la croissance, liées aux cycles des affaires. Ainsi, la méthode rend compte de la tendance de long terme (Ahmed (2016)).

Nous considérons le taux de croissance du PIB réel par habitant GDPPCG comme indicateur de croissance économique. Il est expliqué par des indicateurs de globalisation financière, des indicateurs d'instabilité monétaire et des variables de contrôle[89], qui se sont avérées robustes dans plusieurs travaux traitant du phénomène de croissance économique (Sala-I-Martin (1997) ; Barro et Sala-I-Martin (2003) ; Sala-I-Martin, Doppelhofer et Miller (2004) ; Aghion et Howitt (2009)).

II.2.1.1 Les indicateurs de globalisation financière

Comme dans les chapitres précédents, nos indicateurs de globalisation financière sont extraits de la base de Lane et Milesi-Ferretti (2007) actualisée en 2011.

INVOPGLG est l'indicateur de globalisation par l'investissement. Il s'agit du taux de croissance de la somme des stocks bruts des avoirs et des engagements extérieurs en Investissements de Portefeuille (IP) et en Investissements Directs Etrangers (IDE).

OPDEBG est l'indicateur de globalisation par l'endettement. Il représente le taux de croissance de la somme des stocks bruts des avoirs et des engagements extérieurs en dettes.

[86] La nature non cylindrée du panel fait en sorte qu'au niveau des estimations, le nombre de groupes de pays étudiés est souvent inférieur à 72 pays et il varie d'une régression à une autre.

[87] Comme souligné plus haut, la Banque Mondiale considère qu'un pays est à faible revenu si son RNB par habitant est inférieur ou égal à 935 dollars US, à revenu moyen inférieur si son RNB par habitant est compris entre 936 dollars US et 3705 dollars US, à revenu moyen supérieur si son RNB par habitant est compris entre 3706 dollars US et 11 455 dollars US et à revenu supérieur si son RNB par habitant est supérieur à 11 456 dollars US (http://data.worldbank.org/about/country-classifications/country-and-lending-groups). Les pays à revenu moyen supérieur et à revenu supérieur se caractérisent par un niveau de développement économique et financier, ainsi qu'une qualité des institutions plus élevés que les autres pays. Ces deux groupes sont composés majoritairement d'économies développées et émergentes. Ainsi, en les excluant de notre panel, nous promouvons l'homogénéité de notre échantillon composé par la majorité des pays en développement. De plus, ces économies sont largement étudiées dans la littérature relative aux répercussions de la globalisation financière sur la croissance, contrairement aux pays en développement les moins avancés.

[88] La transformation donne huit sous-périodes non-chevauchées : 1972-1976, 1977-1981, 1982-1986, 1987-1991, 1992-1996, 1997-2001, 2002-2006 et 2007-2011.

[89] Les statistiques descriptives afférentes à ces variables, ainsi que leur construction sont représentées au niveau des annexes.

OPGLG, indicateur correspondant à la somme d'INVOPGLG et d'OPENDEB, mesure la globalisation financière totale.

II.2.1.2 Les indicateurs d'instabilité monétaire

Afin de quantifier l'instabilité monétaire, nous avons calculé les deux variables principales suivantes.

VEXCHAV : l'écart-type quinquennal du taux de croissance logarithmique du taux de change nominal annuel.

$$\text{VEXCHAV} = \sqrt{\sum_{t=1}^{5}\left(\frac{x_t^i - \overline{x^i}}{\overline{x^i}}\right)^2} \quad (1)$$

Avec x le taux de croissance logarithmique du taux de change nominal annuel, calculé sur la base du taux de change nominal bilatéral mensuel moyen libellé en dollar, tiré de la base de données du Fonds Monétaire International (FMI).

VABRCHAV : l'écart moyen absolu quinquennal des résidus de l'estimation de la tendance de long terme du taux de change nominal annuel, exprimé en croissance logarithmique.

$$\text{VABRCHAV} = \frac{1}{5}\sum_{t=1}^{5}|\varepsilon_t - \overline{\varepsilon_t}| \quad (2)$$

Avec ε_t le résidu estimé de l'équation suivante :

$$x_t = a + bx_{t-1} + ct + \varepsilon_t \qquad (3)$$

x est le taux de croissance logarithmique du taux de change nominal annuel, calculé sur la base du taux de change nominal bilatéral mensuel moyen libellé en dollar, tiré de la base de données du Fonds Monétaire International (FMI), a est une constante et t la tendance temporelle. Cette équation est estimée séparément pour chaque pays de l'échantillon par la méthode des Moindres Carrés Ordinaires (*OLS*).

Quatre autres indicateurs alternatifs sont utilisés au niveau des tests de robustesse :

VAEXCHAVR : l'écart-type quinquennal des résidus de l'estimation de la tendance de long terme du taux de croissance logarithmique du taux de change nominal annuel moyen.

$$\text{VAEXCHAVR} = \sqrt{\sum_{t=1}^{5}\left(\frac{\varepsilon_t - \bar{\varepsilon_t}}{\varepsilon_t}\right)^2} \quad (4)$$

Avec ε_t le résidu estimé de l'équation suivante :

$$x_t = a + bx_{t-1} + ct + \varepsilon_t \quad (5)$$

x est le taux de croissance logarithmique du taux de change nominal annuel, calculé sur la base du taux de change nominal bilatéral mensuel moyen libellé en dollar, tiré de la base de données du Fonds Monétaire International (FMI), *a* est une constante et *t* la tendance temporelle. Cette équation est estimée séparément pour chaque pays de l'échantillon par la méthode des Moindres Carrés Ordinaires (*OLS*).

VAVEXCHAV : l'écart moyen absolu quinquennal du taux de change nominal annuel moyen.

$$\text{VAVEXCHAV} = \frac{1}{5}\sum_{t=1}^{5}\left|x_t^i - \bar{x^i}\right| \quad (6)$$

Avec x : le taux de croissance logarithmique du taux de change nominal annuel, calculé sur la base du taux de change nominal bilatéral mensuel moyen libellé en dollar, tiré de la base de données du FMI.

z_sEXCHAV : la mesure de la volatilité du taux de change *de facto* (Z-score) proposée par Ghosh et al. (2003), calculée sur la base du taux de change nominal annuel.

$$\text{z\_sEXCHAV} = \sqrt{\mu_t^2 + \sigma_t^2} \quad (7)$$

Avec μ la moyenne arithmétique quinquennale du taux de change nominal annuel, calculé sur la base du taux de change nominal bilatéral mensuel moyen libellé en dollar, tiré de la base de données du FMI et σ l'écart-type arithmétique quinquennal du taux de change nominal annuel, calculé sur la base du taux de change nominal bilatéral mensuel moyen libellé en dollar, tiré de la base de données du FMI.

EXST : la moyenne arithmétique quinquennale de la mesure de la stabilité du taux de change (ERS) construite par Aizenman, Chinn et Ito (2008). Il s'agit de l'écart-type annuel (*stdev*) du taux de croissance du taux de change nominal mensuel (*exch_rate*), normalisé et calculé sous la forme d'un indice. Lorsque la valeur de ce dernier s'approche de « 1 » le taux

de change tend vers la stabilité. Au contraire, quand ERS affiche une valeur proche de « 0 », le taux de change tend vers l'instabilité.

$$\text{ERS} = \frac{0.01}{0.01 + stdev(\Delta(log(exch\_rate))} \quad (8)$$

Quatre points sont à noter concernant le choix de ces indicateurs.

Premièrement, nous nous sommes alignés sur la méthodologie d'Aghion et al. (2009) pour calculer l'indicateur VEXCHAV. En effet, comme nous l'avons déjà indiqué, ces auteurs ont étudié les effets de l'instabilité du taux de change sur la croissance économique à long terme, en interaction avec le développement financier. L'une des mesures de l'instabilité du taux de change qu'Aghion et al. (2009) ont utilisées dans leur analyse empirique est l'écart-type quinquennal du taux de croissance logarithmique du taux de change annuel. Pareillement, Calderón et Kubota (2009b) et Aizenman et al. (2010) ont utilisé l'écart-type quinquennal du taux de change annuel comme indicateur d'instabilité du taux de change.

Deuxièmement, les méthodes sur lesquelles se basent les calculs des variables VAVEXCHAV, VAEXCHAVR et VABRCHAV trouvent leurs justifications dans l'article de Cariolle et Goujon (2015). Ces deux auteurs proposent un ensemble de méthodes de mesures de l'instabilité macroéconomique d'une manière générale. Parmi ces méthodes figurent l'écart moyen absolu du taux de croissance d'une variable, ainsi que l'écart-type et l'écart moyen absolu du résidu d'une régression économétrique. Le taux de change étant une variable macroéconomique, nous avons calculé les variables VAVEXCHAV, VAEXCHAVR et VABRCHAV sur la base de ces méthodes pour mesurer son instabilité.

Troisièmement, la méthode développée par Ghosh et al. (2003) pour construire l'indicateur Z-score est utilisée par de nombreux chercheurs, à l'instar de Schnabl (2007), Schnabl (2008), De Grauwe et Schnabl (2008) et Arratibel et al. (2011). Aussi, la mesure de la stabilité du taux de change (ERS) calculée par Aizenman et al. (2008) est l'une des trois composantes de leur « Indice Trilemme (Trilemma Indexes) ». Elle est utilisée dans la littérature la plus récente, qui s'intéresse à la vérification empirique du « triangle d'incompatibilité » de Mundell (Hsing (2012), Ito et Kawai (2014) et Aizenman et al. (2016)).

Quatrièmement, à partir de la revue de la littérature analysée au niveau des deux premières sections, il apparait clair qu'il n'existe pas de mesure consensuelle ni de l'instabilité du taux de change ni de sa volatilité. Ceci a été déjà souligné par Bélanger et Gutiérrez (1990) dans leur revue de la littérature sur l'impact de la volatilité du taux de change sur le commerce. Toutefois, force est de remarquer que plusieurs indicateurs se basent sur l'écart-type

du taux de change. D'après Nabli et Varoudakis (2002), beaucoup d'économistes utilisent des indicateurs sophistiqués pour mesurer les fluctuations du taux de change, telles que les variances et les écarts-types des résidus des régressions du taux de change. Or, toutes ces mesures sophistiquées sont fortement corrélées à l'écart-type du taux de change, qui peut donc être leur substitut. Kenen et Rodrik (1986) et Grobar (1993) soutiennent aussi cette conclusion. D'ailleurs, Nabli et Varoudakis (2002) les évoquent en référence dans leur article.

II.2.1.3 Les variables de contrôle

Comme nous l'avons déjà mentionné, les variables de contrôle que nous utilisons dans nos régressions sont couramment utilisées dans la littérature et se sont avérées robustes dans plusieurs travaux traitant du phénomène de croissance économique (Sala-I-Martin (1997) ; Barro et Sala-I-Martin (2003) ; Sala-I-Martin et al. (2004) ; Aghion et Howitt (2009) ; Aghion et al. (2009)).

Ces variables se présentent comme suit :

L.GDPPC est l'indicateur de convergence conditionnelle (PIB initial), et c'est, le PIB réel par habitant (en logarithme) retardé d'une période (World Development Indicators (2014)).

EDU est l'indicateur de capital humain (niveau d'éducation), à savoir la part de la population scolarisée en secondaire dans la population en âge de l'être (en logarithme) (World Development Indicators (2014)).

GOV est l'indicateur de la politique publique, à savoir le ratio des dépenses de consommation finale du gouvernement au PIB (en logarithme) (World Development Indicators (2014)).

CRISIS est une variable muette indicatrice des crises. Elle prend la valeur de « 1 » pour l'année de crise et « 0 » pour l'année exempte de crise (Systemic Banking Crises Database: An Update, IMF (2012)).

PRIV est l'indicateur de développement financier, à savoir le montant des crédits accordés au secteur privé rapporté au PIB (en logarithme) (base de données de Beck, Demirgüç-Kunt et Levine (2009), actualisée en avril 2013).

Au niveau des tests de robustesse, nous incluons d'autres variables de contrôle, à savoir :

POPG : le taux de croissance de la population en % (World Development Indicators (2014)).

EXP : les exportations de biens et de services rapportées au PIB en % (taux d'effort à l'exportation en logarithme) (World Development Indicators (2014)).

POLI : l'indicateur des droits politiques de *Freedom House*. Il s'agit d'une note attribuée à partir d'un questionnaire allant de 1 à 8 (1 étant la meilleure situation politique et 8 la pire) (Freedom House (2014)).

LIQG : le taux de croissance logarithmique des engagements exigibles (M3) rapportés au PIB (base de données de Beck et al. (2009), actualisée en avril 2013).

II.2.2 Modèles utilisés

Empiriquement, voir si la globalisation financière augmente (diminue) la croissance en amplifiant (amoindrissant) l'effet négatif (positif) de l'instabilité du taux de change sur cette dernière dans les pays en développement revient à étudier les deux points suivants :

- d'une part, la nature de l'impact direct de la globalisation financière et de l'instabilité du taux de change nominal sur la croissance ;
- et d'autre part, l'impact marginal de l'instabilité du taux de change nominal, en interaction avec la globalisation financière.

Sur cette base nous estimons les deux modèles suivants :

Modèle (1) : Globalisation financière, instabilité monétaire et croissance économique : effets directs

$$\Delta \boldsymbol{Y_{it}} = \alpha_0 + \gamma Y_{it-1} + \alpha_1 \boldsymbol{int1_{it}} + \alpha_2 \boldsymbol{int2_{it}} + \beta' X_{it} + \mu_i + \lambda_t + \varepsilon_{it} \quad (9)$$

Modèle (2) : Globalisation financière, instabilité monétaire et croissance économique : effet marginal

$$\Delta \boldsymbol{Y_{it}} = \alpha_0 + \gamma Y_{it-1} + \alpha_1 \boldsymbol{int2_{it}} + \alpha_2 (\boldsymbol{int1_{it} * int2_{it}}) + \beta' X_{it} + \mu_i + \lambda_t + \varepsilon_{it} \quad (10)$$

$\Delta Y_{it} = Y_{it} - Y_{it-1}$: représente le taux de croissance du PIB réel par habitant en différence logarithmique (GDPPCG).

Y_{it-1} : représente le PIB réel par habitant en logarithme retardé d'une période (L.GDPPC).

$int1_{it}$: représente les indicateurs de globalisation financière (OPGLG, INVOPGLG ou OPDEBG).

$int2_{it}$: représente les indicateurs d'instabilité monétaire (VEXCHAV, VABRCHAV, VAEXCHAVR, VAVEXCHAV, z_sEXCHAV ou EXST)

$int1_{it}$ *X* $int2_{it}$ représente un terme d'interaction entre la globalisation financière et l'instabilité monétaire.

X_{it} : regroupe un jeu de variables de contrôle (EDU, GOV, CRISIS, PRIV, EXP, POLI ou/et LIQG). α_0 est une constante ; μ_i, l'effet spécifique au pays ; λ_t, l'effet spécifique au temps et ε_{it} le terme d'erreur. Les indices *i* et *t* désignent respectivement les pays (i =1, 2… N) et les périodes (t = 1, 2…T).

Le Modèle (1) tente de capter les effets directs de la globalisation financière et de l'instabilité monétaire sur la croissance économique. Ceci revient à examiner l'effet de la globalisation financière (de l'instabilité monétaire) dans un contexte d'instabilité monétaire (de globalisation financière) sur la croissance économique.

Le Modèle (2) tente de capter l'effet marginal de long terme de l'instabilité monétaire sur la croissance économique. Il permet de voir si l'impact de l'instabilité monétaire sur la croissance augmente ou diminue avec la globalisation financière.

D'après le Modèle (2), l'effet marginal de l'instabilité monétaire sur la croissance économique est obtenu à travers le calcul de la dérivée partielle du taux de croissance du PIB réel par habitant sur l'indicateur d'instabilité monétaire.

$$\frac{d(\Delta Y)_{it}}{d(int2)_{it}} = \alpha_1 + \alpha_2 int1_{it} \quad (11)$$

- si α_1 et α_2 sont tous les deux positifs (négatifs), alors l'instabilité monétaire a un effet positif (négatif) sur la croissance économique, et la globalisation financière amplifie cet impact ;
- si $\alpha_1 > 0$ et $\alpha_2 < 0$, alors l'instabilité monétaire a un effet positif sur la croissance économique, néanmoins la globalisation financière réduit cet impact ;
- et finalement, si $\alpha_1 < 0$ et $\alpha_2 > 0$, alors l'instabilité monétaire produit un effet négatif sur la croissance économique, néanmoins la globalisation financière réduit cet impact.

II.2.2 Méthode d'estimation

Pour estimer nos deux modèles dynamiques spécifiés en données de panel, nous utilisons la méthode *GMM system* développée par Arellano et Bond (1991), Arellano et Bover (1995) et Blundell et Bond (1998) avec des estimations en deux étapes[90]suivant la méthodolo-

[90] Une première estimation se fait sous l'hypothèse d'absence de corrélation des erreurs et leur homoscédasticité. Ensuite, le vecteur des résidus issu de cette première estimation est utilisé pour estimer de façon convergente une matrice variance-covariance des erreurs, dans une deuxième étape d'estimation. A cette deuxième étape, l'hypothèse d'absence de corrélation des erreurs et de leur homoscédasticité est vérifiée. Cela fait de

gie proposée par Windmeijer (2005) pour promouvoir sa robustesse[91]. Cette méthode permet de résoudre le problème potentiel d'endogénéité des variables explicatives avec la variable à expliquer, d'autant plus que dans nos modèles, les variables explicatives sont de nature macroéconomique et institutionnelle, d'où le risque d'une causalité inverse avec la croissance. La méthode *GMM system* permet aussi de résoudre le biais potentiel lié à la corrélation possible entre les « effets fixes-pays » et le terme d'erreur. Ceci évite un problème de corrélation entre ce terme et les variables explicatives, surtout que l'une de ces variables est le PIB par habitant retardé. Aussi, la dimension individuelle de notre panel qui est relativement plus large que sa dimension temporelle (T < N) justifie le choix de l'estimateur *GMM system* (Roodman (2009a ; 2009b)).

Dans les études récentes qui traitent de l'impact de la globalisation financière sur la croissance économique (Albulescu (2015) ; Kunieda, Okada et Shibata (2016)), la méthode *GMM system* est souvent utilisée dans l'estimation des modèles dynamiques en données de panel. En effet, en plus des avantages cités ci-dessus, cette méthode permet d'instrumentaliser plusieurs variables explicatives spécifiquement, et ce, contrairement à certaines méthodes des Variables Instrumentales externes, telles que celles proposées par Anderson et Hsiao (1982). De plus, elle génère des instruments internes à partir des variables explicatives endogènes du modèle.

La validité de l'estimateur *GMM system* est conditionnée par la qualité des instruments choisis (*Hansen-test*), ainsi que l'absence d'autocorrélation de second ordre des erreurs dans l'équation en différence (*AR2*)[92].

---

l'estimateur GMM estimé en deux étapes un estimateur plus efficace que l'estimateur GMM estimé en une seule étape ((Roodman (2009a ; 2009b)). Pour plus de détails sur la méthode GMM system, voir les chapitres 4 et 5.

[91] Toutes nos régressions sont effectuées avec le logiciel Stata 12, dans lequel la méthode GMM system est préprogrammée (commandes « *xtabond2* » et « *twostep* »). Aussi, nous nous basons dans l'écriture des commandes relatives à nos estimations sur les recommandations de Roodman (2009a, 2009b) et Newey et Windmeijer (2009), dont l'application de la correction de Windmeijer (2005), afin d'obtenir des écarts-types asymptotiques, donc robustes et éliminer, ainsi, le biais potentiel qui pourrait découler de l'estimation en deux étapes. A travers l'utilisation de la commande « *collapse* », le logiciel Stata 12 garantit un petit nombre d'instruments utilisés qui n'excède pas le nombre d'observations, afin de pouvoir estimer le modèle d'une façon non biaisée, ce qui évite potentiellement le problème de prolifération des instruments (Roodman (2009a ; 2009b)). En effet, avec un nombre d'instruments trop élevé, qui dépasse le nombre d'observations, les variables endogènes peuvent être sur-présentées par leurs instruments, d'où le risque de persistance du problème d'endogénéité.

[92] Dans toutes nos estimations, la valeur du test de Hansen (*p-values*) est supérieure au seuil de 10%. Ceci indique que l'hypothèse nulle de non corrélation des variables instrumentales avec les termes d'erreur est vérifiée. Par conséquent, les instruments utilisés paraissent valides en pratique et l'estimateur *GMM system* convergent. Ce résultat est consolidé par l'acceptation de l'hypothèse nulle d'absence d'autocorrélation des erreurs d'ordre deux. En effet, les valeurs du test AR2 (*p-values AR2*) sont supérieures au seuil de 10%, dans toutes nos régressions.

II.3 Résultats des estimations de base

Le tableau 6.1, ci-dessous, présente les résultats des régressions de base, relatives aux modèles (1) et (2). Les coefficients associés aux indicateurs d'instabilité monétaire, VABR-CHAV et VEXCHAV, sont significatifs – au moins à un seuil inférieur à 5% – et de signe négatif dans toutes les régressions (de (1) à (12)). Ceci mène à conclure que l'instabilité du taux de change nominal a des répercussions négatives sur l'accroissement du revenu par tête sur le long terme. Rappelons que la même conclusion a été tirée par un certain nombre d'études portant sur des périodes et des échantillons différents des nôtres, telles que celles de Grosby (2004), Dubas et al. (2005), Schnabl (2007 ; 2008 ; 2009), De Grauwe et Schnabl (2008) et Arratibel et al. (2011). Rappelons aussi que, théoriquement, cet effet est expliqué principalement par deux mécanismes. Le premier revient à l'impact négatif de l'incertitude, due à l'instabilité du taux de change, sur l'investissement (Guérin et Lahrèche-Révil (2001)), le commerce extérieur (Hooper et Kohlhagen (1978)) et la production (Rose (2000) ; Frankel et Rose (2002)). Quant au deuxième, il se rapporte aux crises issues des mouvements d'instabilité extrême, telle qu'une appréciation brutale de la monnaie (Kaminsky et Reinhart (1999) ; Aizenman et Hausmann (2000)), sachant que ces crises menacent la croissance et l'emploi.

Dans le même tableau, les régressions (1), (3), (7) et (9) mettent en évidence que les coefficients associés aux indicateurs de globalisation financière (OPGLG) et de globalisation par l'investissement (INVOPGLG) sont significatifs et positifs. Cela témoigne de l'existence d'un impact favorable de la globalisation financière et de la globalisation par l'investissement sur la croissance. En revanche, dans les régressions (5) et (11), le coefficient rattaché à l'indicateur de globalisation par l'endettement (OPDEBG) n'est pas significatif. A l'instar des résultats que nous avons trouvés dans les deux chapitres 4 et 5, ce type de globalisation ne s'avère pas bénéfique à la croissance économique des pays en développement les moins avancés à long terme.

Comme nous l'avons déjà expliqué dans les deux chapitres précédents, l'impact positif de la globalisation par l'investissement peut s'expliquer par la complémentarité entre l'investissement domestique et étranger (*crowding effect*), le transfert technologique et les choix politiques plus productifs, ainsi que la meilleure gouvernance et qualité des institutions que cette globalisation favorise (Bartolini et Drazen (1996) ; Rajan et Zingales (2003) ; Gourinchas et Jeanne (2006) ; Obstfeld (2009)).

En ce qui concerne l'absence d'un effet direct positif de la globalisation par l'endettement sur la croissance, il peut s'expliquer – tel que nous l'avons mentionné égale-

ment dans le cadre des deux chapitres précédents – par les problèmes d'agence qu'elle risque d'entrainer ou d'amplifier dans le système financier domestique (McKinnon et Pill (1996 et 1998)), et c'est dans ce sens que Rodrik et Velasco (1999), Berg, Borensztein et Pattillo (2004) et Eichengreen, Hausmann et Panizza (2006) ont souligné que les flux de dettes étrangères sont souvent un synonyme de risques, de forte réversibilité et de crises financières. Il y a aussi les recherches qui confirment l'ambiguïté des répercussions macroéconomiques de la globalisation par l'endettement. Par exemple, dans le modèle d'Obstfeld (1998a), pour les entrées des flux de dettes étrangères, sur le court terme, il y a une hausse immédiate de la consommation. Avec le remboursement de la dette, le niveau du capital fini par atteindre un sentier plus important que le niveau autarcique. Cependant, le payement des intérêts sur dette abaisse la consommation en deçà de son niveau d'autarcie, par la suite.

Bien plus, dans son modèle théorique simple avec générations imbriquées, Artus (1998) s'est posé la question du financement extérieur optimal de l'investissement dans les pays en développement. Il est arrivé à démontrer sans ambiguïté la supériorité d'une ouverture financière basée sur l'investissement étranger par rapport à une ouverture financière basée sur l'endettement extérieur. S'agissant des bienfaits des investissements étrangers, l'auteur démontre que la présence des non-résidents dans le capital des entreprises nationales, encourage les résidents à accroitre leur contribution pour garder leur part des dividendes. Il en ressort une hausse de l'investissement global et une augmentation du revenu du travail et du capital. Dans le cas d'un retrait des investisseurs étrangers, sous l'hypothèse de l'irréversibilité de l'investissement, le stock de capital ne baisse pas, mais peut même augmenter, car les résidents seront obligés de financer ce stock au-delà de la part du capital retranchée. En revanche, lorsque l'investissement national est financé par des flux de dettes étrangères, une augmentation du taux d'intérêt domestique risque de hausser le niveau de l'endettement domestique et la charge d'intérêt y afférant. Ceci accroit l'incertitude sur les revenus futurs, qui seront susceptibles de baisser avec l'accroissement des intérêts. Par conséquent, le risque d'une baisse de la production s'avère fort probable, étant donné la diminution du stock de capital productif, à cause de l'incertitude sur les revenus futurs. Comme on l'a déduit au niveau du chapitre 5 à partir du modèle de Broner, Martin et Ventura (2010), qui, rappelons-le, prouve que les faibles dotations en capital ne permettent pas à l'économie d'honorer sa dette étrangère, dans un contexte d'ouverture financière, si l'effet de la globalisation par l'endettement sur la croissance n'est pas net (statistiquement non significatif), c'est qu'il dépend de la capacité de remboursement de la dette extérieure que ce type de globalisation accroit directement, contrairement à la globalisation par l'investissement. Sur cette base, on peut supposer que le défaut (ou

les difficultés) de remboursement de la dette extérieure peut anéantir l'effet positif de la globalisation par l'endettement sur l'accroissement de la richesse.

En outre, on peut voir au niveau du tableau 6.1, ci-dessous, les résultats des estimations du modèle (2), qui rend compte de l'effet marginal de l'instabilité du taux de change nominal sur la croissance économique *via* la globalisation financière. Ces résultats répondent à la question suivante :

Est-ce que la globalisation financière affecte positivement (négativement) et indirectement la croissance en baissant (augmentant) l'impact de l'instabilité monétaire sur cette dernière ?

Les régressions (2), (4), (6), (8), (10) et (12) du tableau montrent que les coefficients des indicateurs d'instabilité monétaire VABRCHAV et VEXCHAV sont significatifs et négatifs. Ce constat corrobore les résultats tirés du modèle (1) qui prouvent que l'impact de l'instabilité du taux de change nominal est significativement défavorable à la croissance du revenu par tête dans les pays en développement sur le long terme.

De plus, les coefficients associés aux termes d'interaction entre la globalisation financière et l'instabilité monétaire (OPGLG X VABRCHAV et OPGLG X VEXCHAV) sont à la fois positifs et significatifs (régressions (2) et (8)). A cet effet, il semble que l'impact négatif de l'instabilité monétaire sur la croissance décroit avec une plus forte globalisation financière. L'effet positif de cette dernière sur l'accroissement du PIB réel par habitant contrebalance l'effet négatif de l'instabilité du taux de change nominal. Il apparait donc que la globalisation financière entraine un effet indirect favorable (un avantage collatéral) à la croissance, outre son impact direct positif. Celui-ci réside en la diminution de l'effet nocif de l'instabilité monétaire.

A ce niveau de l'analyse, si on procède à un croisement des conclusions tirées par Aghion et al. (2009), d'une part, et celles issues des études de Kose et al. (2003) et Prasad et al. (2006 ; 2009), d'autre part, on peut trouver une explication tant théorique qu'empirique à ce résultat. Rappelons que, moyennant une modélisation théorique et une validation empirique, Aghion et al. (2009) ont pu prouver que le développement financier atténue l'effet négatif de la volatilité du taux de change sur la croissance économique. D'autre part, Kose et al. (2003) et Prasad et al. (2006 ; 2009) ont démontré que l'un des effets positifs indirects, dit aussi collatéraux (*spillover effects*), de la globalisation financière sur la croissance est le développement du système financier qu'elle porte dans son sillage. Ainsi, en faisant le rapprochement entre ces travaux et les résultats de nos régressions (2) et (8) du tableau 6.1, le méca-

nisme suivant s'avère soutenable : c'est parce que la globalisation financière favorise indirectement le développement financier qu'elle abaisse l'effet négatif de l'instabilité monétaire sur la croissance. Rappelons que l'un des canaux de transmission de l'effet négatif de l'instabilité monétaire sur la croissance est l'incertitude qu'elle provoque et qui, en conséquence, abaisse l'investissement, le commerce et la production. Or, la couverture du risque de change sur un marché financier développé diminue cette incertitude, ainsi que les répercussions nocives qui en découlent sur l'accroissement du revenu et ses déterminants (De Grauwe (1992) ; Viaene et De Vries (1992)). En bref, en favorisant une meilleure gestion du risque de change, par le développement financier, la globalisation financière pourrait diminuer l'effet négatif de l'instabilité monétaire sur la croissance. Mais est-ce le cas de toutes les globalisations financières, quelle que soit la nature des flux financiers échangés ?

La réponse à cette question se déduit des termes d'interaction ente la globalisation par l'investissement et l'instabilité monétaire (VABRCHAV X INVOPGLG et VEXCHAV X INVOPGLG) et ceux de la globalisation par l'endettement et l'instabilité monétaire (VABRCHAV X OPDEBG et VEXCHAV X OPDEBG).

Comme on peut le voir au niveau du tableau 6.1, les termes d'interaction entre la globalisation par l'investissement et l'instabilité monétaire se caractérisent par des coefficients de signe significativement positif dans toutes les régressions. Ce coefficient suggère que les investissements étrangers atténuent l'effet nocif de l'instabilité monétaire sur la croissance économique. Ainsi, la globalisation par l'investissement influe indirectement et positivement sur la croissance, et ce, en amortissant les répercussions négatives de l'instabilité monétaire.

Au contraire, les termes d'interaction entre la globalisation par l'endettement et l'instabilité financière montrent des coefficients non significatifs (VABRCHAV X OPDEBG et VEXCHAV X OPDEBG). Cela veut dire que c'est la globalisation par l'investissement qui abaisse l'effet négatif de l'instabilité monétaire sur la croissance, et non la globalisation par l'endettement.

En guise d'explication de ce résultat, il est fort probable que c'est le développement financier qui diminue l'effet nocif de l'instabilité monétaire, et c'est l'ouverture par l'investissement (IDE et IP) qui favorise ce développement. *A contrario*, ce raisonnement ne semble pas valable pour la globalisation par l'endettement, surtout que, tel que nous l'avons expliqué ci-dessus, elle risque d'être à l'origine de nombreux soubresauts financiers (renversement brutal des flux, crises, arrêt des entrées des capitaux, …), ce qui a de forte chance de défavoriser le développement financier. En outre, Levine (1996 ; 2003) fait valoir que la prise de participation d'investisseurs étrangers dans le capital des banques domestiques contribue à

améliorer leur gouvernance et organisation interne, avec le transfert du savoir et du savoir-faire étrangers, ainsi que la supervision du système bancaire. De plus, avec la prise de participation des étrangers, les banques bénéficieront d'économies d'échelle, d'une plus grande profondeur financière et d'un accès plus facile aux marchés financiers extérieurs. Aussi, selon Stulz (1999a ; 1999b) et Henry (2000), l'entrée de capitaux étrangers en IP fait accroitre le niveau de liquidité dans le marché des valeurs mobilières, réduisant ainsi le risque lié à la préférence pour la liquidité. La prime de risque est également abaissée sur le marché boursier domestique par l'introduction des investisseurs étrangers, qui non seulement augmenteront la liquidité de ces marchés, mais surtout partageront le risque avec les investisseurs domestiques.

Au total, c'est par ces canaux, parmi d'autres[93], qu'une ouverture basée sur l'investissement étranger développe le système financier domestique et qu'elle baisse, de ce fait, l'impact négatif de l'instabilité monétaire sur la croissance. Cet impact négatif peut être identifié comme l'incertitude que l'instabilité du taux de change nominal produit et qui nuit aux déterminants de la croissance, en l'occurrence l'investissement, le commerce extérieur et la production.

Par contre, si l'ouverture basée sur l'endettement étranger ne produit pas cet effet, c'est qu'elle peut entrainer ou/et amplifier des problèmes d'agence dans le système financier domestique (McKinnon et Pill (1996 ; 1998)). Selon Rodrik et Velasco (1999), Berg et al. (2004) et Eichengreen et al. (2006), les flux de dettes étrangères sont souvent un synonyme de risques et de crises, et c'est ainsi qu'ils baissent la production et l'emploi. D'après Wei (2006), ces flux sont plus réversibles que les flux d'investissements directs étrangers et de portefeuille. Cette forte réversibilité risque de provoquer un arrêt brutal des flux entrants (*sudden stops*) et une crise (Calvo, Izquierdo et Talvi (2006)). Ajoutons à cela que, d'après Lane et McQuade (2014), il y a une forte corrélation entre les entrées nettes des flux de dettes extérieures et le *boom* de crédit domestique dans les pays en développement, contrairement aux flux d'IDE et d'IP non corrélés avec ce *boom*.

En plus de ces mécanismes, d'après les deux modèles théoriques d'Artus (1998) et Artus et Cartapanis (2008), en augmentant la dette extérieure initiale, la globalisation par l'endettement accroit l'instabilité du taux de change. Ce résultat est appuyé par Kaminsky et Reinhart (1999), Calvo et al. (2006) et Lane et McQuade (2014). Ce raisonnement est encore plus soutenable si on considère les résultats empiriques trouvés par Calderón et Kubota

[93] Pour une littérature plus riche sur les effets des IDE et des IP sur le développement financier, voir le chapitre 2.

(2009b), Al-Abri (2013) et Caporale et al. (2015), qui ont démontré que les flux de dettes étrangères déstabilisent plus le taux de change que les flux d'investissements étrangers.

Une dernière interprétation reste à faire à partir des chiffres du tableau 6.1. Celle-ci se rapporte aux variables de contrôle utilisées dans les estimations de base relatives au modèle (1) et (2). En effet, il apparait que les coefficients relatifs à ces variables, lorsqu'ils sont significatifs, sont en adéquation avec l'intuition théorique, au niveau de toutes les régressions du tableau. En effet, le signe négatif du coefficient de la variable de la taille du gouvernement (GOV) est en adéquation avec la théorie des choix publics. L'indicateur du niveau d'éducation (EDU) se caractérise par un coefficient positivement significatif dans la plupart des régressions. Ceci s'accorde avec les enseignements de la théorie du capital humain, qui en fait l'un des déterminants de la croissance économique. En outre, la négativité et la significativité de l'indicateur des crises (CRISIS) est conforme aux résultats de plusieurs études empiriques sur les fluctuations du taux de change nominal et la croissance (Levy-Yeyati et Sturzenegger (2003b) ; De Grauwe et Schnabl (2008) ; Arratibel et al. (2011)). En dernier point, il est important de souligner que la significativité, simultanée, de la variable indicatrice des crises et les indicateurs d'instabilité monétaire témoigne du clivage entre le phénomène de crise, notamment de change (fluctuations du type « crise »), et celui d'instabilité monétaire (fluctuations du type « normal »). En effet, l'impact de l'instabilité monétaire sur la croissance n'a pas été anéanti par la présence de l'indicateur des crises. Ainsi donc, l'instabilité du taux de change nominal peut déboucher sur une crise, mais il est pertinent de ne pas la confondre avec cette dernière.

Tableau 6.1 Estimations de base

	Mod(1)	**Mod2(2)**	**Mod1(3)**	**Mod2(4)**	**Mod1(5)**	**Mod2(6)**	**Mod1(7)**	**Mod2(8)**	**Mod1(9)**	**Mod2(10)**	**Mod1(11)**	**Mod2(12)**
L.GDPPC	-0.025	-0.026	-0.011	-0.022	-0.028*	-0.031*	-0.014	-0.016	-0.015	-0.016	-0.017	-0.019
	(0.020)	(0.016)	(0.012)	(0.014)	(0.017)	(0.017)	(0.017)	(0.018)	(0.014)	(0.018)	(0.018)	(0.015)
EDU	0.019***	0.020***	0.011*	0.019**	0.024**	0.020**	0.019***	0.018**	0.013*	0.015	0.019**	0.020**
	(0.007)	(0.007)	(0.005)	(0.008)	(0.011)	(0.010)	(0.007)	(0.007)	(0.007)	(0.009)	(0.009)	(0.009)
PRIV	0.005	0.003	0.005	0.006	0.004	0.006	-0.002	-0.002	0.004	0.001	-0.001	0.002
	(0.011)	(0.010)	(0.007)	(0.007)	(0.010)	(0.011)	(0.011)	(0.011)	(0.008)	(0.009)	(0.011)	(0.011)
GOV	-0.050**	-0.054***	-0.050***	-0.051***	-0.049**	-0.069***	-0.042**	-0.051**	-0.046**	-0.048***	-0.054***	-0.044*
	(0.022)	(0.019)	(0.017)	(0.016)	(0.021)	(0.020)	(0.017)	(0.022)	(0.021)	(0.018)	(0.020)	(0.026)
CRISIS	-0.024**	-0.021**	-0.022***	-0.023**	-0.025*	-0.023*	-0.023**	-0.022**	-0.023**	-0.018*	-0.022*	-0.026**
	(0.010)	(0.009)	(0.008)	(0.009)	(0.012)	(0.012)	(0.009)	(0.009)	(0.011)	(0.010)	(0.011)	(0.011)
OPGLG	**0.053****						**0.053*****					
	(0.021)						(0.017)					
VABRCHAV	**-0.023****	**-0.039*****	**-0.031*****	**-0.038*****	**-0.028****	**-0.030*****						
	(0.012)	(0.009)	(0.008)	(0.010)	(0.013)	(0.011)						
OPGLG X VABRCHAV		**0.202*****										
		(0.061)										
INVOPGLG			**0.057*****						**0.039***			
			(0.019)						(0.021)			
INVOPGLG X VABR-CHAV				**0.040****								
				(0.019)								
OPDEBG					**0.028**						**0.012**	
					(0.027)						(0.023)	
OPDEBG X VABRCHAV						**0.078**						
						(0.083)						
VEXCHAV							**-0.057*****	**-0.072*****	**-0.050****	**-0.079*****	**-0.063*****	**-0.073*****
							(0.017)	(0.018)	(0.020)	(0.023)	(0.020)	(0.023)
OPGLG X VEXCHAV								**0.350*****				
								(0.116)				
INVOPGLG X VEXCHAV										**0.099****		
										(0.044)		
OPDEBG X VEXCHAV												**0.297**
												(0.240)
Constante	0.231*	0.251**	0.163**	0.217**	0.236**	0.313***	0.161*	0.200*	0.173**	0.196**	0.209*	0.180
	(0.121)	(0.106)	(0.077)	(0.083)	(0.107)	(0.103)	(0.089)	(0.105)	(0.085)	(0.095)	(0.107)	(0.110)
Observations	309	309	307	307	309	309	309	309	307	307	309	309
Nombre de groupes	66	66	66	66	66	66	66	66	66	66	66	66
AR2 P-value	0.698	0.686	0.836	0.549	0.626	0.393	0.718	0.635	0.627	0.554	0.557	0.486
Hansen P-value	0.213	0.341	0.735	0.390	0.200	0.289	0.409	0.484	0.555	0.449	0.310	0.339
Instruments	43	43	50	56	29	36	50	43	43	36	36	29

* Légende : Variable dépendante : GDPPCG/ Echantillon : 72 pays/ Période 1972-2011/ Estimations : GMM system. Les valeurs entre parenthèses sont les écarts-types des coefficients estimés des variables explicatives, dont la constante. Ils sont corrigés d'hétéroscédasticité à travers la méthode de White (1980). Les coefficients estimés sont : * significatifs au seuil d'erreur de 10%, ** significatifs au seuil d'erreur de 5 %, *** significatifs au seuil d'erreur de 1%. Le test de Hansen indique que les instruments utilisés sont valides (H0 : acceptée), avec des p-values largement supérieures au seuil de 10 %. Le test AR(2) indique l'absence d'autocorrélation entre les termes d'erreurs d'ordre 2, avec des p-values supérieures au seuil de 10 %. Source : calcul de l'auteur avec le logiciel Stata 12.

II.4 Tests de robustesse

Dans le présent paragraphe nous soumettons nos estimations en *GMM system* des deux modèles (1) et (2) à une batterie de tests, afin de valider leur robustesse. Ces tests consistent en l'insertion de variables alternatives d'instabilité monétaire, l'ajout et la suppression de certaines variables de contrôle, le changement de la variable à expliquer et la reprise des estimations avec l'insertion d'un indicateur de la part de la globalisation par l'endettement dans le PIB à la place de l'indicateur de globalisation par l'endettement OPDEBG (indicateur de base).

II.4.1 Variables alternatives d'instabilité monétaire

Les tableaux 6.4 et 6.4 bis présentés au niveau des annexes sont relatifs aux résultats des estimations faites sur le modèle (1) et (2) en introduisant respectivement les variables alternatives d'instabilité monétaire, à savoir EXST, VAVEXCHAV, Z_sEXCHAV, VAEXCHAVR à la place des indicateurs de base VABRCHAV et VEXCHAV. Il s'agit toujours des données afférentes aux 72 pays en développement de notre échantillon sur la période 1972-2011.

Les chiffres des tableaux mettent en évidence l'impact négatif et significatif aux seuils de 5%, de 10% et parfois de 1% des nouveaux indicateurs d'instabilité monétaire sur la croissance dans la plupart des régressions, que ce soit pour le modèle (1) où (2). Il s'agit là d'une autre preuve empirique de l'impact nocif (vertueux) de l'instabilité (stabilité) du taux de change nominal sur l'accroissement du revenu dans les pays en développement à long terme.

L'indicateur de globalisation financière et celui de globalisation par l'investissement présentent des coefficients significativement positifs, coefficients qui confirment leurs effets bénéfiques sur la croissance. En revanche, l'indicateur de globalisation par l'endettement demeure statistiquement non significatif. Les coefficients des termes d'interaction entre les indicateurs de globalisation financière, et notamment par l'investissement, et les indicateurs d'instabilité monétaire se caractérisent aussi par un signe significativement positif à un seuil d'erreur qui ne dépasse pas les 10%. Au contraire, ces coefficients sont non significatifs pour l'interaction entre la globalisation par l'endettement et l'instabilité monétaire.

Les variables de contrôle gardent les mêmes signes et presque les mêmes significativités, avec des ordres de grandeur qui ne s'éloignent pas de ceux des estimations du tableau 6.1. Cela dit, force est de souligner que la significativité et la négativité du signe du coefficient associé à la valeur initiale du PIB réel par habitant (L.GDPPC) dans certaines régressions est conforme aux enseignements de la théorie de convergence conditionnelle.

Globalement, les résultats et les interprétations qui découlent des tableaux 6.4 et 6.4 bis des annexes corroborent à grande mesure ceux du tableau 6.1, ce qui atteste de la robustesse de nos estimations de base.

II.4.2 Modification des variables de contrôle

Dans le tableaux 6.5 des annexes, nous avons gardé la même spécification de base de nos deux modèles (1) et (2) et nous y avons ajouté quatre nouvelles variables de contrôle : le taux de croissance de la population (POPG), une variable institutionnelle (POLI), à savoir l'indicateur des droits politiques de *Freedom House*, un indicateur d'accroissement de la liquidité (LIQG) et le taux d'effort à l'exportation (EXP). Parallèlement à ces ajouts, nous avons soustrait les variables CRISIS et PRIV des deux modèles, afin de voir si ces changements sont susceptibles d'altérer le pouvoir explicatif de nos variables d'intérêt, notamment les termes d'interaction.

En effet, Eichengreen, Gullapalli et Panizza (2011) soutiennent que l'augmentation de la liquidité sur le marché financier domestique et l'amélioration de la qualité des institutions peuvent être considérées comme des canaux par lesquels la globalisation financière affecte la croissance. En conséquence, la reprise de nos estimations principales, après le contrôle des deux variables POLI et LIQG, risque d'engendrer une baisse, voire un anéantissement, de la significativité des coefficients relatifs aux indicateurs de globalisation financière et aux termes d'interaction. Il est de même pour la variable EXP qui risque d'absorber une partie de l'effet des indicateurs de l'instabilité monétaire sur la croissance, puisque sous « la condition de Marshall-Lerne »[94], les fluctuations du taux de change nominal modifient le volume des exportations.

En dépit de la modification des variables de contrôle, le tableau 6.5 des annexes met en évidence que les variables de globalisation financière et d'instabilité monétaire, ainsi que leur interaction restent significatives, avec des signes qui confortent nos conclusions de base, au niveau de toutes les régressions. La significativité et la positivité de la nouvelle variable de contrôle EXP est à souligner. Elle est conforme à la thèse de la croissance tirée par les exportations, dite : « développement en vol d'oies sauvages » élaborée par Akamatsu (1961). Les coefficients des variables de contrôle initiales restent conformes à l'intuition économique, lorsqu'ils sont significatifs. Aussi, mis à part le taux d'effort à l'exportation EXP, les nouvelles variables de contrôle ne sont pas significatives. En conséquence, nos estimations de

[94] D'après cette condition, la valeur absolue de l'élasticités-prix de l'offre d'exportation additionnée à celle de la demande d'importation doit être supérieure à l'unité.

base semblent être robustes jusqu'ici et donnent avantage à notre spécification initiale par rapport aux régressions incluant les nouvelles variables de contrôle.

II.4.3 Changement de la variable à expliquer

Jusqu'ici, nous avons considéré le taux d'accroissement du PIB réel par habitant (GDPPCG) comme indicateur de croissance économique et variable à expliquer, tel qu'il est souvent le cas dans la littérature empirique. Afin de vérifier encore une fois la robustesse de nos estimations de base, nous avons changé cet indicateur au niveau de ce test.

Le premier indicateur alternatif que nous avons utilisé se réfère à une définition de la croissance économique fondée non pas sur le revenu par tête, mais sur le volume de la production. Il s'agit du taux de croissance logarithmique du PIB réel basé sur les taux de parité des pouvoirs d'achat (PPA) en dollar (World Development Indicators (2014)), noté RGDPG.

Le deuxième indicateur alternatif que nous avons employé est le taux d'investissement. Plus précisément, il s'agit de la formation brute de capital immobilisé par rapport au PIB (World Development Indicators (2014)), noté INVEST.

Nous avons choisi ces deux indicateurs pour ce test de robustesse, parce que, comme il est indiqué ci-dessus, c'est en baissant la production et l'investissement que l'instabilité monétaire baisse théoriquement la croissance, d'après plusieurs chercheurs, à l'exemple de Grüner et Hefeker (1995), Frenkel et Goldstein (1998), Lahrèche-Révil (1999), Rose (2000), Shatz et Tarr (2000), Guérin et Lahrèche-Révil (2001) et Frankel et Rose (2002).

Au niveau du tableau 6.6 et 6.6 bis des annexes, nous avons repris nos régressions de base des modèles (1) et (2) sur la période 1972-2011, pour notre échantillon de 72 pays en développement, avec les indicateurs RGDPG et INVEST, comme variables à expliquer. En corollaire, les valeurs en niveau retardées d'une période de ces indicateurs L.RGDP et L.INVEST, figurent aussi parmi les variables explicatives, à la place de la variable L.GDPPC, de par la nature dynamique de nos spécifications.

Les chiffres qui apparaissent au niveau des tableaux 6.6 et 6.6 bis montrent :

- l'impact positif et significatif de la variable de globalisation financière et de celle de globalisation par l'investissement sur la production et l'investissement domestique;
- l'effet négatif et significatif des variables d'instabilité monétaire sur la production et l'investissement;
- l'effet non significatif de la globalisation par l'endettement sur la production et l'investissement domestique;

- la positivité et la significativité des coefficients des termes d'interaction entre la globalisation financière, la globalisation par l'investissement et l'instabilité monétaire ;
- et finalement, l'absence de significativité des termes d'interaction entre la globalisation par l'endettement et l'instabilité monétaire ;

Les signes des coefficients des termes d'interaction et des indicateurs d'instabilité monétaire confirment que la globalisation financière affecte positivement l'investissement et la production des pays en développement, dans la mesure où elle diminue l'effet négatif de l'instabilité du taux de change nominal sur cette dernière. Cependant, à y regarder de plus près, c'est la globalisation par l'investissement et non par l'endettement qui semble baisser les méfaits de l'instabilité monétaire. Aussi, en faisant le rapprochement avec nos anciens résultats, force est de conclure que la globalisation financière améliore la croissance, en augmentant directement et indirectement – par la baisse de l'impact nocif de l'instabilité monétaire – la production et l'accumulation du capital. Quitte à se répéter, rappelons que c'est la globalisation par l'investissement, et non par l'endettement, qui produit ces effets.

En définitive, il est à souligner qu'outre l'indicateur de la politique publique (GOV), le reste des variables de contrôle sont faiblement significatifs, au niveau des tableaux 6.6 et 6.6 bis. Cela peut s'expliquer par la différence entre les déterminants de l'accroissement du revenu réel par tête (variable à expliquer de base) et les indicateurs du taux de croissance de la production et du taux d'investissement (variables à expliquer alternative).

II.4.4 L'insertion de l'indicateur de la part de la globalisation par l'endettement dans le PIB

En guise de dernier test de robustesse, nous avons repris nos estimations relatives aux modèles (1) et (2) en remplaçant OPDEBG, à savoir l'indicateur de globalisation par l'endettement, par l'indicateur de l'accroissement de la part de la globalisation par l'endettement dans le PIB (OPENDEB), tel que nous l'avons déjà fait au niveau du chapitre 5[95]. Le but de ce changement est de tirer plus de conclusions sur les effets directs et indirects de la globalisation par l'endettement, dont le coefficient s'est révélé non significatif, tout en testant la sensibilité de nos régressions. Ainsi, l'hypothèse à vérifier à travers ce test est la suivante : plus la valeur de la variable OPENDEB est élevée plus le poids de la globalisation par l'endettement augmente par rapport au produit de l'économie réelle et plus le pays ouvert aura des difficultés à honorer ses engagements extérieurs, ce qui finit par accroitre les effets négatifs, direct et indirect, de la globalisation par l'endettement sur la croissance. Cette hypo-

[95] Pour une définition et une interprétation plus détaillées de cet indicateur, voir le chapitre 5.

thèse se base sur le fait que, lorsque la globalisation par l'endettement accroit la dette extérieure, ainsi que les ses coûts et les risques y afférant (surendettement, défaut de remboursement, redressement, …), elle pourrait nuire à la croissance, à travers l'alourdissement de la charge d'intérêt à payer, l'instabilité du taux de change nominal et les crises d'endettement qu'elle génèrerait (Obstfeld (1998a) ; Artus (1998) ; Rodrik et Velasco (1999) ; Kaminsky et Reinhart (1999) ; Berg et al. (2004) ; Eichengreen et al. (2006) ; Calvo et al. (2006) ; Artus et Cartapanis (2008) ; Calderón et Kubota (2009b) ; Broner et Ventura (2010)).

Les tableaux 6.7 et 6.7 bis des annexes présentent les résultats des estimations, en *GMM system* en deux étapes, effectuées sur les modèles (1) et (2), après l'insertion de la variable OPENDEB, pour notre échantillon de 72 pays en développement sur la période 1972-2011. Ces estimations reprennent nos régressions de base et deux tests de robustesse relatifs au changement des variables d'instabilité monétaire et à la modification des variables de contrôle.

Globalement, au niveau de ces deux tableaux, les indicateurs d'instabilité monétaire sont de coefficients négatifs et significatifs, tout comme la variable OPENDEB et ses interactions avec ces indicateurs. Il s'ensuit que :

- l'instabilité monétaire abaisse la croissance économique ;
- plus la part de la globalisation par l'endettement dans le PIB augmente plus elle diminue directement la croissance économique ;
- et, plus la part de la globalisation par l'endettement dans le PIB augmente plus elle baisse indirectement la croissance économique, et ce en augmentant l'effet négatif de l'instabilité monétaire sur cette dernière.

Ces deux derniers résultats peuvent être expliqués par les mécanismes développés par les deux modèles théoriques d'Artus (1998) et d'Artus et Cartapanis (2008). Rappelons qu'Artus (1998) démontre que les entrées des flux de dettes étrangères stimulent la demande et plus exactement la consommation. Ainsi, elles apprécient le taux de change – donc le déstabilise – détériorent la compétitivité et la capacité d'exportation puis finissent par freiner la croissance. Aussi, Artus et Cartapanis (2008) présentent deux simulations illustrant la détérioration de la situation macroéconomique suite à une libre circulation des capitaux. Ces deux simulations découlent d'une analyse dynamique d'un couple d'équations différentielles non-linéaires du premier ordre expliquant respectivement le co-mouvement temporel du taux de change et de la dette extérieure dans un contexte d'ouverture financière.

Dans un premier scénario, la Banque Centrale vise la stabilité des prix en maintenant un taux d'intérêt relativement élevé, ce qui encourage l'afflux des capitaux étrangers et l'aggravation de la dette extérieure. Par conséquent, une appréciation du taux de change est constatée, ce qui cause une détérioration de la compétitivité et une rétraction de la croissance sur le long terme.

Dans le deuxième, la Banque Centrale adopte une politique accommodante avec un taux d'intérêt relativement faible, ce qui freine temporairement les entrées de capitaux. Toutefois, un excès de la demande risque de se former, provoquant des tensions inflationnistes. Il en découle une intervention de la Banque Centrale dans le sens de l'augmentation des taux. Face à cette réaction, on se retrouve dans le contexte du premier scénario.

En définitive, six conclusions peuvent être formulées en réponse aux six hypothèses posées au début de cette étude empirique :

Premièrement, l'instabilité monétaire, en tant que fluctuation du taux de change nominal, a un effet négatif sur la croissance économique sur le long terme.

Deuxièmement, la globalisation financière a un effet positif direct sur la croissance économique dans un contexte d'instabilité monétaire. Cet effet provient plutôt de la globalisation par l'investissement que de la globalisation par l'endettement.

Troisièmement, la globalisation par l'investissement a un effet positif direct sur la croissance économique dans un contexte d'instabilité financière, tandis que la globalisation par l'endettement ne produit pas cet effet.

Quatrièmement, la globalisation financière a un effet positif indirect sur la croissance économique, et ce, en abaissant l'effet négatif de l'instabilité monétaire sur cette dernière.

Cinquièmement, l'abaissement de l'effet négatif de l'instabilité monétaire sur la croissance économique fait partie des avantages collatéraux (effet positif indirect) de la globalisation par l'investissement, tandis que la globalisation par l'endettement ne produit pas cet avantage.

Sixièmement, plus la part de la globalisation par l'endettement dans le PIB augmente, plus elle baisse la croissance directement et indirectement, en augmentant l'effet nocif de l'instabilité monétaire.

Conclusion

Est-ce que la globalisation financière augmente (ou diminue) la croissance en amplifiant (ou amoindrissant) l'effet négatif (ou positif) de l'instabilité du taux de change nominal sur cette dernière ?

Pour répondre à cette question, nous avons établi dans le cadre de ce chapitre une étude empirique sur les effets de la globalisation financière – dans ses deux catégories : la globalisation par l'investissement et la globalisation par l'endettement – ainsi que de l'instabilité monétaire, simultanément puis en interaction, sur la croissance.

L'analyse a été menée sur un échantillon homogène de 72 pays en développement sur la période 1972-2011 et moyennant deux modèles spécifiés en panel dynamique. Ces derniers tentent de capter, respectivement, les effets directs et simultanés de la globalisation financière et l'instabilité monétaire, d'une part, et l'effet marginal de l'instabilité monétaire *via* la globalisation financière, d'autre part, sur l'accroissement du revenu.

Les principaux résultats de cette étude sont les suivants :

- La globalisation financière et la globalisation par l'investissement, particulièrement, promeuvent la croissance économique directement dans les pays en développement sur le long terme contrairement à l'instabilité monétaire qui la réprime.
- La globalisation financière et la globalisation par l'investissement, particulièrement, promeuvent la croissance économique indirectement dans les pays en développement sur le long terme, en diminuant l'effet nocif de l'instabilité monétaire sur cette dernière.
- La globalisation par l'endettement ne sert la croissance, ni directement ni indirectement.
- Plus la part de la globalisation par l'endettement dans le PIB augmente, plus elle baisse la croissance directement et indirectement, en augmentant l'effet nocif de l'instabilité monétaire.

Afin de comparer ces résultats avec les travaux antérieurs, nous avons précédé notre validation empirique par une revue de la littérature sur les répercussions des fluctuations des taux de change sur la croissance, d'une part, et la littérature qui traite de l'impact de la globalisation financière sur ces fluctuations, d'autre part. Le recours à un recoupement de ces deux littératures trouve sa justification dans le fait qu'à notre connaissance aucune étude n'a abordé le triplé « globalisation financière-instabilité monétaire-croissance » sous le même angle de vue que la nôtre, en matière de modélisation, de méthode d'estimation, d'échantillon et de

période. D'ailleurs, comme l'indiquent Arratibel et al. (2011), les études sur les impacts et les déterminants de l'instabilité du taux de change nominal – ce que nous convenons d'appeler instabilité monétaire – sont relativement rares.

Cette analyse de la littérature nous permet de tirer les conclusions suivantes :

- Les travaux théoriques qui ont soutenu l'existence d'une relation positive entre les fluctuations du taux de change et la croissance l'on justifiée par le rôle que jouent ces fluctuations dans l'absorption des chocs, chocs censés perturber la sphère réelle et financière de l'économie.
- D'après les travaux théoriques qui ont prouvé l'existence d'une relation négative entre les fluctuations du taux de change et la croissance, un taux de change nominal stable accroit la confiance des agents économiques et réduit l'incertitude. Cela stimule l'investissement, le commerce, la production, et, par là, l'accroissement du revenu.
- Peu de travaux théoriques ont démontré un effet stabilisateur de la globalisation financière sur le taux de change nominal, en fait, depuis les travaux de Mundell (1961 ; 1963), la libre circulation des capitaux est souvent associée à une instabilité des taux de change.
- Empiriquement, les études qui ont montré un impact négatif et significatif de la volatilité du taux de change nominal sur la croissance se sont basées plutôt sur des échantillons de pays en développement que développés. En effet, dans les économies avancées, cet impact est moins robuste grâce au développement du système financier domestique, qui permet une meilleure couverture du risque.
- La globalisation financière semble déstabiliser les taux de change dans certaines études empiriques et les stabiliser dans d'autres. En effet, cela dépend de l'indicateur d'instabilité du taux de change considéré, de la période d'étude, de l'échantillon et de la méthode d'estimation. Ceci dit, force est de remarquer que les chercheurs qui ont basé leurs régressions sur des mesures *de facto* et des données de panel ont prouvé, généralement, un effet déstabilisateur des flux de capitaux étrangers sur le taux de change nominal, notamment dans les pays en développement.

Sous tous ces rapports, il est important de souligner que dans les pays en développement les moins avancés, les décideurs publics doivent prendre en compte l'effet nocif de l'instabilité monétaire sur le revenu intérieur à long terme dans leurs orientations politiques. En fait, il est plus judicieux pour eux d'appliquer des régimes de change plutôt rigides et

d'éviter le flottement pur du taux de change. Aussi, pour réduire les répercussions de l'instabilité monétaire, il leur est indispensable de promouvoir le développement de leur système financier, afin de s'assurer d'une bonne couverture du risque de change. Pour y parvenir, l'adhésion à la globalisation financière, et en particulier la globalisation par l'investissement, semble être un choix politique pertinent, étant donné qu'elle abaisse les répercussions négatives de l'instabilité. Ceci dit, cette recommandation doit être nuancée pour la globalisation par l'endettement, qui ne produit pas cet effet bénéfique. Bien au contraire, lorsque cette dernière prend de l'ampleur par rapport à l'économie réelle, elle risque de défavoriser la croissance et accroitre les répercussions nocives de l'instabilité monétaire, comme ceux de l'instabilité financière[96]. Par conséquent, cette globalisation, qui est parfois inévitable, doit être particulièrement soumise à une surveillance rigoureuse, comme nous l'avons déjà mis en évidence dans les chapitres précédents.

.

[96] Pour plus de détails, voir le chapitre 5.

Conclusion de la troisième partie

Six principaux résultats émergent de cette dernière partie de notre thèse.

Premièrement, l'instabilité financière – en tant que fluctuation du développement financier – et l'instabilité monétaire – en tant que fluctuation du taux de change nominal – ont des effets négatifs sur la croissance économique sur le long terme, outre l'impact des crises, ce qui les distingue de ces dernières.

Deuxièmement, la globalisation financière a un effet positif direct sur la croissance économique dans un contexte d'instabilité financière et d'instabilité monétaire. Cet effet provient plutôt de la globalisation par l'investissement que de la globalisation par l'endettement.

Troisièmement, la globalisation par l'investissement a un effet positif direct sur la croissance économique dans un contexte d'instabilité financière et d'instabilité monétaire, tandis que la globalisation par l'endettement n'engendre pas cet effet.

Quatrièmement, la globalisation financière a un effet positif indirect sur la croissance économique, et ce, en abaissant l'effet négatif de l'instabilité financière et celui de l'instabilité monétaire.

Cinquièmement, l'abaissement de l'effet négatif de l'instabilité financière et de l'instabilité monétaire sur la croissance économique fait partie des avantages collatéraux (effet positif indirect) de la globalisation par l'investissement, tandis que la globalisation par l'endettement ne produit pas cet avantage.

Sixièmement, plus la part de la globalisation par l'endettement dans le PIB augmente, plus elle baisse la croissance directement et indirectement, en augmentant l'effet nocif de l'instabilité financière et celui de l'instabilité monétaire.

A la lumière de ces résultats, il est clair que les deux instabilités, financière et monétaire, ont bien un effet négatif sur la croissance économique, ce qui rejoint principalement les conclusions de Loayza et Rancière (2006), Guillaumont et Kpodar (2006) et Eggoh (2010), ainsi que ceux de Schnabl (2007 ; 2008 ; 2009), Aghion et al. (2009) et Arratibel et al. (2011). Ceci devrait inciter les pays en développement les moins avancés à contrôler leur taux de change et à assurer un développement financier assez régulier.

La globalisation financière, et en particulier la globalisation par l'investissement, contrairement à la globalisation par l'endettement, a un effet positif direct sur l'accroissement du revenu intérieur, que ce soit dans un contexte d'instabilité financière ou monétaire. Elle dimi-

nue l'effet négatif de ces instabilités sur la croissance économique. Il s'ensuit que ni l'instabilité financière ni l'instabilité monétaire ne sauraient être un argument contre l'adhésion des pays en développement les moins avancés à la globalisation financière. Au contraire, lorsque cette dernière se déroule par l'investissement, elle favorise la formation du capital, développe le système financier domestique et améliore la gestion du risque de change, ce qui lui permet de garder son effet positif sur la croissance et diminuer même les répercussions défavorables des deux instabilités. Néanmoins, lorsqu'elle se déroule par l'endettement, la globalisation ne produit pas ces effets vertueux. Bien au contraire, elle risque même de compromettre la croissance économique et d'augmenter les effets négatifs des instabilités, financière et monétaire, sur cette dernière, si elle prend une ampleur importante par rapport à l'économie réelle. Par conséquent, le rythme de progression de la globalisation par l'endettement, particulièrement, doit être surveillé de près par les autorités compétentes, qui ont intérêt à lui préférer la globalisation par l'investissement.

CONCLUSION GENERALE

Développée en trois parties et six chapitres, cette thèse avait pour but l'étude de la réalité des effets de la globalisation financière sur la croissance économique dans les pays en développement les moins avancés sur le long terme. En se basant principalement sur une approche empirique, consolidée par une analyse théorique, nous avons tenté de voir si la globalisation financière sert l'accroissement de la richesse directement et indirectement – grâce à ses avantages collatéraux potentiels – dans ces pays ou si elle compromet leur développement, en amplifiant les effets nocifs des instabilités, financière et monétaire, au lieu de les amortir.

Quatre motivations majeures nous ont poussés à soulever cette problématique. Il s'agit de *i)* l'absence de travaux qui ont traité des répercussions de la globalisation financière sur la croissance économique, en prenant en considération ses interactions avec l'instabilité financière – dans le sens d'une irrégularité du développement financier – et l'instabilité monétaire – dans le sens des fluctuations du taux de change nominal – dans les pays en développement les moins avancés sur le long terme – à notre connaissance – *ii)* la rareté des recherches empiriques sur les effets des instabilités, financière et monétaire, sur l'accroissement des richesses *iii)* la rareté des études sur les impacts du développement du commerce international et de l'efficacité des politiques macroéconomiques en tant qu'avantages collatéraux de la globalisation financière dans la littérature récente et *iv)* l'importance de l'enjeu de la globalisation financière pour le développement des pays les moins avancés.

Afin de mieux saisir le phénomène de globalisation financière, nous nous sommes intéressés au niveau de la **première partie (chapitres 1 et 2)** à quatre questions fondamentales :

D'où vient le phénomène de globalisation financière ? Comment le qualifier théoriquement ? Comment le quantifier empiriquement ? Quelles sont les thèses sur lesquelles il repose dans la théorie économique ?

Pour ce qui est de la genèse de la globalisation financière nous avons montré que si l'on résume la globalisation financière à l'échange transfrontalier, il est opportun de dire qu'il s'agit d'un phénomène naturel, comme le soutiennent Calomiris et Neal (2013), et qu'elle est, en conséquence, difficilement réversible. A partir de là, l'étude de ses effets revêt un aspect plutôt positif, voire descriptif que normatif, puisque les périodes d'autarcie financière paraissent plus rares que les périodes d'ouverture dans l'histoire de la finance internationale. Ainsi, comme l'affirme Fernand Braudel (1985, p.20), « […] sans échange, pas de société », et les

échanges financiers transfrontaliers n'échappent pas à cette règle. Néanmoins, c'est parce que le cadre politico-économique dans lequel elles étaient effectuées a muté dans le temps que ces échanges ont changé de nature d'une époque à une autre dans l'histoire de la finance mondiale. Sous ces rapports, dire que la globalisation financière est le « libre-échange » des flux financiers transfrontaliers, c'est dire que c'est une construction politique qui a connu ses premiers développements en Grande-Bretagne, aux Etats-Unis, et par là, dans le monde dès la première révolution industrielle, s'est enrayée avec les deux guerres mondiales, la Grande Dépression et les Trente Glorieuses, puis s'est hissée au rang de paradigme économique vers les années 1970, comme Gilles et al. (2010) le soutiennent. Par conséquent, que la globalisation financière actuelle ne soit pas irréversible et qu'elle puisse, à cet effet, être régulée, voire dépassée à travers des politiques et des institutions alternatives, cela parait réalisable. Il s'ensuit donc que l'étude de ses effets et interactions revêt un aspect double, positif et normatif, dans la mesure où une telle étude est non seulement utile pour voir « ce qui est » de la globalisation financière, mais aussi « ce qui doit en être » pour un meilleur progrès économique, notamment dans les pays en développement.

Sur la base de ses origines, la globalisation financière se présente comme la manifestation actuelle de la mondialisation financière, fille des nouvelles technologies de l'information et de la communication, qui ont permis l'expansion de l'innovation financière et, par là, la financiarisation de l'économie mondiale. Elle prend la forme d'une toile tissée par les mouvements libres des flux de capitaux et des firmes qui les portent entre les pays souscripteurs à une politique de libéralisation financière interne et externe, dans une démarche de décloisonnement, déréglementation et désintermédiation de leur système financier. L'ultime accomplissement de cette démarche à l'échelle internationale donnerait lieu à l'émergence d'un marché financier mondial unifié.

De l'ensemble de ces considérations, il ressort que d'un point de vue macroéconomique, ce qui définit le plus pertinemment la globalisation financière c'est l'échange transfrontalier des flux de capitaux marchands, notamment les investissements directs étrangers (IDE), les investissements de portefeuille (IP) et les dettes extérieures. Par conséquent, les mesures *de facto*, exprimées en flux ou en stocks, reflètent mieux la réalité de la globalisation financière que les mesures *de jure* qui rendent compte de l'étendue du degré de libéralisation financière externe d'un pays.

Pour ce qui est de ses effets, d'après les thèses de la globalisation financière, elle permet une plus performante accumulation et allocation du capital dans le monde, et surtout dans les pays en développement, ce qui débouche sur l'augmentation de l'épargne nationale, la baisse

du coût du capital, la croissance et la convergence de ces derniers. Ce sont là les avantages classiques ou traditionnels, directs, du phénomène (McKinnon (1973) ; Shaw (1973) ; Obstfeld (1998a) ; Chari et Henry (2002) ; Prasad et al. (2003) ; Kose et al. (2006 ; 2009)).

En plus de ces avantages, des avantages indirects, collatéraux, sont également en jeu et seraient plus à même de faire converger ces pays vers un revenu plus élevé, à travers l'amélioration de la productivité des facteurs de production (Prasad et al. (2003) ; Tytell et Wei (2003) ; Gourinchas et Jeanne (2006) ; Bekaert et al. (2006) ; Doidge et al. (2007) ; Obstfeld (2009) ; Kose et al. (2006 ; 2009) ; De Haas et Van Lelyveld (2010) ; Brana et Lahet (2012) ; Bruno et Hauswald (2013)). Ces derniers se résument dans la stabilité et le développement financiers, la spécialisation, ainsi que la discipline en matière de politique économique et de l'amélioration de la qualité institutionnelle et de gouvernance que l'ouverture financière apportera dans son sillage.

Néanmoins à chacune de ces thèses au moins une critique est opposable. S'agissant du surplus d'épargne extérieure, qui est censé financer la croissance et la convergence des pays en développement, il semble que ces derniers n'arrivent pas toujours à l'attirer même en se globalisant et que sous certaines conditions (faibles institutions, politiques macroéconomiques inadéquates, précarité du capital humain ou/et physique, …) ce surplus risque de financer des activités contreproductives et déstabiliser l'économie réelle (Cole et Obstfeld (1991) ; Borensztein et al. (1998) ; Obstfeld et Rogoff (2000) ; Sachs et al. (2004) ; Coeurdacier et Rey (2013)). Quant aux avantages indirects, collatéraux de la globalisation financière, qui sont supposés augmenter la productivité des facteurs de production dans les économies en voie de développement, ils peuvent être vus sous un autre angle comme des conditions de seuil difficiles à atteindre par ces économies, à défaut desquels l'ouverture financière ne promouvra pas la croissance (Rodrik (2001) ; Mendoza (2006) ; Kose et al. (2006) ; Rodrik et Subramanian (2009) ; Obstfeld (2009) ; Broner et al. (2010) ; Aoki et al. (2010)).

Eu égard à la controverse qui caractérise son armature théorique, nous nous sommes demandés si la globalisation financière a tenu ses promesses dans les faits, notamment dans le cas des pays en développement. L'analyse approfondie de plus d'une soixantaine de recherches les plus récentes et les plus citées dans la littérature, élaborée dans le cadre du **chapitre 3** de la **deuxième partie** de notre thèse, nous a prouvé que c'est la globalisation par l'investissement (IDE et IP) qui promeut la croissance économique dans les pays en développement les moins avancés, en fonction du degré de développement économique et institution-

nel de chaque pays. Il en va autrement de la globalisation par l'endettement qui ne semble pas tenir ses promesses théoriques en matière de croissance, en général, dans ces pays.

En prenant en considération les enseignements de cette analyse de la littérature, nous avons élaboré une étude empirique des répercussions de la globalisation financière sur l'accroissement du revenu par tête dans les pays les moins avancés, au niveau du **chapitre 4** de la **deuxième partie** de notre thèse. L'étude s'est basée sur des estimations économétriques en panel dynamique pour un échantillon de 72 pays en développement à revenu bas entre 1972 et 2011, en utilisant la technique économétrique *GMM system* en deux étapes et moyennant l'intégration d'un ensemble de termes d'interaction entre des indicateurs *de facto* de globalisation financière et des indicateurs de politique publique et d'ouverture commerciale. Elle a débouché sur deux principaux résultats.

Premièrement, la globalisation financière affecte positivement et directement la croissance économique à long terme dans les pays en développement à revenu bas et c'est la globalisation par l'investissement et non la globalisation par l'endettement qui est derrière cet effet. En conséquence, les thèses de Shaw (1973) et McKinnon (1973) sur la convergence des pays en développement financièrement ouverts, semblent être vérifiées, en ce qui concerne la globalisation par l'investissement.

Deuxièmement, la globalisation financière admet un effet indirect, outre son impact direct positif sur la croissance. Conformément aux nouvelles thèses de la globalisation financière (Wei (2000) ; Gelos et Wei (2005) ; Gourinchas et Jeanne (2006) ; Obstfeld (2009) ; Kose et al. (2006 ; 2009) ; Islamaj (2014)), il s'agit de l'amélioration des effets des politiques publiques, budgétaire et monétaire, et la promotion des bienfaits du commerce international des biens et des services sur l'accroissement de la richesse. Là aussi, c'est la globalisation par l'investissement et non la globalisation par l'endettement qui est derrière cet effet indirect.

Ceci dit, si la globalisation financière admet des effets indirects positifs sur la croissance économique sur le long terme dans les pays en développement, il n'est pas exclu qu'elle y produit des effets négatifs indirects contreproductifs, à savoir des « désavantages collatéraux », surtout que seule la globalisation par l'investissement est à l'origine des effets positifs sur l'accroissement de la richesse, contrairement à la globalisation par l'endettement, qui est par conséquent loin d'assurer ces effets et est très critiquée dans la littérature. En conséquence, étant donné qu'on a souvent associé la globalisation financière – notamment par l'endettement – aux crises bancaires et de change (Kaminsky et Reinhart (1999) ; Rodrik et Velasco (1999) ; Eichengreen et al. (2003) ; Berg et al. (2005) ; Artus et Cartapanis (2008) ;

Gilles et al. (2010) ; Joyce (2011) ; Farhi et Werning (2014)), ses deux désavantages collatéraux pourraient être les instabilités, financière et monétaire.

C'est à partir de cette hypothèse que nous avons édifié la **troisième** et dernière **partie** de notre thèse. Deux questions jumelles centrales y ont été traitées.

Est-ce que la globalisation financière augmente (ou diminue) la croissance économique en amplifiant (ou en amoindrissant) l'effet négatif (ou positif) de l'instabilité financière sur cette dernière (**chapitre 5**) ? Cette question est originale, dans la mesure où elle développe les études empiriques de Loayza et Rancière (2006), Guillaumont et Kpodar (2006) et Eggoh (2010) sur l'effet de l'instabilité financière sur la croissance économique, sachant que ces derniers n'ont pas pris en compte la globalisation financière dans leurs travaux.

Est-ce que la globalisation financière augmente (ou diminue) la croissance économique en amplifiant (ou en amoindrissant) l'effet négatif (ou positif) de l'instabilité monétaire sur cette dernière (**chapitre 6**) ? Cette question, dont on se permet d'insister sur l'originalité également, s'inscrit dans le développement des études d'Aguirre et Calderón (2005), Schnabl (2007), De Grauwe et Schnabl (2008), Aghion et al. (2009) et Arratibel et al. (2011) qui se sont focalisées sur l'analyse des effets de l'instabilité monétaire sur la croissance économique, sans intégrer son interaction avec la globalisation financière.

Les réponses à ces questions se sont appuyées sur deux études basées sur des estimations en panel dynamique pour un échantillon de 72 pays en développement à revenu bas entre 1972 et 2011, en utilisant la technique économétrique *GMM system* en deux étapes et moyennant l'intégration d'un ensemble de termes d'interaction entre des indicateurs *de facto* de globalisation financière et des indicateurs d'instabilité financière, dans la première étude, puis, des indicateurs d'instabilité monétaire, dans la deuxième.

Mais bien avant cela, nous avons montré que l'instabilité financière ne se résume pas aux crises financières et peut représenter des fluctuations normales répétitives et durables du développement financier, de hausse comme de baisse, qui sont endogènes au système et dont les effets se propagent sur le long terme. De même, l'instabilité monétaire peut être définie à travers les fluctuations fréquentes et durables du taux de change nominal, qui peuvent être des mouvements aussi bien d'appréciation (ou réévaluation) que de dépréciation (ou dévaluation) du prix de la monnaie domestique en termes de la monnaie étrangère, et ce, quel que soit le régime de change adopté et que, de ce fait, elle se distingue des crises de change et du mésalignement du taux de change réel.

Nous avons aussi montré que, quantitativement, étant des fluctuations du type « normal » et non du type « crise » selon la distinction de Hnatkovska et Loayza (2005) et Rancière et al. (2008), les deux instabilités peuvent se mesurer par la dispersion d'une variable macroéconomique, telle que le taux de change et les ratios de développement financier (ou la dispersion des résidus des régressions de ces variables), autour de sa moyenne, d'une valeur de référence ou bien d'une tendance (Cariolle et Goujon (2015)).

Six conclusions principales ressortent des deux derniers chapitres de notre thèse.

Premièrement, l'instabilité financière – en tant que fluctuation du développement financier – et l'instabilité monétaire – en tant que fluctuation du taux de change nominal – ont des effets négatifs sur la croissance économique sur le long terme, outre l'impact des crises, ce qui les différencie de ces dernières.

Deuxièmement, la globalisation financière a un effet positif direct sur la croissance économique dans un contexte d'instabilité financière et d'instabilité monétaire. Cet effet provient plutôt de la globalisation par l'investissement que de la globalisation par l'endettement.

Troisièmement, la globalisation par l'investissement a un effet positif direct sur la croissance économique dans un contexte d'instabilité financière et d'instabilité monétaire, tandis que la globalisation par l'endettement n'engendre pas cet effet.

Quatrièmement, la globalisation financière a un effet positif indirect sur la croissance économique, et ce, en abaissant l'effet négatif de l'instabilité financière et celui de l'instabilité monétaire.

Cinquièmement, l'abaissement de l'effet négatif de l'instabilité financière et de l'instabilité monétaire sur la croissance économique fait partie des avantages collatéraux (effet positif indirect) de la globalisation par l'investissement, tandis que la globalisation par l'endettement ne produit pas cet avantage.

Sixièmement, plus la part de la globalisation par l'endettement dans le PIB augmente, plus elle baisse la croissance directement et indirectement, en augmentant l'effet nocif de l'instabilité financière et celui de l'instabilité monétaire.

Ainsi, la croissance économique parait être menacée par l'instabilité financière et l'instabilité monétaire dans les pays en développement les moins avancés sur le long terme. Au contraire, la globalisation financière s'avère être une source d'accroissement des richesses pour ces pays en dépit de la présence de ces instabilités, et elle l'est davantage lorsqu'elle se déroule par l'investissement. Plus encore, la globalisation financière, et en particulier par l'investissement, permet d'amortir les effets négatifs des deux instabilités sur la croissance. Toutefois, lorsque la globalisation se déroule par l'endettement, elle ne produit pas ces bien-

faits et risque même de détériorer l'accroissement du revenu intérieur au fur et à mesure qu'elle supplante l'économie réelle.

Dans le débat sur les effets de la globalisation financière sur l'instabilité et la croissance économique dans les pays en développement les moins avancés, ce sont donc les défenseurs du phénomène qui semble avoir raison, comme le prouvent aussi des études empiriques récentes, à l'instar de celles de Kim et al. (2012), De Nicolò et Juvenal (2014) et Iamsiraroj (2016).

Nous avons expliqué nos conclusions par les mécanismes suivants.

Si la globalisation financière, notamment par l'investissement, sert indirectement la croissance en abaissant l'effet négatif de l'instabilité financière et de l'instabilité monétaire sur cette dernière, cela pourrait revenir au développement financier et au partage du risque, qu'elle engendre, ainsi que l'accroissement de la liquidité que l'entrée des investisseurs étrangers favorise dans les économies ouvertes. En effet, un système financier plus développé assure une couverture contre le risque de change plus efficiente. Un partage de risque plus élevé baisse l'incertitude et la préférence pour la liquidité, qui conjointement à la hausse de l'épargne étrangère mobilisée assure un développement plus régulier du système financier. *A contrario*, si la globalisation par l'endettement ne semble pas être bénéfique à la croissance économique, c'est qu'elle est souvent associée dans la littérature aux crises, en raison de son effet amplificateur de la dette étrangère, ce qui peut attiser les coûts liés à cette dernière (alourdissement des charges d'intérêt, surendettement, défaut de remboursement, redressement et plans d'ajustement, …) et déstabiliser la sphère financière de l'économie.

A partir des conclusions que nous avons tirées de cette thèse, certaines **suggestions en matière de politique économique** peuvent être formulées pour le groupe des pays en développement les moins avancés.

Alors que l'irrégularité du développement financier (instabilité financière) est inhérente à tout système capitaliste, comme le souligne Minsky (1957), et que ses méfaits peuvent être domptés dans des pays développés économiquement, politiquement et institutionnellement, elle est clairement défavorable à la croissance sur le long terme dans les pays en développement les moins avancés. Par conséquent, bien que contraints par des outils macroéconomiques souvent limités, les décideurs politiques doivent prendre les mesures nécessaires pour amortir les répercussions négatives de cette irrégularité sur l'économie réelle. Il en est de même de la

volatilité du taux de change nominal (instabilité monétaire) qui, manifestement, ralentit aussi l'accroissement des richesses dans ces pays à long terme.

Face à ces deux instabilités, financière et monétaire, il est recommandable aux décideurs politiques dans les pays en développement les moins avancés d'intégrer davantage leurs économies dans le processus de globalisation financière. En effet, comme nous l'avons souligné auparavant, cette dernière – et en particulier la globalisation par l'investissement, contrairement à la globalisation par l'endettement – a un effet positif direct sur la croissance économique que ce soit en présence d'instabilité financière ou d'instabilité monétaire dont elle abaisse les effets négatifs. Par conséquent, l'irrégularité du développement financier et la volatilité du taux de change nominal à long terme ne sauraient être un argument contre la globalisation financière, eu égard à tous ses avantages directs et collatéraux. Mais pour bien en profiter, les pays en développement les moins avancés doivent la contrôler de près lorsqu'elle se déroule par l'endettement. Ils ont aussi intérêt à éviter le flottement pur du taux de change et développer les institutions qui régissent la sphère financière de l'économie, dans un contexte d'ouverture financière. Par ailleurs, si la globalisation par l'endettement s'impose aux pays en développement les moins avancés, il semble plus favorable pour eux d'encourager l'entrée des banques d'investissement plutôt que les banques à caractère commercial, notamment en présence de problèmes liés à l'endettement extérieur.

Si la présente thèse a permis d'apporter des éléments explicatifs quant aux effets de la globalisation financière et des instabilités, financière et monétaire, sur la croissance économique à long terme dans les pays en développement les moins avancés, tout en présentant une analyse théorique de ces trois phénomènes macroéconomiques contemporains, elle comporte, à l'instar de tout travail du genre, des **limites** qui pourront servir de base à des recherches futures. Ainsi, pour aller au-delà de ce que nous avons traité ici, il semble pertinent de considérer les quatre **pistes de recherche suivantes**.

Premièrement, nous avons montré et expliqué que la globalisation par l'investissement abaisse les effets négatifs des instabilités, financière et monétaire, sur la croissance, sans indiquer à partir de quel seuil d'instabilité ou/et de globalisation cet effet pourrait disparaitre ou changer de sens. Cette question peut être examinée dans des travaux ultérieurs, en ayant recours à l'économétrie non linéaire, et plus exactement en estimant des modèles non linéaires à transition lisse.

Deuxièmement, nous avons montré également que plus la part de la globalisation par l'endettement dans le PIB est élevée, plus cette forme de globalisation diminue la croissance

économique directement et indirectement, en augmentant les effets négatifs des instabilités, financière et monétaire. Sous ces rapports, il serait intéressant de savoir à partir de quelle proportion du PIB la globalisation par l'endettement, qui est parfois inévitable, commence à avoir ces répercussions nocives à la croissance. Là aussi, l'usage des modèles non linéaires à transition lisse sont recommandables.

Troisièmement, une modélisation mathématique des effets de la globalisation financière *via* son interaction avec les instabilités, financière et monétaire, peut être envisagée comme complément de notre travail empirique. Cette modélisation théorique pourrait porter sur une petite économie ouverte aux flux de capitaux caractérisée par des irrégularités du développement financier et des fluctuations de son taux de change nominal dynamiques, dans la lignée des études faites par Artus (1998), Aghion et al. (2004), Pintus (2005), Caballé et al. (2006) et Artus et Cartapanis (2008).

Quatrièmement, comme prolongement empirique de nos deux analyses économétriques sur les effets de la globalisation financière *via* son interaction avec l'instabilité financière, d'une part, et avec l'instabilité monétaire d'autre part, un examen de l'impact de la globalisation *via* son interaction avec les deux instabilités, à la fois, c'est-à-dire en interaction simultanée, serait une piste de recherche riche d'intérêt, surtout que l'ouverture financière a été accusée de la recrudescence des crises jumelles dans de nombreux pays émergents, notamment asiatiques, à la fin des années 1990.

ANNEXES

Annexes du chapitre 4

Tableau 4.3 Présentation des variables

Variable	Définition et construction	Source
GDPPCG	Le taux de croissance annuel logarithmique du PIB réel par habitant (dollars constants 2005).	World Development Indicators (2014) et calcul fait par l'auteur.
L.GDPPC	Le PIB réel par habitant (dollars constants 2005) retardé d'une période (en logarithme).	World Development Indicators (2014) et calcul fait par l'auteur.
OPGLG	Le taux de croissance logarithmique de la somme des stocks bruts des avoirs et des engagements extérieurs.	External Wealth of Nations Dataset (Updated and Extended, 1970-2011) et calcul fait par l'auteur.
INVOPGLG	Le taux de croissance logarithmique de la somme des stocks bruts des avoirs et des engagements extérieurs en investissements directs étrangers et investissements en portefeuille.	External Wealth of Nations Dataset (Updated and Extended, 1970-2011) et calcul fait par l'auteur.
OPDEBG	Le taux de croissance logarithmique de la somme des stocks bruts des avoirs et des engagements extérieurs en dettes.	External Wealth of Nations Dataset (Updated and Extended, 1970-2011) et calcul fait par l'auteur.
INF	Log (1+inf) avec inf, le taux de variation de l'indice des prix à la consommation (annuel %).	World Development Indicators (2014) et calcul fait par l'auteur.
GOV	Les dépenses de consommation finale du gouvernement rapportées au PIB (en logarithme).	World Development Indicators (2014) et calcul fait par l'auteur.
TRADE	Les exportations et importations de biens et services rapportées au PIB (en logarithme).	World Development Indicators (2014) et calcul fait par l'auteur.
EDU	Le ratio de scolarisation secondaire : la part de la population scolarisée en secondaire dans la population en âge de l'être (en logarithme).	World Development Indicators (2014) et calcul fait par l'auteur.
POL	L'indicateur des droits politiques de *Freedom House*, calculé sur chaque période de cinq ans. L'indicateur de *Freedom House* est une note attribuée à partir d'un questionnaire allant de 1 à 8 (1 étant la meilleure situation politique et 8 la pire).	Freedom House (2014) et calcul fait par l'auteur.
TERM	L'indicateur des termes de l'échange des marchandises nets (en logarithme).	World Development Indicators (2014) et calcul fait par l'auteur.
LIQ	Le taux de croissance du ratio des engagements exigibles du système financier, à savoir la masse monétaire au sens de (M3), au PIB.	Beck et Demirgüç-Kunt (2009), actualisée en avril 2013.
CRISIS	La proportion des années de crises bancaires dans chaque quinquennat. La variable prend la valeur de 1 pour les années caractérisées par des crises bancaires et 0 pour les années exemptes de ces crises.	Systemic Banking Crises Database: An Update (IMF, 2012) et calcul fait par l'auteur.

Légende : Toutes les variables sont calculées en moyennes individuelles sur cinq ans.

Tableau 4.4 Liste des pays de l'échantillon

1. Albanie	2. Tchad	3. Géorgie	4. Kiribati	5. Niger	6. Soudan
7. Arménie	8. Comores	9. Ghana	10. Lesotho	11. Nigeria	12. Swaziland
13. Bangladesh	14. Rép. démo du Congo	15. Guatemala	16. Libéria	17. Pakistan	18. Rép. arabe syrienne
19. Belize	20. Rép. du Congo	21. Guinée	22. Madagascar	23. Papouasie-Nouvelle-Guinée	24. Tadjikistan
25. Bénin	26. Côte d'Ivoire	27. Guinée-Bissau	28. Malawi	29. Paraguay	30. Tanzanie
31. Bhoutan	32. Djibouti	33. Guyane	34. Mali	35. Philippines	36. Tonga
37. Bolivie	38. Egypte	39. Haïti	40. Mauritanie	41. Rwanda	42. Ouganda
43. Burkina Faso	44. Salvador	45. Honduras	46. Moldova	47. Samoa	48. Ouzbékistan
49. Burundi	50. Érythrée	51. Inde	52. Mongolie	53. Sénégal	54. Vanuatu
55. Cambodge	56. Ethiopie	57. Indonésie	58. Mozambique	59. Sierra Leone	60. Viêt-Nam
61. Cameroun	62. Fidji	63. Irak	64. Népal	65. Les îles Salomon	66. Zambie
67. Rép. Centrafricaine	68. Gambie	69. Kenya	70. Nicaragua	71. Sri Lanka	72. Zimbabwe

Source : l'échantillon est tiré de la liste des 145 pays en développement définis par la Banque Mondiale en mai 2014 (http://data.worldbank.org/about/country-classifications/country-and-lending-groups). L'échantillon est épuré des pays qui présentent une pauvreté des données pour les variables étudiées.

Tableau 4.5 Tests de robustesse effets directs : changement de variables de contrôle

	Modèle1 (1)	**Modèle1 (2)**	**Modèle1 (3)**	**Modèle1 (4)**	**Modèle1 (5)**	**Modèle1 (6)**
L.GDPPC	-0.017*	-0.014	-0.024**	-0.026***	-0.018**	-0.023***
	(0.008)	(0.011)	(0.009)	(0.008)	(0.009)	(0.008)
TRADE	0.045***	0.030***	0.043***	0.040***	0.035***	0.045***
	(0.014)	(0.011)	(0.014)	(0.011)	(0.008)	(0.013)
EDU	0.016***	0.010	0.020**	0.020***	0.014*	0.018
	(0.006)	(0.008)	(0.008)	(0.007)	(0.008)	(0.012)
TERM	-0.007	0.010	0.000	0.015	0.019	0.019
	(0.011)	(0.016)	(0.013)	(0.012)	(0.014)	(0.015)
GOV	-0.028*	-0.044***	-0.031*	-0.035**	-0.033**	-0.027*
	(0.015)	(0.013)	(0.016)	(0.014)	(0.013)	(0.015)
INF	-0.028**	-0.025**	-0.025	-0.027*	-0.019**	-0.020*
	(0.013)	(0.010)	(0.016)	(0.015)	(0.009)	(0.011)
LIQ	-0.005	0.007	0.003			
	(0.010)	(0.008)	(0.007)			
OPGLG	**0.076*****			**0.045****		
	(0.020)			(0.019)		
INVOPGLG		**0.051****			**0.056*****	
		(0.022)			(0.021)	
OPDEBG			**0.037**			**0.038**
			(0.024)			(0.025)
POL				-0.000	0.001	-0.003
				(0.002)	(0.002)	(0.002)
CRISIS				-0.020*	-0.023***	-0.025**
				(0.011)	(0.008)	(0.012)
Constante	0.126	0.099	0.107	0.093	0.006	0.007
	(0.097)	(0.076)	(0.115)	(0.111)	(0.089)	(0.111)
Observations	279	279	279	287	287	287
Nombre de groupes	65	65	65	65	65	65
AR2 P-value	0.288	0.357	0.291	0.874	0.784	0.674
Hansen P-value	0.617	0.366	0.309	0.489	0.358	0.303
Instruments	41	41	49	64	55	28

Légende : Variable dépendante : GDPPCG/ Echantillon : 72 pays/ Période 1972-2011/ Estimations : GMM system. Les valeurs entre parenthèses sont les écarts-types des coefficients estimés des variables explicatives, dont la constante. Ils sont corrigés d'hétéroscédasticité à travers la méthode de White (1980). Les coefficients estimés sont : * significatifs au seuil d'erreur de 10%, ** significatifs au seuil d'erreur de 5 %, *** significatifs au seuil d'erreur de 1%. Le test de Hansen indique que les instruments utilisés sont valides (H0 : acceptée), avec des p-values largement supérieures au seuil de 10 %. Le test AR(2) indique l'absence d'autocorrélation entre les termes d'erreurs d'ordre 2, avec des p-values supérieures au seuil de 10 %. Source : calcul de l'auteur avec le logiciel Stata 12.

Tableau 4.6 Tests de robustesse effets indirects : changement de variables de contrôle

	Modèle2 (1)	**Modèle2 (2)**	**Modèle2 (3)**	**Modèle2 (4)**	**Modèle2 (5)**	**Modèle2 (6)**	**Modèle2 (7)**	**Modèle2 (8)**	**Modèle2 (9)**
L.GDPPC	-0.019**	-0.020**	-0.019**	-0.014*	-0.013	-0.014*	-0.023***	-0.023***	-0.023***
	(0.008)	(0.008)	(0.008)	(0.008)	(0.009)	(0.008)	(0.008)	(0.008)	(0.008)
TRADE	**0.040*** **	0.043***	0.042***	**0.029*** **	0.033***	0.030***	**0.044*** **	0.045***	0.045***
	(0.013)	(0.013)	(0.013)	(0.011)	(0.011)	(0.011)	(0.014)	(0.013)	(0.013)
EDU	0.016	0.016	0.016	0.013	0.011	0.013	0.018	0.018	0.018
	(0.010)	(0.011)	(0.011)	(0.009)	(0.008)	(0.009)	(0.012)	(0.012)	(0.012)
TERM	0.011	0.012	0.011	0.018	0.015	0.019	0.019	0.019	0.019
	(0.017)	(0.017)	(0.017)	(0.018)	(0.016)	(0.018)	(0.015)	(0.015)	(0.016)
GOV	-0.029*	-0.030*	**-0.031** **	-0.041***	-0.035**	**-0.042*** **	-0.026*	-0.027*	**-0.028** *
	(0.015)	(0.015)	(0.015)	(0.011)	(0.014)	(0.011)	(0.015)	(0.015)	(0.015)
INF	-0.018**	**-0.018** **	-0.018**	-0.019***	**-0.021** **	-0.019***	-0.020*	**-0.020** *	-0.020*
	(0.008)	(0.008)	(0.008)	(0.005)	(0.009)	(0.005)	(0.010)	(0.010)	(0.010)
CRISIS	-0.025**	-0.024**	-0.024**	-0.020**	-0.024***	-0.021**	-0.025**	-0.025**	-0.025**
	(0.011)	(0.011)	(0.011)	(0.010)	(0.009)	(0.010)	(0.012)	(0.012)	(0.012)
POL	-0.003	-0.003	-0.003	-0.002	0.000	-0.002	-0.003	-0.003	-0.003
	(0.002)	(0.002)	(0.002)	(0.002)	(0.003)	(0.002)	(0.002)	(0.002)	(0.002)
OPGLG X TRADE	**0.017** **								
	(0.006)								
OPGLG X INF		**0.014** **							
		(0.006)							
OPGLG X GOV			**0.025** **						
			(0.010)						
INVOPGLG X TRADE				**0.011** **					
				(0.005)					
INVOPGLG X INF					**0.012** **				
					(0.005)				
INVOPGLG X GOV						**0.018** **			
						(0.007)			
OPDEBG X TRADE							**0.009**		
							(0.006)		
OPDEBG X INF								**0.008**	
								(0.005)	
OPDEBG X GOV									**0.014**
									(0.009)
Constante	0.038	0.030	0.037	0.052	0.038	0.051	0.009	0.008	0.012
	(0.114)	(0.113)	(0.114)	(0.098)	(0.111)	(0.099)	(0.111)	(0.110)	(0.112)
Observations	287	287	287	287	287	287	287	287	287
Nombre de groupes	65	65	65	65	65	65	65	65	65
AR2 P-value	0.710	0.752	0.739	0.890	0.746	0.984	0.646	0.677	0.666
Hansen P-value	0.458	0.440	0.441	0.419	0.233	0.398	0.308	0.308	0.308
Instruments	28	28	28	28	37	28	28	28	28

Légende : Variable dépendante : GDPPCG/ Echantillon : 72 pays/ Période 1972-2011/ Estimations : GMM system. Les valeurs entre parenthèses sont les écarts-types des coefficients estimés des variables explicatives, dont la constante. Ils sont corrigés d'hétéroscédasticité à travers la méthode de White (1980). Les coefficients estimés sont : * significatifs au seuil d'erreur de 10%, ** significatifs au seuil d'erreur de 5 %, *** significatifs au seuil d'erreur de 1%. Le test de Hansen indique que les instruments utilisés sont valides (H0 : acceptée), avec des p-values largement supérieures au seuil de 10 %. Le test AR(2) indique l'absence d'autocorrélation entre les termes d'erreurs d'ordre 2, avec des p-values supérieures au seuil de 10 %. Source : calcul de l'auteur avec le logiciel Stata 12.

Tableau 4.6 bis Tests de robustesse effets indirects : changement de variables de contrôle

	Modèle2 (1)	**Modèle2 (2)**	**Modèle2 (3)**	**Modèle2 (4)**	**Modèle2 (5)**	**Modèle2 (6)**	**Modèle2 (7)**	**Modèle2 (8)**	**Modèle2 (9)**
L.GDPPC	-0.017*	-0.017*	-0.016	-0.007	-0.008	-0.007	-0.024**	-0.022**	-0.024**
	(0.010)	(0.010)	(0.010)	(0.009)	(0.009)	(0.009)	(0.009)	(0.009)	(0.009)
TRADE	**0.046*** **	0.049***	0.043**	**0.032*** **	0.033***	0.032***	**0.042*** **	0.058***	0.043***
	(0.015)	(0.014)	(0.019)	(0.012)	(0.011)	(0.012)	(0.015)	(0.014)	(0.015)
EDU	0.016*	0.016*	0.016*	0.009	0.009	0.009	0.020**	0.016*	0.021**
	(0.009)	(0.009)	(0.008)	(0.010)	(0.009)	(0.010)	(0.008)	(0.009)	(0.008)
TERM	0.003	0.001	-0.003	0.013	0.014	0.013	0.001	0.014	-0.000
	(0.014)	(0.014)	(0.012)	(0.017)	(0.017)	(0.017)	(0.013)	(0.014)	(0.014)
GOV	-0.032*	-0.032*	**-0.037*** **	-0.043**	-0.043**	**-0.044** **	-0.030*	-0.026	**-0.032***
	(0.017)	(0.017)	(0.012)	(0.017)	(0.017)	(0.017)	(0.016)	(0.017)	(0.016)
INF	-0.028**	**-0.029** **	-0.030*	-0.022**	**-0.023** **	-0.023***	-0.025	**-0.031***	-0.024
	(0.012)	(0.013)	(0.016)	(0.009)	(0.009)	(0.009)	(0.016)	(0.017)	(0.016)
LIQ	-0.007	-0.008	-0.002	0.007	0.008	0.007	0.003	-0.007	0.003
	(0.011)	(0.011)	(0.011)	(0.009)	(0.009)	(0.008)	(0.007)	(0.012)	(0.008)
OPGLG X TRADE	**0.020*** **								
	(0.007)								
OPGLG X INF		**0.018*** **							
		(0.006)							
OPGLG X GOV			**0.024*** **						
			(0.009)						
INVOPGLG X TRADE				**0.011** **					
				(0.005)					
INVOPGLG X INF					**0.010** **				
					(0.005)				
INVOPGLG X GOV						**0.018** **			
						(0.009)			
OPDEBG X TRADE							**0.009**		
							(0.006)		
OPDEBG X INF								**0.010***	
								(0.006)	
OPDEBG X GOV									**0.014**
									(0.009)
Constante	0.099	0.099	0.141	0.029	0.022	0.031	0.108	0.033	0.127
	(0.117)	(0.119)	(0.122)	(0.107)	(0.107)	(0.103)	(0.116)	(0.132)	(0.135)
Observations	279	279	279	279	279	279	279	279	279
Nombre de groupes	65	65	65	65	65	65	65	65	65
AR2 P-value	0.322	0.313	0.319	0.330	0.315	0.291	0.291	0.318	0.879
Hansen P-value	0.354	0.367	0.400	0.168	0.169	0.159	0.315	0.352	0.393
Instruments	25	25	63	25	25	25	49	25	55

Légende : Variable dépendante : GDPPCG/ Echantillon : 72 pays/ Période 1972-2011/ Estimations : GMM system. Les valeurs entre parenthèses sont les écarts-types des coefficients estimés des variables explicatives, dont la constante. Ils sont corrigés d'hétéroscédasticité à travers la méthode de White (1980). Les coefficients estimés sont : * significatifs au seuil d'erreur de 10%, ** significatifs au seuil d'erreur de 5 %, *** significatifs au seuil d'erreur de 1%. Le test de Hansen indique que les instruments utilisés sont valides (H0 : acceptée), avec des p-values largement supérieures au seuil de 10 %. Le test AR(2) indique l'absence d'autocorrélation entre les termes d'erreurs d'ordre 2, avec des p-values supérieures au seuil de 10 %. Source : calcul de l'auteur avec le logiciel Stata 12.

Tableau 4.7 Tests de robustesse effets directs : changement d'horizon temporel

	Modèle1 1972-2006 (1)	**Modèle1 1972-2006 (2)**	**Modèle1 1972-2006 (3)**	**Modèle1 1972-2001 (4)**	**Modèle1 1972-2001 (5)**	**Modèle1 1972-2001 (6)**
L.GDPPC	-0.027***	-0.015*	-0.030***	-0.027**	-0.004	-0.020*
	(0.009)	(0.008)	(0.011)	(0.012)	(0.014)	(0.011)
TRADE	0.041***	0.026**	0.041**	0.043***	0.017*	0.027**
	(0.012)	(0.011)	(0.015)	(0.013)	(0.010)	(0.012)
EDU	0.025**	0.006	0.024*	0.026**	0.007	0.011
	(0.012)	(0.010)	(0.013)	(0.012)	(0.009)	(0.011)
TERM	0.001	-0.012	-0.002	0.015	-0.004	-0.001
	(0.012)	(0.016)	(0.014)	(0.013)	(0.013)	(0.014)
GOV	-0.027*	-0.039**	-0.033**	-0.021	-0.038*	-0.041***
	(0.014)	(0.018)	(0.014)	(0.018)	(0.019)	(0.014)
INF	-0.018**	-0.025***	-0.028	-0.018**	-0.020***	-0.026*
	(0.009)	(0.007)	(0.019)	(0.009)	(0.006)	(0.014)
CRISIS	-0.029**	-0.023**	-0.026**	-0.020*	-0.026**	-0.024**
	(0.013)	(0.011)	(0.013)	(0.011)	(0.011)	(0.010)
OPGLG	**0.067*****			**0.061****		
	(0.022)			(0.028)		
INVOPGLG		**0.058*****			**0.086*****	
		(0.019)			(0.020)	
OPDEBG			**0.041**			**0.033**
			(0.027)			(0.024)
Constante	0.084	0.247**	0.186	-0.015	0.145*	0.228*
	(0.113)	(0.102)	(0.140)	(0.124)	(0.073)	(0.117)
Observations	235	235	235	179	179	179
Nombre de groupes	64	64	64	62	62	62
AR2 P-value	0.255	0.548	0.291	0.786	0.573	0.735
Hansen P-value	0.659	0.449	0.439	0.428	0.371	0.365
Instruments	33	25	49	33	41	47

Légende : Variable dépendante : GDPPCG/ Echantillon : 72 pays/ Périodes 1972-2006 et 1972-2001/ Estimations : GMM system. Les valeurs entre parenthèses sont les écarts-types des coefficients estimés des variables explicatives, dont la constante. Ils sont corrigés d'hétéroscédasticité à travers la méthode de White (1980). Les coefficients estimés sont : * significatifs au seuil d'erreur de 10%, ** significatifs au seuil d'erreur de 5 %, *** significatifs au seuil d'erreur de 1%. Le test de Hansen indique que les instruments utilisés sont valides (H0 : acceptée), avec des p-values largement supérieures au seuil de 10 %. Le test AR(2) indique l'absence d'autocorrélation entre les termes d'erreurs d'ordre 2, avec des p-values supérieures au seuil de 10 %. Source : calcul de l'auteur avec le logiciel Stata 12.

Tableau 4.8 Tests de robustesse effets indirects : changement d'horizon temporel

1972-2006	**Modèle2 (1)**	**Modèle2 (2)**	**Modèle2 (3)**	**Modèle2 (4)**	**Modèle2 (5)**	**Modèle2 (6)**	**Modèle2 (7)**	**Modèle2 (8)**	**Modèle2 (9)**
L.GDPPC	-0.027***	-0.028***	-0.027***	-0.016*	-0.016*	-0.015*	-0.030***	-0.030***	-0.033***
	(0.010)	(0.010)	(0.010)	(0.008)	(0.008)	(0.008)	(0.011)	(0.011)	(0.011)
TRADE	**0.042*****	0.044***	0.044***	**0.025****	0.026**	0.026**	**0.040****	0.041**	0.044***
	(0.015)	(0.015)	(0.015)	(0.011)	(0.011)	(0.011)	(0.015)	(0.015)	(0.015)
EDU	0.024	0.025*	0.024*	0.006	0.006	0.007	0.023*	0.024*	0.028*
	(0.015)	(0.015)	(0.014)	(0.011)	(0.011)	(0.011)	(0.013)	(0.013)	(0.015)
TERM	-0.005	-0.004	-0.006	-0.013	-0.012	-0.013	-0.003	-0.002	-0.005
	(0.014)	(0.014)	(0.014)	(0.016)	(0.016)	(0.016)	(0.014)	(0.014)	(0.016)
GOV	-0.029	-0.029	**-0.032***	-0.040**	-0.039**	**-0.042****	-0.032**	-0.033**	**-0.033***
	(0.019)	(0.019)	(0.018)	(0.018)	(0.018)	(0.017)	(0.014)	(0.014)	(0.018)
INF	-0.020**	**-0.020****	-0.020**	-0.025***	**-0.025*****	-0.024***	-0.028	**-0.028**	-0.029
	(0.008)	(0.008)	(0.008)	(0.008)	(0.008)	(0.007)	(0.020)	(0.019)	(0.021)
CRISIS	-0.023*	-0.022*	-0.023*	-0.023**	-0.023**	-0.023**	-0.026**	-0.026**	-0.011
	(0.012)	(0.012)	(0.012)	(0.011)	(0.011)	(0.011)	(0.013)	(0.013)	(0.028)
OPGLG X TRADE	**0.017*****								
	(0.005)								
OPGLG X INF		**0.015*****							
		(0.004)							
OPGLG X GOV			**0.026*****						
			(0.007)						
INVOPGLG X TRADE				**0.013*****					
				(0.005)					
INVOPGLG X INF					**0.012*****				
					(0.004)				
INVOPGLG X GOV						**0.022*****			
						(0.007)			
OPDEBG X TRADE							**0.010**		
							(0.007)		
OPDEBG X INF								**0.009**	
								(0.006)	
OPDEBG X GOV									**0.021**
									(0.015)
Constante	0.125	0.113	0.126	0.269**	0.248**	0.260**	0.190	0.187	0.193
	(0.145)	(0.148)	(0.146)	(0.104)	(0.102)	(0.100)	(0.140)	(0.137)	(0.142)
Observations	235	235	235	235	235	235	235	235	235
Nombre de groupes	64	64	64	64	64	64	64	64	64
AR2 P-value	0.303	0.327	0.301	0.505	0.540	0.535	0.286	0.293	0.663
Hansen P-value	0.601	0.603	0.621	0.446	0.445	0.450	0.432	0.444	0.315
Instruments	25	25	25	25	25	25	49	49	43

Légende : Variable dépendante : GDPPCG/ Echantillon : 72 pays/ Période 1972-2006/ Estimations : GMM system. Les valeurs entre parenthèses sont les écarts-types des coefficients estimés des variables explicatives, dont la constante. Ils sont corrigés d'hétéroscédasticité à travers la méthode de White (1980). Les coefficients estimés sont : * significatifs au seuil d'erreur de 10%, ** significatifs au seuil d'erreur de 5 %, *** significatifs au seuil d'erreur de 1%. Le test de Hansen indique que les instruments utilisés sont valides (H0 : acceptée), avec des p-values largement supérieures au seuil de 10 %. Le test AR(2) indique l'absence d'autocorrélation entre les termes d'erreurs d'ordre 2, avec des p-values supérieures au seuil de 10 %. Source : calcul de l'auteur avec le logiciel Stata 12.

Tableau 4.8 bis Tests de robustesse effets indirects : changement d'horizon temporel

1972-2001	**Modèle2 (1)**	**Modèle2 (2)**	**Modèle2 (3)**	**Modèle2 (4)**	**Modèle2 (5)**	**Modèle2 (6)**	**Modèle2 (7)**	**Modèle2 (8)**	**Modèle2 (9)**
L.GDPPC	-0.025*	-0.027*	-0.026*	0.005	0.007	0.004	-0.023*	-0.023*	-0.023*
	(0.014)	(0.015)	(0.015)	(0.015)	(0.016)	(0.015)	(0.012)	(0.013)	(0.012)
TRADE	**0.041****	0.045**	0.043**	**0.017***	0.020*	0.018*	**0.029*****	0.030***	0.030***
	(0.019)	(0.018)	(0.019)	(0.010)	(0.010)	(0.010)	(0.010)	(0.010)	(0.011)
EDU	0.017	0.018	0.017	-0.002	-0.002	-0.000	0.016*	0.015	0.016
	(0.014)	(0.015)	(0.015)	(0.009)	(0.009)	(0.008)	(0.009)	(0.009)	(0.010)
TERM	-0.008	-0.005	-0.007	-0.018	-0.016	-0.017	0.006	0.007	0.006
	(0.019)	(0.019)	(0.021)	(0.017)	(0.016)	(0.016)	(0.013)	(0.014)	(0.014)
GOV	-0.030**	-0.031**	**-0.033****	-0.049***	-0.045***	**-0.049*****	-0.032	-0.034*	**-0.033**
	(0.015)	(0.015)	(0.016)	(0.017)	(0.017)	(0.017)	(0.020)	(0.018)	(0.020)
INF	-0.024**	**-0.023****	-0.023**	-0.024***	**-0.024*****	-0.024***	-0.029*	**-0.030***	-0.029*
	(0.011)	(0.011)	(0.011)	(0.005)	(0.005)	(0.005)	(0.017)	(0.017)	(0.018)
CRISIS	-0.016	-0.016	-0.016	-0.018	-0.018	-0.019	-0.020*	-0.021*	-0.020*
	(0.014)	(0.014)	(0.014)	(0.012)	(0.012)	(0.012)	(0.012)	(0.011)	(0.012)
OPGLG X TRADE	**0.018****								
	(0.007)								
OPGLG X INF		**0.015****							
		(0.006)							
OPGLG X GOV			**0.025****						
			(0.010)						
INVOPGLG X TRADE				**0.019*****					
				(0.005)					
INVOPGLG X INF					**0.017*****				
					(0.004)				
INVOPGLG X GOV						**0.029*****			
						(0.008)			
OPDEBG X TRADE							**0.010**		
							(0.006)		
OPDEBG X INF								**0.007**	
								(0.005)	
OPDEBG X GOV									**0.013**
									(0.009)
Constante	0.174	0.151	0.173	0.227**	0.187**	0.222**	0.176	0.180	0.181
	(0.159)	(0.152)	(0.162)	(0.092)	(0.089)	(0.088)	(0.148)	(0.155)	(0.156)
Observations	179	179	179	179	179	179	179	179	179
Nombre de groupes	62	62	62	62	62	62	62	62	62
AR2 P-value	0.825	0.816	0.791	0.539	0.636	0.609	0.900	0.841	0.884
Hansen P-value	0.362	0.306	0.283	0.800	0.714	0.776	0.232	0.200	0.218
Instruments	25	25	25	25	25	25	41	41	41

Légende : Variable dépendante : GDPPCG/ Echantillon : 72 pays/ Période 1972-2001/ Estimations : GMM system. Les valeurs entre parenthèses sont les écarts-types des coefficients estimés des variables explicatives, dont la constante. Ils sont corrigés d'hétéroscédasticité à travers la méthode de White (1980). Les coefficients estimés sont : * significatifs au seuil d'erreur de 10%, ** significatifs au seuil d'erreur de 5 %, *** significatifs au seuil d'erreur de 1%. Le test de Hansen indique que les instruments utilisés sont valides (H0 : acceptée), avec des p-values largement supérieures au seuil de 10 %. Le test AR(2) indique l'absence d'autocorrélation entre les termes d'erreurs d'ordre 2, avec des p-values supérieures au seuil de 10 %. Source : calcul de l'auteur avec le logiciel Stata 12.

Tableau 4.9 Statistiques descriptives (données annuelles)

Variables	Observations	Moyenne	Ecart-type	Minimum	Maximum
GDPPCG	2514	0,0103	0,0716	-1,0507	0,6506
GDPPC	2591	6,5107	0,7617	3,9129	8,3373
OPGLG	2450	0,0990	0,1569	-1,0780	3,0396
INVOPGLG	2409	0,1388	0,2292	-2,4189	2,1180
OPDEBG	2469	0,0908	0,1866	-1,3918	3,1611
TRADE	2471	4,1034	0,5311	1,8438	5,6361
EDU	1843	3,2684	0,9172	0,1714	4,7851
TERM	1799	4,6797	0,2984	3,6687	5,7546
GOV	2370	2,5856	0,4644	0,3186	4,2419
INF	2111	4,7316	0,2692	4,4054	10,0805
CRISIS	2880	0,0594	0,2364	0,0000	1,0000
POL	2714	5,5413	2,1059	1,0000	8,0000
LIQ	1983	3,2371	0,6448	-1,3863	5,0021

Légende : Echantillon de base : 72 pays en développement / Période : 1972-2011. Source : calcul de l'auteur avec le logiciel Stata 12.

Tableau 4.10 Corrélations : globalisation financière et croissance (données annuelles)

	GDPPCG	OPGLG	INVOPGLG	OPDEBG
GDPPCG	1,000			
OPGLG	**0.1120***	1,000		
(p-values)	*0,000*			
INVOPGLG	**0.2428***	0.3059*	1,000	
(p-values)	*0,000*	*0,000*		
OPDEBG	**0,041**	0.9148*	0.0562*	1,000
(p-values)	*0,053*	*0,000*	*0,007*	

Légende : Données annuelles. Echantillon de base : 72 pays en développement / Période : 1972-2011. Les coefficients calculés ici sur des moyennes du panel correspondent au coefficient de corrélation de Spearman. Les P-Values représentent les probabilités d'erreur d'estimation en %. Source : calcul de l'auteur avec le logiciel Stata 12.

Tableau 4.11 Corrélations : globalisation financière et croissance (données quinquennales)

	GDPPCG	OPGLG	INVOPGLG	OPDEBG
GDPPCG	1,000			
OPGLG	**0.1604***	1,000		
(p-values)	*0,000*			
INVOPGLG	**0.3839***	0.2301*	1,000	
(p-values)	*0,000*	*0,000*		
OPDEBG	**0,048**	0.9325*	0,024	1,000
(p-values)	*0,297*	*0,000*	*0,603*	

Légende : Données quinquennales : toutes les variables sont calculées en moyenne individuelles sur cinq ans. Echantillon de base : 72 pays en développement / Période : 1972-2011. Les coefficients calculés ici sur des moyennes du panel correspondent au coefficient de corrélation de Spearman. Les P-Values représentent les probabilités d'erreur d'estimation en %. Source : calcul de l'auteur avec le logiciel Stata 12.

Tableau 4.12 Corrélations : variables utilisées (données annuelles)

	GDPPCG	GDPPC	OPGLG	INVOPGLG	OPDEBG	TRADE	EDU	TERM	GOV	INF	CRISIS	POL	LIQ
GDPPCG	1,000												
GDPPC	0,080	1,000											
(p-values)	*0,000*												
OPGLG	**0,066**	0,025	1,000										
(p-values)	***0,002***	*0,232*											
INVOPGLG	**0,139**	0,037	0,252	1,000									
(p-values)	***0,000***	*0,078*	*0,000*										
OPDEBG	**0,009**	0,011	0,937	0,073	1,000								
(p-values)	***0,659***	*0,592*	*0,000*	*0,000*									
TRADE	0,048	0,495	0,006	0,109	-0,033	1,000							
(p-values)	*0,019*	*0,000*	*0,766*	*0,000*	*0,113*								
EDU	0,054	0,579	-0,079	0,097	-0,108	0,356	1,000						
(p-values)	*0,028*	*0,000*	*0,001*	*0,000*	*0,000*	*0,000*							
TERM	0,012	-0,118	0,085	-0,002	0,078	-0,077	-0,289	1,000					
(p-values)	*0,625*	*0,000*	*0,000*	*0,926*	*0,001*	*0,001*	*0,000*						
GOV	-0,124	0,152	0,066	0,020	0,066	0,379	-0,006	0,056	1,000				
(p-values)	*0,000*	*0,000*	*0,002*	*0,349*	*0,002*	*0,000*	*0,798*	*0,021*					
INF	-0,159	-0,090	-0,012	-0,040	0,004	-0,087	0,002	-0,005	-0,101	1,000			
(p-values)	*0,000*	*0,000*	*0,581*	*0,078*	*0,846*	*0,000*	*0,940*	*0,843*	*0,000*				
CRISIS	-0,131	-0,061	-0,065	-0,034	-0,046	-0,038	-0,004	0,012	-0,052	0,204	1,000		
(p-values)	*0,000*	*0,002*	*0,001*	*0,094*	*0,023*	*0,060*	*0,852*	*0,622*	*0,012*	*0,000*			
POL	-0,069	-0,284	0,061	-0,012	0,081	-0,212	-0,307	0,121	-0,074	0,072	0,058	1,000	
(p-values)	*0,001*	*0,000*	*0,003*	*0,558*	*0,000*	*0,000*	*0,000*	*0,000*	*0,000*	*0,001*	*0,003*		
LIQ	0,024	0,299	-0,030	0,026	-0,049	0,215	0,415	-0,138	0,200	-0,225	-0,052	-0,250	1,000
(p-values)	*0,298*	*0,000*	*0,194*	*0,250*	*0,031*	*0,000*	*0,000*	*0,000*	*0,000*	*0,000*	*0,021*	*0,000*	

Légende : Données annuelles. Echantillon de base : 72 pays en développement / Période : 1972-2011. Les coefficients calculés ici sur des moyennes du panel correspondent au coefficient de corrélation de Pearson. Les P-Values représentent les probabilités d'erreur d'estimation en %. Source : calcul de l'auteur avec le logiciel Stata 12.

Annexes du chapitre 5

Tableau 5.3 Présentation des variables

Variable	Définition et construction	Source
GDPPCG	Le taux de croissance annuel logarithmique du PIB réel par habitant (dollars constants 2005).	World Development Indicators (2014) et calcul fait par l'auteur.
L.GDPPC	Le PIB réel par habitant (dollars constants 2005) retardé d'une période (en logarithme).	World Development Indicators (2014) et calcul fait par l'auteur.
OPGLG	Le taux de croissance logarithmique de la somme des stocks bruts des avoirs et des engagements extérieurs.	External Wealth of Nations Dataset (Updated and Extended, 1970-2011) et calcul fait par l'auteur.
INVOPGLG	Le taux de croissance logarithmique de la somme des stocks bruts des avoirs et des engagements extérieurs en investissements directs étrangers et investissements en portefeuille.	External Wealth of Nations Dataset (Updated and Extended, 1970-2011) et calcul fait par l'auteur.
OPDEBG	Le taux de croissance logarithmique de la somme des stocks bruts des avoirs et des engagements extérieurs en dettes.	External Wealth of Nations Dataset (Updated and Extended, 1970-2011) et calcul fait par l'auteur.
OPENDEB	Le taux de croissance logarithmique de la somme des stocks bruts des avoirs et des engagements extérieurs en dettes rapportée au PIB.	External Wealth of Nations Dataset (Updated and Extended, 1970-2011) et calcul fait par l'auteur.
INF	Log (1+inf) avec inf, le taux de variation de l'indice des prix à la consommation (annuel %).	World Development Indicators (2014) et calcul fait par l'auteur.
GOV	Les dépenses de consommation finale du gouvernement rapportées au PIB (en logarithme).	World Development Indicators (2014) et calcul fait par l'auteur.
TRADE	Les exportations et importations de biens et services rapportées au PIB (en logarithme).	World Development Indicators (2014) et calcul fait par l'auteur.
EDU	Le ratio de scolarisation secondaire : la part de la population scolarisée en secondaire dans la population en âge de l'être (en logarithme).	World Development Indicators (2014) et calcul fait par l'auteur.
POL	L'indicateur des droits politiques de *Freedom House*, calculé sur chaque période de cinq ans.	Freedom House (2014) et calcul fait par l'auteur.
TERM	L'indicateur des termes de l'échange des marchandises nets (en logarithme).	World Development Indicators (2014) et calcul fait par l'auteur.
LIQ	Le ratio des engagements exigibles du système financier, à savoir la masse monétaire au sens de (M3), au PIB (en logarithme).	Beck et al. (2009), actualisée en avril 2013.
CRISIS	La proportion des années de crises bancaires dans chaque quinquennat.	Systemic Banking Crises Database: An Update (IMF, 2012) et calcul fait par l'auteur.
INBANKR	La moyenne sur cinq ans, des valeurs absolues des résidus de l'estimation de la tendance de long terme du ratio des actifs des banques commerciales sur la somme de ces actifs plus ceux de la banque centrale :$x_t = a + bx_{t-1} + ct + \varepsilon_t$ Avec x le ratio des actifs des banques commerciales sur la somme de ces actifs plus ceux de la banque centrale (BANK), a une constante et t la tendance temporelle. Cette équation est estimée séparément pour chaque pays de l'échantillon.	Beck et al. (2009), actualisée en avril 2013 et calcul fait par l'auteur.
BANK	Le taux de croissance du ratio des actifs des banques commerciales sur la somme de ces actifs plus ceux de la banque centrale	Beck et al. (2009), actualisée en avril 2013.
INBANK	L'écart moyen absolu quinquennal du taux de croissance du ratio des actifs des banques commerciales sur la somme de ces actifs plus ceux de la banque centrale.	Beck et al. (2009), actualisée en avril 2013.et calcul fait par l'auteur.
INLIQ	L'écart moyen absolu quinquennal du taux de croissance du ratio des engagements exigibles du système financier, à savoir la masse monétaire au sens de M3, au PIB.	Beck et al. (2009), actualisée en avril 2013et calcul fait par l'auteur.
INLIQR	La moyenne, calculée sur chaque période de cinq ans, des valeurs absolues des résidus de l'estimation de la tendance de long terme du ratio des engagements exigibles du système financier, au sens de M3, au PIB :$x_t = a + bx_{t-1} + ct + \varepsilon_t$ Avec *x* le ratio des engagements exigibles du système financier, au sens de M3, au PIB (LIQ), *a* une constante et *t* la tendance temporelle. Cette équation est estimée séparément pour chaque pays de l'échantillon.	Beck et al. (2009), actualisée en avril 2013et calcul fait par l'auteur.
INDEV	L'écart-type quinquennal du taux de croissance des dépôts du système financier sur le PIB.	Beck et al. (2009), actualisée en avril 2013et calcul fait par l'auteur.
DEV	Les dépôts du système financier sur le PIB.	Beck et al. (2009), actualisée en avril 2013.
INDEBA	La racine carrée de la moyenne quinquennale des carrées des résidus de l'estimation de la tendance de long terme du ratio des dépôts bancaires sur le PIB. $x_t = a + bx_{t-1} + ct + \varepsilon_t$ Avec *x* le ratio des dépôts bancaires sur le PIB (DEBA), *a* une constante et *t* la tendance temporelle. Cette équation est estimée séparément pour chaque pays de l'échantillon.	Beck et al. (2009), actualisée en avril 2013, actualisée en avril 2013 et calcul fait par l'auteur.
DEBA	Le ratio des dépôts bancaires sur le PIB.	Beck et al. (2009), actualisée en avril 2013.

Légende : toutes les variables sont calculées en moyenne individuelles sur cinq ans.

Tableau 5.4 Liste des pays de l'échantillon

1. Albanie	2. Tchad	3. Géorgie	4. Kiribati	5. Niger	6. Soudan
7. Arménie	8. Comores	9. Ghana	10. Lesotho	11. Nigeria	12. Swaziland
13. Bangladesh	14. Rép. démo du Congo	15. Guatemala	16. Libéria	17. Pakistan	18. Rép. arabe syrienne
19. Belize	20. Rép. du Congo	21. Guinée	22. Madagascar	23. Papouasie-Nouvelle-Guinée	24. Tadjikistan
25. Bénin	26. Côte d'Ivoire	27. Guinée-Bissau	28. Malawi	29. Paraguay	30. Tanzanie
31. Bhoutan	32. Djibouti	33. Guyane	34. Mali	35. Philippines	36. Tonga
37. Bolivie	38. Egypte	39. Haïti	40. Mauritanie	41. Rwanda	42. Ouganda
43. Burkina Faso	44. Salvador	45. Honduras	46. Moldova	47. Samoa	48. Ouzbékistan
49. Burundi	50. Érythrée	51. Inde	52. Mongolie	53. Sénégal	54. Vanuatu
55. Cambodge	56. Ethiopie	57. Indonésie	58. Mozambique	59. Sierra Leone	60. Viêt-Nam
61. Cameroun	62. Fidji	63. Irak	64. Népal	65. Les îles Salomon	66. Zambie
67. Rép. Centrafricaine	68. Gambie	69. Kenya	70. Nicaragua	71. Sri Lanka	72. Zimbabwe

Source : l'échantillon est tiré de la liste des 145 pays en développement définis par la Banque Mondiale en mai 2014 (http://data.worldbank.org/about/country-classifications/country-and-lending-groups). L'échantillon est épuré des pays qui présentent une pauvreté des données pour les variables étudiées.

Tableau 5.5 Tests de robustesse effets directs : changement de variables d'instabilité financière

	Modèle1 (1)	**Modèle1 (2)**	**Modèle1 (3)**	**Modèle1 (4)**	**Modèle1 (5)**	**Modèle1 (6)**
L.GDPPC	-0.019	-0.011	-0.022**	-0.011	-0.016	-0.016
	(0.013)	(0.010)	(0.011)	(0.011)	(0.012)	(0.013)
INLIQR				**-0.080****	**-0.106****	**-0.084****
				(0.038)	(0.052)	(0.041)
INBANKR	**-0.077***	**-0.074****	**-0.063*****			
	(0.046)	(0.033)	(0.021)			
TRADE	0.051***	0.031***	0.042***	0.041***	0.028**	0.047***
	(0.015)	(0.011)	(0.011)	(0.015)	(0.012)	(0.017)
EDU	0.010	0.007	0.013	0.008	0.016**	0.009
	(0.014)	(0.007)	(0.010)	(0.010)	(0.007)	(0.011)
TERM	-0.011	0.002	-0.001	-0.014	0.004	-0.010
	(0.016)	(0.013)	(0.016)	(0.014)	(0.014)	(0.016)
GOV	-0.017	-0.024**	-0.024	-0.034**	-0.028*	-0.031**
	(0.020)	(0.011)	(0.016)	(0.013)	(0.014)	(0.015)
CRISIS	-0.033***	-0.029***	-0.033***	-0.041***	-0.029*	-0.041**
	(0.011)	(0.011)	(0.009)	(0.015)	(0.016)	(0.017)
OPGLG	**0.065****			**0.068****		
	(0.029)			(0.027)		
INVOPGLG		**0.066*****			**0.050****	
		(0.025)			(0.025)	
OPDEBG			**0.036**			**0.041**
			(0.028)			(0.027)
Observations	-0.007	-0.015	0.011	0.042	0.004	0.022
Nombre de groupes	(0.090)	(0.082)	(0.091)	(0.104)	(0.071)	(0.109)
AR2 P-value	278	278	278	280	280	280
Hansen P-value	66	66	66	66	66	66
Instruments	0.483	0.440	0.443	0.449	0.596	0.414
Observations	0.292	0.353	0.249	0.325	0.214	0.184
Nombre de groupes	25	41	41	33	49	33

Légende : Variable dépendante : GDPPCG/ Echantillon : 72 pays/ Période 1972-2011/ Estimations : GMM system. Les valeurs entre parenthèses sont les écarts-types des coefficients estimés des variables explicatives, dont la constante. Ils sont corrigés d'hétéroscédasticité à travers la méthode de White (1980). Les coefficients estimés sont : * significatifs au seuil d'erreur de 10%, ** significatifs au seuil d'erreur de 5 %, *** significatifs au seuil d'erreur de 1%. Le test de Hansen indique que les instruments utilisés sont valides (H0 : acceptée), avec des p-values largement supérieures au seuil de 10 %. Le test AR(2) indique l'absence d'autocorrélation entre les termes d'erreurs d'ordre 2, avec des p-values supérieures au seuil de 10 %. Source : calcul de l'auteur avec le logiciel Stata 12.

Tableau 5.5 bis Tests de robustesse effets directs : changement de variables d'instabilité financière

	Modèle1 (1)	**Modèle1 (2)**	**Modèle1 (3)**	**Modèle1 (4)**	**Modèle1 (5)**	**Modèle1 (6)**
L.GDPPC	-0.028**	-0.007	-0.017	-0.013	-0.011	-0.019
	(0.012)	(0.010)	(0.012)	(0.011)	(0.010)	(0.012)
INDEPB				**-0.044*** **	**-0.055** **	**-0.045*** **
				(0.013)	(0.026)	(0.016)
INSDEV	**-0.037***	**-0.101*** **	**-0.070** **			
	(0.021)	(0.028)	(0.030)			
GOV	-0.023	-0.029**	-0.025	-0.026	-0.024**	-0.023
	(0.015)	(0.012)	(0.017)	(0.017)	(0.011)	(0.018)
TRADE	0.057***	0.034***	0.049***	0.040***	0.029**	0.042***
	(0.013)	(0.011)	(0.013)	(0.011)	(0.011)	(0.012)
EDU	0.016*	0.001	0.009	0.013	0.007	0.014
	(0.009)	(0.007)	(0.011)	(0.011)	(0.007)	(0.012)
TERM	0.004	-0.003	-0.006	-0.004	-0.002	0.000
	(0.015)	(0.015)	(0.019)	(0.015)	(0.014)	(0.017)
CRISIS	-0.028***	-0.029***	-0.036**	-0.042***	-0.026**	-0.041***
	(0.011)	(0.010)	(0.014)	(0.013)	(0.010)	(0.013)
OPGLG	**0.043***			**0.056***		
	(0.024)			(0.032)		
INVOPGLG		**0.065** **			**0.064** **	
		(0.025)			(0.025)	
OPDEBG			**0.032**			**0.030**
			(0.027)			(0.028)
Constante	-0.049	0.004	-0.007	-0.019	0.014	-0.024
	(0.067)	(0.085)	(0.086)	(0.093)	(0.079)	(0.089)
Observations	271	271	271	271	271	271
Nombre de groupes	66	66	66	66	66	66
AR2 P-value	0.520	0.559	0.513	0.450	0.665	0.426
Hansen P-value	0.320	0.428	0.240	0.299	0.317	0.201
Instruments	57	33	33	33	41	33

Légende : Variable dépendante : GDPPCG/ Echantillon : 72 pays/ Période 1972-2011/ Estimations : GMM system. Les valeurs entre parenthèses sont les écarts-types des coefficients estimés des variables explicatives, dont la constante. Ils sont corrigés d'hétéroscédasticité à travers la méthode de White (1980). Les coefficients estimés sont : * significatifs au seuil d'erreur de 10%, ** significatifs au seuil d'erreur de 5 %, *** significatifs au seuil d'erreur de 1%. Le test de Hansen indique que les instruments utilisés sont valides (H0 : acceptée), avec des p-values largement supérieures au seuil de 10 %. Le test AR(2) indique l'absence d'autocorrélation entre les termes d'erreurs d'ordre 2, avec des p-values supérieures au seuil de 10 %. Source : calcul de l'auteur avec le logiciel Stata 12.

Tableau 5.6 Tests de robustesse effets indirects : changement de variables d'instabilité financière

	Modèle2 (1)	**Modèle2 (2)**	**Modèle2 (3)**	**Modèle2 (4)**	**Modèle2 (5)**	**Modèle2 (6)**
L.GDPPC	-0.032**	-0.014	-0.026**	-0.005	-0.010	-0.018
	(0.013)	(0.012)	(0.012)	(0.011)	(0.012)	(0.014)
INLIQR				**-0.294*** **	**-0.330*** **	**-0.164** **
				(0.064)	(0.111)	(0.068)
INBANKR	**-0.140*** **	**-0.204** **	**-0.096*** **			
	(0.040)	(0.093)	(0.036)			
TRADE	0.053***	0.034**	0.043***	0.042***	0.027*	0.056***
	(0.012)	(0.013)	(0.010)	(0.013)	(0.014)	(0.020)
EDU	0.019	0.009	0.014	0.004	0.010	0.007
	(0.012)	(0.013)	(0.010)	(0.009)	(0.009)	(0.013)
TERM	0.016	0.014	-0.000	-0.016	0.009	-0.003
	(0.018)	(0.019)	(0.015)	(0.014)	(0.015)	(0.019)
GOV	-0.036**	-0.043**	-0.018	-0.045***	-0.038**	-0.031*
	(0.016)	(0.017)	(0.017)	(0.015)	(0.015)	(0.017)
CRISIS	-0.023**	-0.030**	-0.029***	-0.037**	-0.038**	-0.038***
	(0.011)	(0.013)	(0.010)	(0.015)	(0.015)	(0.012)
OPGLG X INBANKR	**0.816*** **					
	(0.303)					
INVOPGLG X INBANKR		**0.616** **				
		(0.306)				
INBANKR X OPDEBG			**0.347**			
			(0.276)			
OPGLG X INLIQR				**1.746*** **		
				(0.543)		
INVOPGLG X INLIQR					**0.904***	
					(0.484)	
INLIQR X OPDEBG						**0.661**
						(0.576)
Constante	-0.039	-0.015	0.011	0.062	0.002	-0.022
	(0.089)	(0.084)	(0.092)	(0.096)	(0.094)	(0.111)
Observations	278	278	278	280	280	280
Nombre de groupes	66	66	66	66	66	66
AR2 P-value	0.267	0.367	0.421	0.684	0.733	0.425
Hansen P-value	0.638	0.253	0.210	0.415	0.280	0.188
Instruments	17	25	41	33	33	25

Légende : Variable dépendante : GDPPCG/ Echantillon : 72 pays/ Période 1972-2011/ Estimations : GMM system. Les valeurs entre parenthèses sont les écarts-types des coefficients estimés des variables explicatives, dont la constante. Ils sont corrigés d'hétéroscédasticité à travers la méthode de White (1980). Les coefficients estimés sont : * significatifs au seuil d'erreur de 10%, ** significatifs au seuil d'erreur de 5 %, *** significatifs au seuil d'erreur de 1%. Le test de Hansen indique que les instruments utilisés sont valides (H0 : acceptée), avec des p-values largement supérieures au seuil de 10 %. Le test AR(2) indique l'absence d'autocorrélation entre les termes d'erreurs d'ordre 2, avec des p-values supérieures au seuil de 10 %. Source : calcul de l'auteur avec le logiciel Stata 12.

Tableau 5.6 bis Tests de robustesse effets indirects : changement de variables d'instabilité financière

	Modèle2 (1)	**Modèle2 (2)**	**Modèle2 (3)**	**Modèle2 (4)**	**Modèle2 (5)**	**Modèle2 (6)**
L.GDPPC	-0.031*	-0.011	-0.029**	-0.035**	-0.027**	-0.031***
	(0.016)	(0.011)	(0.011)	(0.014)	(0.010)	(0.011)
INSDEV	**-0.110*****	**-0.218*****	**-0.082*****			
	(0.031)	(0.055)	(0.025)			
INDEPB				**-0.102*****	**-0.097****	**-0.062****
				(0.030)	(0.048)	(0.029)
GOV	-0.033*	-0.029	-0.022	-0.035**	-0.030**	-0.019
	(0.017)	(0.018)	(0.017)	(0.017)	(0.012)	(0.014)
TRADE	0.055***	0.031**	0.051***	0.054***	0.035***	0.052***
	(0.014)	(0.012)	(0.012)	(0.012)	(0.011)	(0.011)
EDU	0.016	0.005	0.018*	0.021*	0.017**	0.020**
	(0.011)	(0.010)	(0.010)	(0.011)	(0.008)	(0.009)
TERM	0.012	0.011	0.007	0.016	0.011	0.007
	(0.021)	(0.016)	(0.015)	(0.021)	(0.012)	(0.015)
CRISIS	-0.021*	-0.027***	-0.025*	-0.022**	-0.027***	-0.027**
	(0.011)	(0.010)	(0.013)	(0.011)	(0.010)	(0.013)
INSDEV X OPGLG	**0.637****					
	(0.243)					
INSDEV X INVOPGLG		**0.567****				
		(0.221)				
INSDEV X OPDEBG			**0.306**			
			(0.202)			
INDEPB X OPGLG				**0.605*****		
				(0.223)		
INDEPBINV X OPGLG					**0.330****	
					(0.127)	
INDEPB X OPDEBG						**0.261**
						(0.186)
Constante	-0.030	-0.021	-0.038	-0.036	0.022	-0.043
	(0.092)	(0.080)	(0.074)	(0.093)	(0.052)	(0.069)
Observations	271	271	271	271	271	271
Nombre de groupes	66	66	66	66	66	66
AR2 P-value	0.547	0.769	0.596	0.385	0.434	0.514
Hansen P-value	0.700	0.375	0.366	0.744	0.630	0.363
Instruments	17	25	49	17	57	57

Légende : Variable dépendante : GDPPCG/ Echantillon : 72 pays/ Période 1972-2011/ Estimations : GMM system. Les valeurs entre parenthèses sont les écarts-types des coefficients estimés des variables explicatives, dont la constante. Ils sont corrigés d'hétéroscédasticité à travers la méthode de White (1980). Les coefficients estimés sont : * significatifs au seuil d'erreur de 10%, ** significatifs au seuil d'erreur de 5 %, *** significatifs au seuil d'erreur de 1%. Le test de Hansen indique que les instruments utilisés sont valides (H0 : acceptée), avec des p-values largement supérieures au seuil de 10 %. Le test AR(2) indique l'absence d'autocorrélation entre les termes d'erreurs d'ordre 2, avec des p-values supérieures au seuil de 10 %. Source : calcul de l'auteur avec le logiciel Stata 12.

Tableau 5.7 Tests de robustesse effets directs : changement de variables de contrôle

	Modèle1 (1)	**Modèle1 (2)**	**Modèle1 (3)**	**Modèle1 (4)**	**Modèle1 (5)**	**Modèle1 (6)**
L.GDPPC	-0.024*	-0.020**	-0.027***	-0.022**	-0.018**	-0.029***
	(0.012)	(0.009)	(0.010)	(0.010)	(0.009)	(0.011)
INLIQ				**-0.079****	**-0.125****	**-0.073****
				(0.036)	(0.052)	(0.035)
INBANK	**-0.078****	**-0.091****	**-0.074*****			
	(0.030)	(0.040)	(0.025)			
TRADE	0.042***	0.039***	0.048***	0.036***	0.035***	0.043***
	(0.014)	(0.011)	(0.014)	(0.013)	(0.011)	(0.016)
EDU	0.015	0.011*	0.014*	0.015*	0.009	0.016*
	(0.011)	(0.006)	(0.008)	(0.009)	(0.007)	(0.009)
TERM	0.017	0.019	0.016	0.012	0.020	0.026
	(0.019)	(0.014)	(0.017)	(0.017)	(0.015)	(0.016)
GOV	-0.048***	-0.036***	-0.029*	-0.047***	-0.037***	-0.044***
	(0.017)	(0.012)	(0.015)	(0.015)	(0.013)	(0.014)
POLI	-0.002	-0.000	-0.001	-0.001	-0.001	-0.001
	(0.002)	(0.002)	(0.001)	(0.002)	(0.002)	(0.002)
INF	-0.027***	-0.030***	-0.034*	-0.027***	-0.030***	-0.028***
	(0.009)	(0.010)	(0.019)	(0.008)	(0.007)	(0.010)
OPGLG	**0.093*****			**0.089*****		
	(0.028)			(0.027)		
INVOPGLG		**0.047*****			**0.054****	
		(0.017)			(0.023)	
OPDEBG			**0.027**			**0.026**
			(0.023)			(0.025)
Constante	0.122	0.095	0.117	0.151	0.106	0.105
	(0.100)	(0.084)	(0.133)	(0.096)	(0.080)	(0.101)
Observations	270	270	270	272	272	272
Nombre de groupes	65	65	65	65	65	65
AR2 P-value	0.476	0.367	0.359	0.367	0.357	0.399
Hansen P-value	0.706	0.482	0.442	0.650	0.626	0.382
Instruments	19	46	46	19	37	37

Légende : Variable dépendante : GDPPCG/ Echantillon : 72 pays/ Période 1972-2011/ Estimations : GMM system. Les valeurs entre parenthèses sont les écarts-types des coefficients estimés des variables explicatives, dont la constante. Ils sont corrigés d'hétéroscédasticité à travers la méthode de White (1980). Les coefficients estimés sont : * significatifs au seuil d'erreur de 10%, ** significatifs au seuil d'erreur de 5 %, *** significatifs au seuil d'erreur de 1%. Le test de Hansen indique que les instruments utilisés sont valides (H0 : acceptée), avec des p-values largement supérieures au seuil de 10 %. Le test AR(2) indique l'absence d'autocorrélation entre les termes d'erreurs d'ordre 2, avec des p-values supérieures au seuil de 10 %. Source : calcul de l'auteur avec le logiciel Stata 12.

Tableau 5.8 Tests de robustesse effets indirects : changement de variables de contrôle

	Modèle2 (1)	**Modèle2 (2)**	**Modèle2 (3)**	**Modèle2 (4)**	**Modèle2 (5)**	**Modèle2 (6)**
L.GDPPC	-0.026*	-0.020**	-0.030***	-0.026**	-0.012	-0.029***
	(0.013)	(0.010)	(0.009)	(0.011)	(0.012)	(0.009)
INLIQ				**-0.148*** **	**-0.249** **	**-0.112*** **
				(0.047)	(0.100)	(0.039)
INBANK	**-0.172*** **	**-0.181*** **	**-0.107*** **			
	(0.048)	(0.067)	(0.036)			
TRADE	0.043***	0.036***	0.045***	0.043***	0.034***	0.050***
	(0.014)	(0.012)	(0.015)	(0.015)	(0.012)	(0.015)
EDU	0.016	0.011	0.017*	0.016*	0.007	0.014
	(0.012)	(0.007)	(0.010)	(0.009)	(0.009)	(0.009)
TERM	0.017	0.025*	0.020	0.014	0.022	0.020
	(0.021)	(0.013)	(0.016)	(0.015)	(0.020)	(0.016)
GOV	-0.047**	-0.045***	-0.029**	-0.040**	-0.034***	-0.032**
	(0.019)	(0.016)	(0.014)	(0.015)	(0.013)	(0.013)
POLI	-0.002	-0.002	-0.002	-0.002	-0.003	-0.002
	(0.002)	(0.002)	(0.002)	(0.002)	(0.002)	(0.002)
INF	-0.027***	-0.032**	-0.031*	-0.029**	-0.028***	-0.031***
	(0.009)	(0.015)	(0.017)	(0.012)	(0.007)	(0.010)
OPGLG X INBANK	**1.035*** **					
	(0.361)					
INVOPGLG X INBANK		**0.435** **				
		(0.189)				
INBANK X OPDEBG			**0.462**			
			(0.303)			
OPGLG X INLIQ				**0.831** **		
				(0.373)		
INVOPGLG X INLIQ					**0.668** **	
					(0.316)	
INLIQ X OPDEBG						**0.488**
						(0.332)
Constante	0.141	0.130	0.105	0.147	0.069	0.096
	(0.105)	(0.114)	(0.128)	(0.099)	(0.088)	(0.110)
Observations	270	270	270	272	272	272
Nombre de groupes	65	65	65	65	65	65
AR2 P-value	0.586	0.446	0.438	0.505	0.312	0.470
Hansen P-value	0.437	0.524	0.428	0.393	0.701	0.522
Instruments	19	37	28	37	28	28

Légende : Variable dépendante : GDPPCG/ Echantillon : 72 pays/ Période 1972-2011/ Estimations : GMM system. Les valeurs entre parenthèses sont les écarts-types des coefficients estimés des variables explicatives, dont la constante. Ils sont corrigés d'hétéroscédasticité à travers la méthode de White (1980). Les coefficients estimés sont : * significatifs au seuil d'erreur de 10%, ** significatifs au seuil d'erreur de 5 %, *** significatifs au seuil d'erreur de 1%. Le test de Hansen indique que les instruments utilisés sont valides (H0 : acceptée), avec des p-values largement supérieures au seuil de 10 %. Le test AR(2) indique l'absence d'autocorrélation entre les termes d'erreurs d'ordre 2, avec des p-values supérieures au seuil de 10 %. Source : calcul de l'auteur avec le logiciel Stata 12.

Tableau 5.9 Tests de robustesse effets directs : changement d'horizon temporel (1972-2006)

1972-2006	**Modèle1 (1)**	**Modèle1 (2)**	**Modèle1 (3)**	**Modèle1 (4)**	**Modèle1 (5)**	**Modèle1 (6)**
L.GDPPC	-0.035**	-0.023**	-0.032**	-0.037***	-0.016	-0.037***
	(0.014)	(0.011)	(0.014)	(0.013)	(0.012)	(0.011)
TRADE	0.057***	0.022*	0.044**	0.052***	0.017	0.046***
	(0.014)	(0.011)	(0.021)	(0.014)	(0.013)	(0.015)
EDU	0.013	0.009	0.013	0.018	0.007	0.017*
	(0.013)	(0.007)	(0.010)	(0.012)	(0.010)	(0.009)
TERM	-0.006	-0.005	-0.002	-0.004	-0.009	-0.003
	(0.014)	(0.016)	(0.017)	(0.014)	(0.017)	(0.017)
GOV	-0.010	-0.032*	-0.016	-0.012	-0.032*	-0.016
	(0.020)	(0.018)	(0.022)	(0.024)	(0.018)	(0.024)
CRISIS	-0.031***	-0.033***	-0.035***	-0.027**	-0.029***	-0.032***
	(0.009)	(0.009)	(0.006)	(0.011)	(0.010)	(0.006)
OPGLG	**0.065****			**0.065*****		
	(0.025)			(0.024)		
INVOPGLG		**0.059*****			**0.078****	
		(0.021)			(0.030)	
OPDEBG			**0.028**			**0.028**
			(0.029)			(0.023)
INBANK	**-0.111****	**-0.131****	**-0.113****			
	(0.045)	(0.053)	(0.046)			
INLIQ				**-0.115*****	**-0.166*****	**-0.119***
				(0.041)	(0.056)	(0.067)
Constante	0.025	0.150	0.052	0.035	0.152	0.073
	(0.108)	(0.095)	(0.115)	(0.123)	(0.113)	(0.142)
Observations	226	226	226	228	228	228
Nombre de groupes	64	64	64	64	64	64
AR2 P-value	0.563	0.535	0.452	0.383	0.455	0.254
Hansen P-value	0.763	0.432	0.315	0.559	0.298	0.401
Instruments	25	41	41	25	33	41

Légende : Variable dépendante : GDPPCG/ Echantillon : 72 pays/ Période 1972-2011/ Estimations : GMM system. Les valeurs entre parenthèses sont les écarts-types des coefficients estimés des variables explicatives, dont la constante. Ils sont corrigés d'hétéroscédasticité à travers la méthode de White (1980). Les coefficients estimés sont : * significatifs au seuil d'erreur de 10%, ** significatifs au seuil d'erreur de 5 %, *** significatifs au seuil d'erreur de 1%. Le test de Hansen indique que les instruments utilisés sont valides (H0 : acceptée), avec des p-values largement supérieures au seuil de 10 %. Le test AR(2) indique l'absence d'autocorrélation entre les termes d'erreurs d'ordre 2, avec des p-values supérieures au seuil de 10 %. Source : calcul de l'auteur avec le logiciel Stata 12.

Tableau 5.10 Tests de robustesse effets indirects : changement d'horizon temporel (1972-2006)

1972-2006	**Modèle2 (1)**	**Modèle2 (2)**	**Modèle2 (3)**	**Modèle2 (4)**	**Modèle2 (5)**	**Modèle2 (6)**
L.GDPPC	-0.029**	-0.020*	-0.030**	-0.031***	-0.012	-0.037***
	(0.011)	(0.011)	(0.014)	(0.010)	(0.015)	(0.010)
INBANK	**-0.155*****	**-0.234*****	**-0.132****			
	(0.045)	(0.078)	(0.054)			
INLIQ				**-0.174*****	**-0.305*****	**-0.146****
				(0.038)	(0.072)	(0.055)
TRADE	0.053***	0.024**	0.060***	0.052***	0.018	0.046***
	(0.014)	(0.012)	(0.015)	(0.013)	(0.021)	(0.014)
EDU	0.010	0.006	0.006	0.013	0.005	0.015*
	(0.012)	(0.011)	(0.013)	(0.011)	(0.009)	(0.008)
TERM	-0.012	-0.012	-0.006	-0.010	-0.002	-0.007
	(0.013)	(0.020)	(0.016)	(0.013)	(0.022)	(0.017)
GOV	-0.014	-0.036*	-0.018	-0.020	-0.042**	-0.018
	(0.017)	(0.019)	(0.020)	(0.019)	(0.019)	(0.025)
CRISIS	-0.033***	-0.036***	-0.035***	-0.029***	-0.026**	-0.031***
	(0.008)	(0.008)	(0.008)	(0.010)	(0.012)	(0.007)
INVOPGLG X INBANK		**0.548****				
		(0.228)				
INBANK X OPDEBG			**0.416**			
			(0.331)			
OPGLG X INBANK	**0.751****					
	(0.285)					
OPGLG X INLIQ				**1.010*****		
				(0.377)		
INVOPGLG X INLIQ					**0.880****	
					(0.338)	
INLIQ X OPDEBG						**0.413**
						(0.309)
Constante	0.053	0.183*	0.025	0.067	0.132	0.102
	(0.102)	(0.098)	(0.111)	(0.122)	(0.152)	(0.137)
Observations						
Nombre de groupes	226	226	226	228	228	228
AR2 P-value	64	64	64	64	64	64
Hansen P-value	0.545	0.753	0.459	0.340	0.665	0.267
Instruments	0.763	0.332	0.714	0.691	0.235	0.422
Constante	25	33	25	25	17	41

Légende : Variable dépendante : GDPPCG/ Echantillon : 72 pays/ Période 1972-2006/ Estimations : GMM system. Les valeurs entre parenthèses sont les écarts-types des coefficients estimés des variables explicatives, dont la constante. Ils sont corrigés d'hétéroscédasticité à travers la méthode de White (1980). Les coefficients estimés sont : * significatifs au seuil d'erreur de 10%, ** significatifs au seuil d'erreur de 5 %, *** significatifs au seuil d'erreur de 1%. Le test de Hansen indique que les instruments utilisés sont valides (H0 : acceptée), avec des p-values largement supérieures au seuil de 10 %. Le test AR(2) indique l'absence d'autocorrélation entre les termes d'erreurs d'ordre 2, avec des p-values supérieures au seuil de 10 %. Source : calcul de l'auteur avec le logiciel Stata 12

Tableau 5.11 Tests de robustesse effets directs : changement d'horizon temporel (1972-2001)

1972-2001	**Modèle1 (1)**	**Modèle1 (2)**	**Modèle1 (3)**	**Modèle1 (4)**	**Modèle1 (5)**	**Modèle1 (6)**
L.GDPPC	-0.033**	-0.009	-0.034*	-0.029**	-0.007	-0.023
	(0.016)	(0.013)	(0.017)	(0.014)	(0.008)	(0.017)
INBANK	**-0.129****	**-0.098****	**-0.132****			
	(0.050)	(0.037)	(0.053)			
INLIQ				**-0.148*****	**-0.115*****	**-0.112****
				(0.046)	(0.029)	(0.045)
TRADE	0.052***	0.019**	0.055***	0.035*	0.025**	0.048**
	(0.017)	(0.008)	(0.019)	(0.018)	(0.010)	(0.022)
EDU	0.020	0.008	0.017	0.017*	0.004	0.015
	(0.017)	(0.007)	(0.018)	(0.009)	(0.006)	(0.010)
TERM	-0.009	0.008	-0.008	-0.005	0.016*	0.009
	(0.014)	(0.013)	(0.015)	(0.013)	(0.008)	(0.014)
GOV	-0.003	-0.030*	0.000	-0.014	-0.030*	-0.018
	(0.022)	(0.017)	(0.024)	(0.019)	(0.015)	(0.023)
CRISIS	-0.031***	-0.037***	-0.032***	-0.034***	-0.030***	-0.036***
	(0.012)	(0.010)	(0.012)	(0.011)	(0.009)	(0.012)
OPGLG	**0.077****			**0.074*****		
	(0.037)			(0.022)		
INVOPGLG		**0.077*****			**0.091*****	
		(0.020)			(0.015)	
OPDEBG			**0.049**			**0.045**
			(0.031)			(0.029)
Constante	0.000	0.011	-0.008	0.069	-0.058	-0.070
	(0.123)	(0.092)	(0.129)	(0.117)	(0.066)	(0.121)
Observations	171	171	171	173	173	173
Nombre de groupes	62	62	62	62	62	62
AR2 P-value	0.793	0.762	0.701	0.896	0.604	0.753
Hansen P-value	0.493	0.537	0.542	0.513	0.825	0.369
Instruments	17	41	17	17	33	33

Légende : Variable dépendante : GDPPCG/ Echantillon : 72 pays/ Période 1972-2001/ Estimations : GMM system. Les valeurs entre parenthèses sont les écarts-types des coefficients estimés des variables explicatives, dont la constante. Ils sont corrigés d'hétéroscédasticité à travers la méthode de White (1980). Les coefficients estimés sont : * significatifs au seuil d'erreur de 10%, ** significatifs au seuil d'erreur de 5 %, *** significatifs au seuil d'erreur de 1%. Le test de Hansen indique que les instruments utilisés sont valides (H0 : acceptée), avec des p-values largement supérieures au seuil de 10 %. Le test AR(2) indique l'absence d'autocorrélation entre les termes d'erreurs d'ordre 2, avec des p-values supérieures au seuil de 10 %. Source : calcul de l'auteur avec le logiciel Stata 12.

Tableau 5.12 Tests de robustesse effets indirects : changement d'horizon temporel (1972-2001)

1972-2001	**Modèle2 (1)**	**Modèle2 (2)**	**Modèle2 (3)**	**Modèle2 (4)**	**Modèle2 (5)**	**Modèle2 (6)**
L.GDPPC	-0.029*	-0.016*	-0.028**	-0.022*	-0.015	-0.027*
	(0.016)	(0.009)	(0.013)	(0.013)	(0.011)	(0.015)
INBANK	**-0.158*****	**-0.208*****	**-0.128*****			
	(0.044)	(0.043)	(0.043)			
INLIQ				**-0.206*****	**-0.219*****	**-0.132****
				(0.046)	(0.057)	(0.062)
TRADE	0.050**	0.012	0.037***	0.038**	0.021*	0.034**
	(0.021)	(0.010)	(0.014)	(0.016)	(0.011)	(0.015)
EDU	0.015	0.011	0.011	0.016*	0.008	0.014
	(0.015)	(0.007)	(0.010)	(0.008)	(0.007)	(0.010)
TERM	-0.012	-0.002	0.001	0.002	0.019	0.005
	(0.012)	(0.015)	(0.013)	(0.013)	(0.014)	(0.012)
GOV	-0.008	-0.037*	-0.021	-0.023	-0.023	-0.024
	(0.030)	(0.019)	(0.022)	(0.022)	(0.017)	(0.024)
CRISIS	-0.030**	-0.041***	-0.037***	-0.034***	-0.034***	-0.041***
	(0.011)	(0.010)	(0.010)	(0.012)	(0.011)	(0.014)
OPGLG X INBANK	**0.884****					
	(0.434)					
INVOPGLG X INBANK		**0.597*****				
		(0.142)				
INBANK X OPDEBG			**0.345**			
			(0.282)			
OPGLG X INLIQ				**1.126*****		
				(0.415)		
INVOPGLG X INLIQ					**0.840*****	
					(0.161)	
INLIQ X OPDEBG						**0.226**
						(0.380)
Constante	0.030	0.142	0.063	0.005	-0.022	0.050
	(0.136)	(0.106)	(0.102)	(0.111)	(0.101)	(0.104)
Observations	171	171	171	173	173	173
Nombre de groupes	62	62	62	62	62	62
AR2 P-value	0.706	0.665	0.882	0.830	0.768	0.560
Hansen P-value	0.483	0.609	0.471	0.571	0.435	0.404
Instruments	25	33	41	33	33	47

Légende : Variable dépendante : GDPPCG/ Echantillon : 72 pays/ Période 1972-2011/ Estimations : GMM system. Les valeurs entre parenthèses sont les écarts-types des coefficients estimés des variables explicatives, dont la constante. Ils sont corrigés d'hétéroscédasticité à travers la méthode de White (1980). Les coefficients estimés sont : * significatifs au seuil d'erreur de 10%, ** significatifs au seuil d'erreur de 5 %, *** significatifs au seuil d'erreur de 1%. Le test de Hansen indique que les instruments utilisés sont valides (H0 : acceptée), avec des p-values largement supérieures au seuil de 10 %. Le test AR(2) indique l'absence d'autocorrélation entre les termes d'erreurs d'ordre 2, avec des p-values supérieures au seuil de 10 %. Source : calcul de l'auteur avec le logiciel Stata 12.

Tableau 5.13 Tests de robustesse : part de la globalisation par l'endettement dans le PIB

	Modèle1 (1)	**Modèle2 (2)**	**Modèle1 (3)**	**Modèle2 (4)**	**Modèle1 (5)**	**Modèle1 (6)**	**Modèle2 (7)**	**Modèle2 (8)**
L.GDPPC	-0.016	-0.025**	-0.020**	-0.023**	-0.028**	-0.027**	-0.026**	-0.024*
	(0.011)	(0.010)	(0.010)	(0.011)	(0.011)	(0.013)	(0.010)	(0.013)
TRADE	0.040**	0.049***	0.036**	0.042***	0.032**	0.039**	0.040***	0.036***
	(0.016)	(0.016)	(0.015)	(0.012)	(0.014)	(0.016)	(0.011)	(0.013)
EDU	0.004	0.010	0.009	0.008	0.015*	0.015*	0.011	0.016**
	(0.010)	(0.009)	(0.009)	(0.010)	(0.009)	(0.008)	(0.008)	(0.008)
TERM	0.009	0.022	0.020	0.024	0.022	0.014	0.019	0.009
	(0.018)	(0.014)	(0.017)	(0.015)	(0.014)	(0.012)	(0.014)	(0.011)
GOV	-0.015	-0.021	-0.022	-0.035**	-0.024*	-0.022	-0.028**	-0.032*
	(0.019)	(0.017)	(0.015)	(0.016)	(0.013)	(0.014)	(0.013)	(0.018)
CRISIS	-0.036***	-0.036***	-0.036***	-0.023**	-0.030***	-0.028**	-0.032**	-0.031**
	(0.012)	(0.013)	(0.013)	(0.011)	(0.011)	(0.013)	(0.012)	(0.014)
OPENDEB	**-0.055****		**-0.062****		**-0.053****	**-0.053****		
	(0.025)		(0.025)		(0.022)	(0.024)		
INLIQ			**-0.135****	**-0.096****				
			(0.064)	(0.047)				
INBANK	**-0.103****	**-0.066****						
	(0.046)	(0.033)						
INBANKR					**-0.047****		**-0.033***	
					(0.020)		(0.018)	
INLIQR						**-0.094**		**-0.094**
						(0.059)		(0.060)
INBANKR X OPENDEB							**-0.410***	
							(0.227)	
INLIQR X OPENDEB								**-0.826****
								(0.353)
INBANK X OPENDEB		**-0.644****						
		(0.246)						
INLIQ X OPEN-DEB				**-0.590****				
				(0.235)				
Constante	-0.057	-0.105	-0.064	-0.053	-0.021	-0.020	-0.028	0.013
	(0.100)	(0.071)	(0.088)	(0.080)	(0.075)	(0.067)	(0.072)	(0.067)
Observations	277	277	279	279	278	280	278	280
Nombre de groupes	66	66	66	66	66	66	66	66
AR2 P-value	0.368	0.363	0.240	0.723	0.313	0.401	0.226	0.343
Hansen P-value	0.199	0.394	0.211	0.717	0.475	0.493	0.416	0.414
Instruments	33	49	33	17	49	49	57	49

Légende : Variable dépendante : GDPPCG/ Echantillon : 72 pays/ Période 1972-2011/ Estimations : GMM system. Les valeurs entre parenthèses sont les écarts-types des coefficients estimés des variables explicatives, dont la constante. Ils sont corrigés d'hétéroscédasticité à travers la méthode de White (1980). Les coefficients estimés sont : * significatifs au seuil d'erreur de 10%, ** significatifs au seuil d'erreur de 5 %, *** significatifs au seuil d'erreur de 1%. Le test de Hansen indique que les instruments utilisés sont valides (H0 : acceptée), avec des p-values largement supérieures au seuil de 10 %. Le test AR(2) indique l'absence d'autocorrélation entre les termes d'erreurs d'ordre 2, avec des p-values supérieures au seuil de 10 %. Source : calcul de l'auteur avec le logiciel Stata 12.

Tableau 5.13 bis Tests de robustesse : part de la globalisation par l'endettement dans le PIB

	Modèle1(1)	**Modèle1(2)**	**Modèle2(3)**	**Modèle2(4)**	**Modèle1(5)**	**Modèle1(6)**	**Modèle2(7)**	**Modèle2(8)**
L.GDPPC	-0.016	-0.020*	-0.021**	-0.024**	-0.019*	-0.021**	-0.020**	-0.021**
	(0.011)	(0.011)	(0.010)	(0.011)	(0.010)	(0.010)	(0.010)	(0.010)
OPENDEB	**-0.055****	**-0.051****			**-0.051****	**-0.049****		
	(0.025)	(0.024)			(0.023)	(0.019)		
POL					-0.001	-0.001	-0.001	-0.001
					(0.001)	(0.002)	(0.002)	(0.002)
INF					-0.040*	-0.030***	-0.037**	-0.031***
					(0.021)	(0.009)	(0.018)	(0.009)
GOV	-0.018	-0.013	-0.028	-0.030**	-0.027*	-0.030***	-0.030**	-0.029***
	(0.017)	(0.019)	(0.017)	(0.015)	(0.015)	(0.011)	(0.014)	(0.010)
TRADE	0.042**	0.039**	0.045***	0.041***	0.041***	0.042***	0.045***	0.046***
	(0.016)	(0.015)	(0.017)	(0.015)	(0.014)	(0.015)	(0.014)	(0.014)
EDU	0.004	0.009	0.008	0.015*	0.006	0.008	0.006	0.007
	(0.009)	(0.010)	(0.009)	(0.008)	(0.008)	(0.009)	(0.008)	(0.010)
TERM	0.007	0.006	0.013	0.015	0.017	0.025	0.015	0.022
	(0.017)	(0.018)	(0.016)	(0.014)	(0.015)	(0.016)	(0.014)	(0.016)
CRISIS	-0.032**	-0.034***	-0.029**	-0.033**				
	(0.013)	(0.012)	(0.011)	(0.013)				
INSDEV	**-0.090****		**-0.069***					
	(0.043)		(0.039)					
INDEPB		**-0.048***		**-0.030***				
		(0.026)		(0.017)				
INSDEV X OPENDEB			**-0.447****					
			(0.195)					
INDEPB X OPENDEB				**-0.353***				
				(0.204)				
INBANK					**-0.098*****		**-0.092*****	
					(0.028)		(0.031)	
INLIQ						**-0.101****		**-0.093****
						(0.050)		(0.043)
INBANK X OPENDEB							**-0.603****	
							(0.280)	
INLIQ X OPENDEB								**-0.695****
								(0.286)
Observations	-0.038	-0.030	-0.041	-0.031	0.142	0.072	0.137	0.068
Nombre de groupes	(0.098)	(0.097)	(0.101)	(0.067)	(0.128)	(0.089)	(0.122)	(0.089)
AR2 P-value	271	271	271	271	270	272	270	272
Hansen P-value	66	66	66	66	65	65	65	65
Instruments	0.374	0.391	0.612	0.248	0.335	0.432	0.341	0.337
Observations	0.302	0.188	0.437	0.445	0.654	0.745	0.679	0.811
Nombre de groupes	33	33	41	49	46	28	46	28

Légende : Variable dépendante : GDPPCG/ Echantillon : 72 pays/ Période 1972-2011/ Estimations : GMM system. Les valeurs entre parenthèses sont les écarts-types des coefficients estimés des variables explicatives, dont la constante. Ils sont corrigés d'hétéroscédasticité à travers la méthode de White (1980). Les coefficients estimés sont : * significatifs au seuil d'erreur de 10%, ** significatifs au seuil d'erreur de 5 %, *** significatifs au seuil d'erreur de 1%. Le test de Hansen indique que les instruments utilisés sont valides (H0 : acceptée), avec des p-values largement supérieures au seuil de 10 %. Le test AR(2) indique l'absence d'autocorrélation entre les termes d'erreurs d'ordre 2, avec des p-values supérieures au seuil de 10 %. Source : calcul de l'auteur avec le logiciel Stata 12.

Tableau 5.14 Tests de robustesse : part de la globalisation par l'endettement dans le PIB (1972-2006/1972-2001)

1972-2006	**Modèle1 (1)**	**Modèle2 (2)**	**Modèle1 (3)**	**Modèle2 (4)**	**1972-2001**	**Modèle1 (5)**	**Modèle2 (6)**	**Modèle1 (7)**	**Modèle2 (8)**
L.GDPPC	-0.023	-0.026	-0.024	-0.030*		-0.017	-0.028**	-0.018	-0.021*
	(0.016)	(0.017)	(0.014)	(0.015)		(0.014)	(0.013)	(0.011)	(0.011)
OPENDEB	**-0.048***		**-0.062****			**-0.073*****		**-0.068*****	
	(0.024)		(0.024)			(0.021)		(0.020)	
INBANK	**-0.122****	**-0.093***				**-0.099****	**-0.064***		
	(0.054)	(0.048)				(0.038)	(0.036)		
TRADE	0.054***	0.057***	0.040**	0.056***		0.030**	0.037***	0.025**	0.038***
	(0.014)	(0.013)	(0.015)	(0.019)		(0.013)	(0.011)	(0.013)	(0.012)
EDU	-0.001	0.003	0.002	0.009		0.002	0.003	0.003	0.006
	(0.014)	(0.015)	(0.012)	(0.013)		(0.007)	(0.008)	(0.007)	(0.006)
TERM	0.017	0.020	0.021	0.039		0.006	0.014	0.010	0.024**
	(0.023)	(0.025)	(0.019)	(0.023)		(0.014)	(0.016)	(0.012)	(0.012)
GOV	-0.026	-0.026	-0.032*	-0.015		-0.019	-0.021	-0.025	-0.021
	(0.019)	(0.020)	(0.019)	(0.028)		(0.021)	(0.019)	(0.022)	(0.017)
CRISIS	-0.025**	-0.026**	-0.022**	-0.031***		-0.035***	-0.038***	-0.038***	-0.041***
	(0.010)	(0.010)	(0.009)	(0.010)		(0.010)	(0.010)	(0.009)	(0.008)
INBANK X OPENDEB		**-0.462***					**-0.613*****		
		(0.253)					(0.201)		
INLIQ			**-0.155*****	**-0.095****				**-0.157*****	**-0.096*****
			(0.051)	(0.042)				(0.055)	(0.031)
INLIQ X OPENDEB				**-0.659****					**-0.902*****
				(0.284)					(0.234)
Constante	-0.053	-0.073	-0.008	-0.179		0.026	0.024	0.045	-0.070
	(0.145)	(0.149)	(0.132)	(0.173)		(0.078)	(0.093)	(0.130)	(0.089)
Observations	226	226	228	228		171	171	173	173
Nombre de groupes	64	64	64	64		62	62	62	62
AR2 P-value	0.549	0.437	0.346	0.225		0.303	0.275	0.200	0.160
Hansen P-value	0.943	0.936	0.884	0.521		0.731	0.510	0.473	0.700
Instruments	17	17	17	25		47	41	47	41

Légende : Variable dépendante : GDPPCG/ Echantillon : 72 pays/ Périodes 1972-2006 et 1972-2001/ Estimations : GMM system. Les valeurs entre parenthèses sont les écarts-types des coefficients estimés des variables explicatives, dont la constante. Ils sont corrigés d'hétéroscédasticité à travers la méthode de White (1980). Les coefficients estimés sont : * significatifs au seuil d'erreur de 10%, ** significatifs au seuil d'erreur de 5 %, *** significatifs au seuil d'erreur de 1%. Le test de Hansen indique que les instruments utilisés sont valides (H0 : acceptée), avec des p-values largement supérieures au seuil de 10 %. Le test AR(2) indique l'absence d'autocorrélation entre les termes d'erreurs d'ordre 2, avec des p-values supérieures au seuil de 10 %. Source : calcul de l'auteur avec le logiciel Stata 12.

Tableau 5.15 Statistiques descriptives (données annuelles)

Variables	Observations	Moyenne	Ecart-type	Minimum	Maximum
GDPPCG	2514	0,010	0,072	-1,051	0,651
GDPPC	2591	6,511	0,762	3,913	8,337
OPGLG	2450	0,099	0,157	-1,078	3,040
INVOPGLG	2409	0,139	0,229	-2,419	2,118
OPDEBG	2469	0,091	0,187	-1,392	3,161
TRADE	2471	4,103	0,531	1,844	5,636
EDU	1843	3,268	0,917	0,171	4,785
TERM	1799	4,680	0,298	3,669	5,755
GOV	2370	2,586	0,464	0,319	4,242
INF	2111	4,732	0,269	4,405	10,081
CRISIS	2880	0,059	0,236	0,000	1,000
POL	2714	5,541	2,106	1,000	8,000
LIQ	1983	3,237	0,645	-1,386	5,002
DEV	1993	2,883	0,762	-1,661	4,941
DEPB	1992	2,884	0,790	-2,040	4,771
BANK	2314	4,174	0,466	1,092	4,605
OPENDEB	2469	0,019	0,242	-2,186	2,729

Légende : Echantillon de base : 72 pays en développement / Période : 1972-2011. Source : calcul de l'auteur avec le logiciel Stata 12.

Tableau 5.16 Corrélations : globalisation et instabilité financières (données quinquennales)

	GDPPCG	INBANK	INLIQ	INLIQR	INBANKR	INSDEV	INDEPB
GDPPCG	1,000						
INBANK	-0,118	1,000					
(p-values)	*0,018*						
INLIQ	-0,140	0,916	1,000				
(p-values)	*0,005*	*0,000*					
INLIQR	-0,112	0,850	0,888	1,000			
(p-values)	*0,025*	*0,000*	*0,000*				
INBANKR	-0,087	0,819	0,767	0,852	1,000		
(p-values)	*0,082*	*0,000*	*0,000*	*0,000*			
INSDEV	-0,178	0,918	0,974	0,901	0,785	1,000	
(p-values)	*0,000*	*0,000*	*0,000*	*0,000*	*0,000*		
INDEPB	-0,076	0,817	0,767	0,846	0,996	0,788	1,000
(p-values)	*0,132*	*0,000*	*0,000*	*0,000*	*0,000*	*0,000*	

Légende : Données quinquennales : toutes les variables sont calculées en moyenne individuelles sur cinq ans. Echantillon de base : 72 pays en développement / Période : 1972-2011. Les coefficients calculés ici sur des moyennes du panel correspondent au coefficient de corrélation de Pearson. Les P-Values représentent les probabilités d'erreur d'estimation en %.

Source : calcul de l'auteur avec le logiciel Stata 12.

Tableau 5.17 Corrélations : variables utilisées (données annuelles)

	GDPPCG	GDPPC	OPGLG	INVOPGLG	OPDEBG	TRADE	EDU	TERM	GOV	INF	CRISIS	POLI	LIQ	FIN	DEPBA	BANK	OPENDEB
GDPPCG	1,000																
GDPPC	0,080	1,000															
(p-values)	*0,000*																
OPGLG	0,066	0,025	1,000														
(p-values)	*0,002*	*0,232*															
INVOPGLG	0,139	0,037	0,252	1,000													
(p-values)	*0,000*	*0,078*	*0,000*														
OPDEBG	0,009	0,011	0,937	0,073	1,000												
(p-values)	*0,659*	*0,592*	*0,000*	*0,000*													
TRADE	0,048	0,495	0,006	0,109	-0,033	1,000											
(p-values)	*0,019*	*0,000*	*0,766*	*0,000*	*0,113*												
EDU	0,054	0,579	-0,079	0,097	-0,108	0,356	1,000										
(p-values)	*0,028*	*0,000*	*0,001*	*0,000*	*0,000*	*0,000*											
TERM	0,012	-0,118	0,085	-0,002	0,078	-0,077	-0,289	1,000									
(p-values)	*0,625*	*0,000*	*0,000*	*0,926*	*0,001*	*0,001*	*0,000*										
GOV	-0,124	0,152	0,066	0,020	0,066	0,379	-0,006	0,056	1,000								
(p-values)	*0,000*	*0,000*	*0,002*	*0,349*	*0,002*	*0,000*	*0,798*	*0,021*									
INF	-0,159	-0,090	-0,012	-0,040	0,004	-0,087	0,002	-0,005	-0,101	1,000							
(p-values)	*0,000*	*0,000*	*0,581*	*0,078*	*0,846*	*0,000*	*0,940*	*0,843*	*0,000*								
CRISIS	-0,131	-0,061	-0,065	-0,034	-0,046	-0,038	-0,004	0,012	-0,052	0,204	1,000						
(p-values)	*0,000*	*0,002*	*0,001*	*0,094*	*0,023*	*0,060*	*0,852*	*0,622*	*0,012*	*0,000*							
POLI	-0,069	-0,284	0,061	-0,012	0,081	-0,212	-0,307	0,121	-0,074	0,072	0,058	1,000					
(p-values)	*0,001*	*0,000*	*0,003*	*0,558*	*0,000*	*0,000*	*0,000*	*0,000*	*0,000*	*0,001*	*0,003*						
LIQ	0,024	0,299	-0,030	0,026	-0,049	0,215	0,415	-0,138	0,200	-0,225	-0,052	-0,250	1,000				
(p-values)	*0,298*	*0,000*	*0,194*	*0,250*	*0,031*	*0,000*	*0,000*	*0,000*	*0,000*	*0,000*	*0,021*	*0,000*					
DEV	0,033	0,375	-0,043	0,024	-0,058	0,262	0,453	-0,164	0,248	-0,221	-0,060	-0,325	0,932	1,000			
(p-values)	*0,156*	*0,000*	*0,058*	*0,298*	*0,011*	*0,000*	*0,000*	*0,000*	*0,000*	*0,000*	*0,007*	*0,000*	*0,000*				
DEPB	0,010	0,385	-0,009	0,001	-0,012	0,239	0,397	-0,093	0,179	-0,256	-0,027	-0,254	0,863	0,847	1,000		
(p-values)	*0,665*	*0,000*	*0,687*	*0,976*	*0,584*	*0,000*	*0,000*	*0,000*	*0,000*	*0,000*	*0,224*	*0,000*	*0,000*	*0,000*			
BANK	0,092	0,358	0,107	0,056	0,085	0,192	0,114	-0,103	0,131	-0,344	-0,127	-0,190	0,307	0,380	0,463	1,000	
(p-values)	*0,000*	*0,000*	*0,000*	*0,009*	*0,000*	*0,000*	*0,000*	*0,000*	*0,000*	*0,000*	*0,000*	*0,000*	*0,000*	*0,000*	*0,000*		
OPENDEB	-0,224	-0,036	0,608	-0,030	0,684	-0,040	-0,103	0,036	0,060	0,068	0,033	0,068	-0,045	-0,051	-0,020	0,000	1,000
(p-values)	*0,000*	*0,082*	*0,000*	*0,143*	*0,000*	*0,052*	*0,000*	*0,132*	*0,005*	*0,002*	*0,105*	*0,001*	*0,050*	*0,026*	*0,390*	*0,989*	

Légende : Données annuelles. Echantillon de base : 72 pays en développement / Période : 1972-2011. Les coefficients calculés ici sur des moyennes du panel correspondent au coefficient de corrélation de Pearson. Les P-Values représentent les probabilités d'erreur d'estimation en %. Source : calcul de l'auteur avec le logiciel Stata 12.

Annexes du chapitre 6

Tableau 6.2 Liste des pays de l'échantillon

1. Albanie	2. Tchad	3. Géorgie	4. Kiribati	5. Niger	6. Soudan
7. Arménie	8. Comores	9. Ghana	10. Lesotho	11. Nigeria	12. Swaziland
13. Bangladesh	14. Rép. démo du Congo	15. Guatemala	16. Libéria	17. Pakistan	18. Rép. arabe syrienne
19. Belize	20. Rép. du Congo	21. Guinée	22. Madagascar	23. Papouasie-Nouvelle-Guinée	24. Tadjikistan
25. Bénin	26. Côte d'Ivoire	27. Guinée-Bissau	28. Malawi	29. Paraguay	30. Tanzanie
31. Bhoutan	32. Djibouti	33. Guyane	34. Mali	35. Philippines	36. Tonga
37. Bolivie	38. Egypte	39. Haïti	40. Mauritanie	41. Rwanda	42. Ouganda
43. Burkina Faso	44. Salvador	45. Honduras	46. Moldova	47. Samoa	48. Ouzbékistan
49. Burundi	50. Érythrée	51. Inde	52. Mongolie	53. Sénégal	54. Vanuatu
55. Cambodge	56. Ethiopie	57. Indonésie	58. Mozambique	59. Sierra Leone	60. Viêt-Nam
61. Cameroun	62. Fidji	63. Irak	64. Népal	65. Les îles Salomon	66. Zambie
67. Rép. Centrafricaine	68. Gambie	69. Kenya	70. Nicaragua	71. Sri Lanka	72. Zimbabwe

Source : l'échantillon est tiré de la liste des 145 pays en développement définis par la Banque Mondiale en mai 2014 (http://data.worldbank.org/about/country-classifications/country-and-lending-groups). L'échantillon est épuré des pays qui présentent une pauvreté des données pour les variables étudiées.

Tableau 6.3 Présentation des variables

Variable	Définition et construction	Source
GDPPCG	Le taux de croissance annuel logarithmique du PIB réel par habitant (dollars constants 2005).	World Development Indicators (2014) et calcul fait par l'auteur.
L.GDPPC	Le PIB réel par habitant (dollars constants 2005) retardé d'une période (en logarithme).	World Development Indicators (2014) et calcul fait par l'auteur.
OPGLG	Le taux de croissance logarithmique de la somme des stocks bruts des avoirs et des engagements extérieurs.	External Wealth of Nations Dataset (Updated and Extended, 1970-2011) et calcul fait par l'auteur.
INVOPGLG	Le taux de croissance logarithmique de la somme des stocks bruts des avoirs et des engagements extérieurs en investissements directs étrangers et investissements en portefeuille.	External Wealth of Nations Dataset (Updated and Extended, 1970-2011) et calcul fait par l'auteur.
OPENDEB	Le taux de croissance logarithmique de la somme des stocks bruts des avoirs et des engagements extérieurs en dettes.	External Wealth of Nations Dataset (Updated and Extended, 1970-2011) et calcul fait par l'auteur.
OPENDEB	Le taux de croissance logarithmique de la somme des stocks bruts des avoirs et des engagements extérieurs en dettes rapportée sur le PIB.	External Wealth of Nations Dataset (Updated and Extended, 1970-2011) et calcul fait par l'auteur.
PRIV	Le montant des crédits accordés au secteur privé rapporté au PIB (en logarithme).	Beck et Demirgüç-Kunt (2009), actualisée en avril 2013.
GOV	Les dépenses de consommation finale du gouvernement rapportées au PIB (en logarithme).	World Development Indicators (2014) et calcul fait par l'auteur.
EDU	Le ratio de scolarisation secondaire : la part de la population scolarisée en secondaire dans la population en âge de l'être (en logarithme).	World Development Indicators (2014) et calcul fait par l'auteur.
POL	L'indicateur des droits politiques de *Freedom House*, calculé sur chaque période de cinq ans.	Freedom House (2014) et calcul fait par l'auteur.
LIQG	Le taux de croissance logarithmique du ratio des engagements exigibles du système financier, à savoir la masse monétaire au sens de (M3), au PIB.	Beck et Demirgüç-Kunt (2009), actualisée en avril 2013.
CRISIS	La proportion des années de crises bancaires dans chaque quinquennat. La variable prend la valeur de 1 pour les années caractérisées par des crises bancaires et 0 pour les années exemptes de ces crises.	Systemic Banking Crises Database: An Update (IMF, 2012) et calcul fait par l'auteur.
EXP	La somme des exportations de biens et de services rapportée au (en logarithme).	World Development Indicators (2014) et calcul fait par l'auteur.
EXCHAVG	Le taux de croissance logarithmique du taux de change nominal bilatéral mensuel moyen libellé en dollar.	World Development Indicators (2014) et calcul fait par l'auteur.
VEXCHAV	L'écart-type quinquennal du taux de croissance logarithmique du taux de change nominal.	World Development Indicators (2014) et calcul fait par l'auteur.
VABRCHAV	L'écart moyen absolu quinquennal des résidus de l'estimation de la tendance de long terme du taux de change nominal, exprimé en croissance logarithmique. $x_t = a + bx_{t-1} + ct + \varepsilon_t$ Avec x le taux de croissance logarithmique du taux de change nominal annuel, calculé sur la base du taux de change nominal bilatéral mensuel moyen libellé en dollar (EXCHAVG), a une constante et t la tendance temporelle. Cette équation est estimée séparément pour chaque pays de l'échantillon.	World Development Indicators (2014) et calcul fait par l'auteur.
VAEXCHAVR	L'écart-type quinquennal des résidus de l'estimation de la tendance de long terme du taux de croissance logarithmique du taux de change nominal annuel moyen. $x_t = a + bx_{t-1} + ct + \varepsilon_t$ Avec x le taux de croissance logarithmique du taux de change nominal annuel, calculé sur la base du taux de change nominal bilatéral mensuel moyen libellé en dollar (EXCHAVG), a une constante et t la tendance temporelle. Cette équation est estimée séparément pour chaque pays de l'échantillon	World Development Indicators (2014) et calcul fait par l'auteur.
VAVEXCHAV	L'écart moyen absolu quinquennal du taux de change nominal annuel.	World Development Indicators (2014) et calcul fait par l'auteur.
z_sEXCHAV	La mesure de la volatilité du taux de change de facto (Z-score) proposée par Ghosh et al. (2003), calculée sur la base du taux de change nominal : z_sEXCHAV =$\sqrt{\mu_t^2 + \sigma_t^2}$ Avec μ la moyenne arithmétique quinquennale du taux de change nominal annuel, calculé sur la base du taux de change nominal bilatéral mensuel moyen libellé en dollar et σ l'écart-type arithmétique quinquennal du taux de change nominal annuel, calculé sur la base du taux de change nominal bilatéral mensuel moyen libellé en dollar	World Development Indicators (2014) et calcul fait par l'auteur.
EXST	La moyenne arithmétique quinquennale de la mesure de la stabilité du taux de change (ERS) construite par Aizenman et al. (2008).	The "Trilemma Indexes" (updated on July 1, 2016).

Légende : toutes les variables sont calculées en moyenne individuelles sur cinq ans.

Tableau 6.4 Tests de robustesse : changement de variables d'instabilité monétaire

	Mod1(1)	**Mod2(2)**	**Mod1(3)**	**Mod2(4)**	**Mod1(5)**	**Mod2(6)**	**Mod1(7)**	**Mod2(8)**	**Mod1(9)**	**Mod2(10)**	**Mod1(11)**	**Mod2(12)**
L.GDPPC	-0.015	-0.009	-0.022*	-0.032**	-0.020	-0.025*	-0.029**	-0.027**	0.003	-0.020	-0.031**	-0.029**
	(0.020)	(0.009)	(0.013)	(0.013)	(0.018)	(0.014)	(0.012)	(0.012)	(0.033)	(0.016)	(0.012)	(0.012)
EDU	0.018***	0.023***	0.015**	0.024**	0.021**	0.020**	0.023***	0.023***	0.011	0.019**	0.024**	0.023**
	(0.006)	(0.007)	(0.007)	(0.011)	(0.009)	(0.009)	(0.008)	(0.008)	(0.025)	(0.008)	(0.009)	(0.009)
PRIV	-0.003	-0.002	0.008	0.009	-0.002	0.002	0.011	0.011	0.003	0.012	0.013	0.013
	(0.013)	(0.007)	(0.008)	(0.014)	(0.010)	(0.011)	(0.008)	(0.008)	(0.025)	(0.010)	(0.008)	(0.008)
GOV	-0.051***	-0.024*	-0.052**	-0.017	-0.056***	-0.052**	-0.051**	-0.050**	-0.029	-0.014	-0.053**	-0.054**
	(0.017)	(0.014)	(0.022)	(0.025)	(0.018)	(0.021)	(0.023)	(0.023)	(0.058)	(0.021)	(0.022)	(0.022)
CRISIS	-0.021**	-0.006	-0.024**	0.026	-0.016*	-0.024*	-0.021	-0.023	-0.009	-0.002	-0.021	-0.022
	(0.009)	(0.019)	(0.011)	(0.042)	(0.009)	(0.013)	(0.015)	(0.016)	(0.047)	(0.025)	(0.016)	(0.016)
OPGLG X z_sEXCHAV		**0.281****										
		(0.136)										
INVOPGLG			**0.032****						**0.070***			
			(0.016)						(0.036)			
OPGLG	**0.051*****						**0.061***					
	(0.018)						(0.033)					
z_sEXCHAV	**-0.043*****	**-0.065****	**-0.032****	**-0.079****	**-0.046*****	**-0.047****						
	(0.016)	(0.028)	(0.014)	(0.036)	(0.017)	(0.018)						
INVOPGLG X z_sEXCHAV				**0.151***								
				(0.076)								
OPDEBG					**0.036**						**0.041**	
					(0.026)						(0.028)	
OPDEBG X z_sEXCHAV						**0.063**						
						(0.111)						
EXST							**0.036****	**0.030***	**0.033****	**0.003**	**0.039*****	**0.035****
							(0.015)	(0.016)	(0.016)	(0.016)	(0.014)	(0.016)
OPGLG X EXST								**0.066***				
								(0.036)				
INVOPGLG X EXST										**0.101****		
										(0.049)		
OPDEBG X EXST												**0.046**
												(0.031)
Constante	0.192*	0.074	0.221***	0.166	0.228**	0.246***	0.198**	0.191*	-0.008	0.073	0.209**	0.207**
	(0.105)	(0.061)	(0.081)	(0.118)	(0.096)	(0.085)	(0.099)	(0.098)	(0.181)	(0.101)	(0.092)	(0.095)
Observations	309	309	307	307	309	309	310	310	307	307	310	310
Nombre de groupes	66	66	66	66	66	66	66	66	66	66	66	66
AR2 P-value	0.843	0.494	0.564	0.186	0.887	0.526	0.472	0.397	0.408	0.137	0.445	0.414
Hansen P-value	0.297	0.604	0.541	0.593	0.274	0.299	0.539	0.466	0.760	0.628	0.481	0.483
Instruments	43	49	50	22	56	29	15	15	28	43	15	15

*Légende : Variable dépendante : GDPPCG/ Echantillon : 72 pays/ Période 1972-2011/ Estimations : GMM system. Les valeurs entre parenthèses sont les écarts-types des coefficients estimés des variables explicatives, dont la constante. Ils sont corrigés d'hétéroscédasticité à travers la méthode de White (1980). Les coefficients estimés sont : * significatifs au seuil d'erreur de 10%, ** significatifs au seuil d'erreur de 5 %, *** significatifs au seuil d'erreur de 1%. Le test de Hansen indique que les instruments utilisés sont valides (H0 : acceptée), avec des p-values largement supérieures au seuil de 10 %. Le test AR(2) indique l'absence d'autocorrélation entre les termes d'erreurs d'ordre 2, avec des p-values supérieures au seuil de 10 %. Source : calcul de l'auteur avec le logiciel Stata 12.

Tableau 6.4 bis Tests de robustesse : changement de variables d'instabilité monétaire

	Mod1(1)	**Mod2(2)**	**Mod1(3)**	**Mod2(4)**	**Mod1(5)**	**Mod2(6)**	**Mod1(7)**	**Mod2(8)**	**Mod1(9)**	**Mod2(10)**	**Mod1(11)**	**Mod2(12)**
L.GDPPC	-0.019	-0.025	-0.016	-0.027	-0.031	-0.024	-0.021	-0.021	-0.017	-0.023	-0.021	-0.019
	(0.016)	(0.016)	(0.014)	(0.018)	(0.019)	(0.015)	(0.017)	(0.018)	(0.014)	(0.015)	(0.018)	(0.016)
OPGLG	**0.078*****						**0.061****					
	(0.025)						(0.028)					
VAEXCHAVR	**-0.020*****	**-0.029*****	**-0.019*****	**-0.028*****	**-0.022*****	**-0.026*****						
	(0.007)	(0.007)	(0.006)	(0.009)	(0.008)	(0.008)						
EDU	0.023***	0.020***	0.013*	0.020**	0.022**	0.020**	0.020**	0.017**	0.013*	0.016**	0.019*	0.017*
	(0.007)	(0.007)	(0.007)	(0.010)	(0.010)	(0.009)	(0.008)	(0.007)	(0.007)	(0.008)	(0.010)	(0.009)
PRIV	0.000	0.003	0.007	0.004	0.005	0.007	0.002	0.002	0.009	0.007	0.003	0.004
	(0.009)	(0.009)	(0.009)	(0.009)	(0.011)	(0.010)	(0.013)	(0.011)	(0.009)	(0.008)	(0.012)	(0.011)
GOV	-0.040*	-0.053***	-0.049*	-0.056***	-0.062***	-0.049**	-0.049*	-0.065***	-0.017	-0.058***	-0.043*	-0.050*
	(0.024)	(0.019)	(0.025)	(0.017)	(0.022)	(0.023)	(0.027)	(0.022)	(0.017)	(0.021)	(0.024)	(0.026)
CRISIS	-0.018*	-0.020**	-0.024**	-0.017	-0.019	-0.019	-0.016	-0.021**	-0.003	-0.019**	-0.027**	-0.027**
	(0.010)	(0.009)	(0.011)	(0.011)	(0.013)	(0.012)	(0.011)	(0.010)	(0.025)	(0.009)	(0.012)	(0.013)
OPGLG X VAEXCHAVR		**0.157*****										
		(0.044)										
INVOPGLG			**0.036****						**0.082****			
			(0.018)						(0.031)			
INVOPGLG X VAEXCHAVR				**0.038***								
				(0.021)								
OPDEBG					**0.016**						**0.020**	
					(0.027)						(0.024)	
OPDEBG X VAEXCHAVR						**0.076**						
						(0.078)						
VAVEXCHAV							**-0.071****	**-0.088*****	**-0.086***	**-0.105*****	**-0.081****	**-0.082*****
							(0.027)	(0.023)	(0.050)	(0.036)	(0.033)	(0.028)
OPGLG X VAVEXCHAV								**0.468****				
								(0.182)				
INVOPGLG X VAVEXCHAV										**0.121***		
										(0.069)		
OPDEBG X VAVEXCHAV												**0.179**
												(0.241)
Constante	0.165	0.247**	0.187**	0.263**	0.291**	0.217**	0.204	0.262**	0.092	0.245***	0.190*	0.208*
	(0.126)	(0.104)	(0.092)	(0.101)	(0.122)	(0.106)	(0.127)	(0.108)	(0.104)	(0.086)	(0.112)	(0.106)
Observations	309	309	307	307	309	309	310	310	308	308	310	310
Nombre de groupes	66	66	66	66	66	66	66	66	66	66	66	66
AR2 P-value	0.796	0.710	0.714	0.549	0.548	0.772	0.797	0.729	0.317	0.741	0.823	0.719
Hansen P-value	0.400	0.359	0.603	0.319	0.254	0.143	0.424	0.491	0.811	0.284	0.330	0.316
Instruments	15	43	50	36	36	22	15	43	43	56	29	29

Légende : Variable dépendante : GDPPCG/ Echantillon : 72 pays/ Période 1972-2011/ Estimations : GMM system. Les valeurs entre parenthèses sont les écarts-types des coefficients estimés des variables explicatives, dont la constante. Ils sont corrigés d'hétéroscédasticité à travers la méthode de White (1980). Les coefficients estimés sont : * significatifs au seuil d'erreur de 10%, ** significatifs au seuil d'erreur de 5 %, *** significatifs au seuil d'erreur de 1%. Le test de Hansen indique que les instruments utilisés sont valides (H0 : acceptée), avec des p-values largement supérieures au seuil de 10 %. Le test AR(2) indique l'absence d'autocorrélation entre les termes d'erreurs d'ordre 2, avec des p-values supérieures au seuil de 10 %. Source : calcul de l'auteur avec le logiciel Stata 12.

Tableau 6.5 Tests de robustesse : changement de variables de contrôle

	Mod1(1)	**Mod2(2)**	**Mod1(3)**	**Mod2(4)**	**Mod1(5)**	**Mod2(6)**	**Mod1(7)**	**Mod2(8)**	**Mod1(9)**	**Mod2(10)**	**Mod1(11)**	**Mod2(12)**
L.GDPPC	-0.038**	-0.038***	-0.037**	-0.036***	-0.040***	-0.038***	-0.037**	-0.029*	-0.041***	-0.032***	-0.036***	-0.029*
	(0.015)	(0.012)	(0.014)	(0.012)	(0.015)	(0.013)	(0.014)	(0.016)	(0.015)	(0.012)	(0.013)	(0.015)
OPGLG	**0.048****		**0.042****									
	(0.021)		(0.019)									
VABRCHAV	**-0.033*****	**-0.044*****			**-0.034*****	**-0.039*****			**-0.035*****	**-0.035****		
	(0.008)	(0.012)			(0.009)	(0.014)			(0.009)	(0.014)		
EDU	0.017**	0.020**	0.017*	0.016**	0.017**	0.007	0.015	0.006	0.019**	0.012	0.016**	0.011
	(0.007)	(0.007)	(0.008)	(0.007)	(0.007)	(0.012)	(0.010)	(0.011)	(0.008)	(0.011)	(0.007)	(0.011)
POPG	-0.001	-0.000	0.001	-0.001	-0.001	-0.003	0.001	-0.000	-0.002	-0.002	-0.000	0.000
	(0.004)	(0.004)	(0.004)	(0.004)	(0.003)	(0.003)	(0.003)	(0.004)	(0.004)	(0.004)	(0.003)	(0.004)
EXP	0.042***	0.042***	0.038**	0.033**	0.047***	0.046***	0.041***	0.060***	0.039***	0.039**	0.035***	0.035**
	(0.013)	(0.015)	(0.017)	(0.013)	(0.012)	(0.017)	(0.013)	(0.017)	(0.014)	(0.017)	(0.011)	(0.015)
POLI	0.000	0.000	0.000	-0.000	0.001	-0.002	0.001	-0.000	-0.000	-0.003	-0.000	-0.003
	(0.003)	(0.003)	(0.002)	(0.003)	(0.003)	(0.003)	(0.002)	(0.003)	(0.003)	(0.004)	(0.002)	(0.002)
LIQG	0.005	0.021	0.008	0.024	0.001	0.008	-0.000	-0.012	0.011	0.009	0.008	0.011
	(0.031)	(0.028)	(0.030)	(0.026)	(0.027)	(0.031)	(0.021)	(0.027)	(0.029)	(0.031)	(0.028)	(0.027)
GOV	-0.030**	-0.029*	-0.021	-0.027	-0.025*	-0.032	-0.019	-0.021	-0.031*	-0.028	-0.022	-0.013
	(0.015)	(0.016)	(0.016)	(0.020)	(0.013)	(0.022)	(0.017)	(0.024)	(0.016)	(0.021)	(0.017)	(0.029)
OPGLG X VABRCHAV		**0.207****										
		(0.102)										
VEXCHAV			**-0.069*****	**-0.095*****			**-0.067*****	**-0.098*****			**-0.074*****	**-0.076*****
			(0.021)	(0.024)			(0.018)	(0.027)			(0.023)	(0.018)
OPGLG X VEXCHAV				**0.346****								
				(0.163)								
INVOPGLG					**0.047****		**0.035***					
					(0.022)		(0.019)					
INVOPGLG X VABRCHAV						**0.049****						
						(0.023)						
INVOPGLG X VEXCHAV								**0.120****				
								(0.046)				
OPDEBG									**0.028**		**0.020**	
									(0.019)		(0.017)	
OPDEBG X VABRCHAV										**0.081**		
										(0.135)		
OPDEBG X VEXCHAV												**0.172**
												(0.176)
Constante	0.150	0.142	0.134	0.171**	0.129	0.196**	0.115	0.055	0.179	0.156	0.152*	0.110
	(0.094)	(0.093)	(0.086)	(0.082)	(0.085)	(0.089)	(0.071)	(0.080)	(0.108)	(0.102)	(0.090)	(0.085)
Observations	302	302	302	302	300	300	300	300	302	302	302	302
Nombre de groupes	66	66	66	66	66	66	66	66	66	66	66	66
AR2 P-value	0.540	0.510	0.823	0.956	0.376	0.530	0.605	0.587	0.624	0.546	0.852	0.654
Hansen P-value	0.335	0.237	0.351	0.313	0.342	0.177	0.331	0.237	0.328	0.104	0.377	0.233
Instruments	64	55	55	64	64	28	55	19	64	37	64	37

Légende : Variable dépendante : GDPPCG/ Echantillon : 72 pays/ Période 1972-2011/ Estimations : GMM system. Les valeurs entre parenthèses sont les écarts-types des coefficients estimés des variables explicatives, dont la constante. Ils sont corrigés d'hétéroscédasticité à travers la méthode de White (1980). Les coefficients estimés sont : * significatifs au seuil d'erreur de 10%, ** significatifs au seuil d'erreur de 5 %, *** significatifs au seuil d'erreur de 1%. Le test de Hansen indique que les instruments utilisés sont valides (H0 : acceptée), avec des p-values largement supérieures au seuil de 10 %. Le test AR(2) indique l'absence d'autocorrélation entre les termes d'erreurs d'ordre 2, avec des p-values supérieures au seuil de 10 %. Source : calcul de l'auteur avec le logiciel Stata 12.

Tableau 6.6 Tests de robustesse : changement de la variable dépendante

	Mod1(1)	**Mod2(2)**	**Mod1(3)**	**Mod2(4)**	**Mod1(5)**	**Mod2(6)**	**Mod1(7)**	**Mod2(8)**	**Mod1(9)**	**Mod2(10)**	**Mod1(11)**	**Mod2(12)**
L.RGDP	-0.008	0.001	0.003	-0.007	-0.008	-0.004	-0.003	-0.001	-0.001	-0.007	-0.007	-0.003
	(0.008)	(0.005)	(0.004)	(0.008)	(0.009)	(0.008)	(0.007)	(0.007)	(0.004)	(0.007)	(0.010)	(0.011)
OPGLG	**0.052****						**0.052*****					
	(0.023)						(0.014)					
VABRCHAV	**-0.054*****	**-0.059*****	**-0.046*****	**-0.059*****	**-0.053*****	**-0.050*****						
	(0.018)	(0.012)	(0.014)	(0.015)	(0.019)	(0.012)						
EDU	0.017	0.010	0.009	0.015	0.019	0.016	0.010	0.011	0.006	0.010	0.017	0.014
	(0.010)	(0.008)	(0.010)	(0.011)	(0.011)	(0.011)	(0.010)	(0.010)	(0.009)	(0.009)	(0.013)	(0.011)
PRIV	-0.005	-0.005	-0.006	0.001	-0.006	-0.007	-0.004	-0.007	-0.004	0.003	-0.001	-0.007
	(0.010)	(0.006)	(0.008)	(0.010)	(0.012)	(0.009)	(0.008)	(0.008)	(0.007)	(0.012)	(0.011)	(0.012)
GOV	-0.051***	-0.036**	-0.043***	-0.047**	-0.052***	-0.055***	-0.044***	-0.044**	-0.035***	-0.036***	-0.056**	-0.049*
	(0.016)	(0.018)	(0.012)	(0.018)	(0.016)	(0.018)	(0.016)	(0.021)	(0.011)	(0.010)	(0.028)	(0.028)
CRISIS	-0.009	-0.016	-0.015	-0.010	-0.011	-0.018	-0.011	-0.012	-0.001	-0.005	-0.002	-0.008
	(0.012)	(0.014)	(0.011)	(0.008)	(0.012)	(0.013)	(0.013)	(0.018)	(0.013)	(0.011)	(0.011)	(0.011)
OPGLG X VABRCHAV		**0.306*****										
		(0.101)										
INVOPGLG			**0.046****						**0.045****			
			(0.021)						(0.022)			
INVOPGLG X VABRCHAV				**0.050****								
				(0.023)								
OPDEBG					**0.031**						**0.014**	
					(0.030)						(0.032)	
OPDEBG X VABRCHAV						**0.173**						
						(0.122)						
VEXCHAV							**-0.091*****	**-0.091*****	**-0.090*****	**-0.110*****	**-0.115*****	**-0.092*****
							(0.026)	(0.021)	(0.025)	(0.025)	(0.033)	(0.026)
OPGLG X VEXCHAV								**0.275***				
								(0.149)				
INVOPGLG X VEXCHAV										**0.090****		
										(0.043)		
OPDEBG X VEXCHAV												**0.132**
												(0.303)
Constante	0.329*	0.101	0.077	0.280	0.328	0.234	0.193	0.167	0.137	0.268*	0.305	0.200
	(0.173)	(0.112)	(0.097)	(0.191)	(0.198)	(0.196)	(0.148)	(0.153)	(0.097)	(0.142)	(0.246)	(0.271)
Observations	198	198	198	198	198	198	198	198	198	198	198	198
Nombre de groupes	65	65	65	65	65	65	65	65	65	65	65	65
AR2 P-value	0.644	0.605	0.771	0.904	0.578	0.703	0.726	0.594	0.564	0.854	0.751	0.552
Hansen P-value	0.594	0.398	0.534	0.564	0.455	0.443	0.765	0.479	0.613	0.710	0.727	0.650
Instruments	35	61	47	35	35	35	41	40	35	35	15	15

Légende : Variable dépendante : RGDPG / Echantillon : 72 pays/ Période 1972-2011/ Estimations : GMM system. Les valeurs entre parenthèses sont les écarts-types des coefficients estimés des variables explicatives, dont la constante. Ils sont corrigés d'hétéroscédasticité à travers la méthode de White (1980). Les coefficients estimés sont : * significatifs au seuil d'erreur de 10%, ** significatifs au seuil d'erreur de 5 %, *** significatifs au seuil d'erreur de 1%. Le test de Hansen indique que les instruments utilisés sont valides (H0 : acceptée), avec des p-values largement supérieures au seuil de 10 %. Le test AR(2) indique l'absence d'autocorrélation entre les termes d'erreurs d'ordre 2, avec des p-values supérieures au seuil de 10 %.
Source : calcul de l'auteur avec le logiciel Stata 12.

Tableau 6.6 bis Tests de robustesse : changement de la variable dépendante

	Mod1(1)	**Mod2(2)**	**Mod1(3)**	**Mod2(4)**	**Mod1(5)**	**Mod2(6)**	**Mod1(7)**	**Mod2(8)**	**Mod1(9)**	**Mod2(10)**	**Mod1(11)**	**Mod2(12)**
L.INVEST	0.528***	0.505***	0.655***	0.622***	0.445**	0.943***	0.578***	0.549***	0.743***	0.688***	0.416**	0.329*
	(0.164)	(0.145)	(0.163)	(0.119)	(0.189)	(0.199)	(0.163)	(0.122)	(0.117)	(0.113)	(0.167)	(0.169)
EDU	0.096	0.066	0.003	0.023	0.114	0.156*	0.090	0.083	-0.052	0.002	0.065	0.082
	(0.066)	(0.077)	(0.089)	(0.084)	(0.073)	(0.090)	(0.062)	(0.066)	(0.073)	(0.083)	(0.105)	(0.114)
PRIV	0.018	0.087	0.107	0.118	-0.047	-0.049	0.005	0.078	0.115	0.142	0.065	0.009
	(0.095)	(0.096)	(0.092)	(0.107)	(0.115)	(0.132)	(0.089)	(0.084)	(0.098)	(0.090)	(0.080)	(0.110)
GOV	-0.422*	-0.403*	-0.239	-0.256	-0.307	0.035	-0.372*	-0.386*	-0.085	-0.236	-0.050	0.184
	(0.233)	(0.225)	(0.237)	(0.210)	(0.244)	(0.348)	(0.222)	(0.225)	(0.153)	(0.177)	(0.160)	(0.289)
CRISIS	-0.079	-0.019	-0.040	-0.107	0.129	-0.152	-0.075	-0.038	-0.116	-0.049	-0.042	0.186
	(0.143)	(0.149)	(0.171)	(0.173)	(0.502)	(0.133)	(0.145)	(0.130)	(0.154)	(0.169)	(0.484)	(0.503)
OPGLG	**1.581*** **						**1.590*** **					
	(0.394)						(0.365)					
VABRCHAV	**-0.283*** **	**-0.602*** **	**-0.357*** **	**-0.562*** **	**-0.874*** **	**-0.570*** **						
	(0.089)	(0.163)	(0.087)	(0.130)	(0.314)	(0.180)						
OPGLG X VABRCHAV		**3.770** **										
		(1.621)										
INVOPGLG			**0.562***						**0.585** **			
			(0.304)						(0.232)			
INVOPGLG X VABRCHAV				**0.752** **								
				(0.368)								
OPDEBG					**0.283**						**0.356**	
					(0.572)						(0.529)	
OPDEBG X VABRCHAV						**3.523**						
						(2.313)						
VEXCHAV							**-0.733*** **	**-1.618*** **	**-0.884*** **	**-1.480*** **	**-1.760** **	**-2.591*** **
							(0.177)	(0.332)	(0.164)	(0.224)	(0.803)	(0.965)
OPGLG X VEXCHAV								**7.660*** **				
								(2.266)				
INVOPGLG X VEXCHAV										**1.965** **		
										(0.879)		
OPDEBG X VEXCHAV												**5.933**
												(5.794)
Constante	2.057**	2.131***	1.357*	1.503***	2.335**	-0.209	1.849**	1.967***	0.896*	1.281**	1.644**	1.451*
	(0.836)	(0.778)	(0.808)	(0.494)	(0.902)	(1.192)	(0.805)	(0.598)	(0.452)	(0.507)	(0.702)	(0.814)
Observations	306	306	303	303	306	306	306	306	303	303	306	306
Nombre de groupes	66	66	66	66	66	66	66	66	66	66	66	66
AR2 P-value	0.997	0.789	0.918	0.745	0.858	0.669	0.842	0.871	0.981	0.812	0.856	0.807
Hansen P-value	0.349	0.174	0.278	0.283	0.319	0.821	0.483	0.516	0.349	0.563	0.102	0.507
Instruments	36	41	36	49	29	15	36	64	43	56	36	25

Légende : Variable dépendante : INVEST / Echantillon : 72 pays/ Période 1972-2011/ Estimations : GMM system. Les valeurs entre parenthèses sont les écarts-types des coefficients estimés des variables explicatives, dont la constante. Ils sont corrigés d'hétéroscédasticité à travers la méthode de White (1980). Les coefficients estimés sont : * significatifs au seuil d'erreur de 10%, ** significatifs au seuil d'erreur de 5 %, *** significatifs au seuil d'erreur de 1%. Le test de Hansen indique que les instruments utilisés sont valides (H0 : acceptée), avec des p-values largement supérieures au seuil de 10 %. Le test AR(2) indique l'absence d'autocorrélation entre les termes d'erreurs d'ordre 2, avec des p-values supérieures au seuil de 10 %. Source : calcul de l'auteur avec le logiciel Stata 12.

Tableau 6.7 Part de la globalisation par l'endettement dans le PIB et croissance

	Mod1(1)	**Mod2(2)**	**Mod1(3)**	**Mod2(4)**	**Mod1(5)**	**Mod2(6)**	**Mod1(7)**	**Mod2(8)**
L.GDPPC	-0.017	-0.019	-0.015	-0.016	-0.017	-0.018	-0.044*	-0.023*
	(0.014)	(0.016)	(0.012)	(0.015)	(0.013)	(0.019)	(0.023)	(0.014)
EDU	0.015	0.016*	0.015	0.016	0.016	0.019**	0.025**	0.013
	(0.010)	(0.009)	(0.010)	(0.010)	(0.010)	(0.009)	(0.011)	(0.011)
PRIV	0.003	0.006	0.003	0.003	0.003	-0.002	0.010	0.014*
	(0.008)	(0.009)	(0.008)	(0.009)	(0.009)	(0.011)	(0.008)	(0.008)
GOV	-0.046**	-0.042**	-0.025	-0.029	-0.034*	-0.054***	-0.026	-0.046**
	(0.021)	(0.020)	(0.021)	(0.023)	(0.020)	(0.016)	(0.019)	(0.023)
CRISIS	-0.021*	-0.019*	-0.019*	-0.020*	-0.016	-0.021*	-0.056*	-0.023
	(0.012)	(0.011)	(0.011)	(0.011)	(0.012)	(0.010)	(0.032)	(0.018)
OPENDEB	**-0.047****		**-0.046****		**-0.034***		**-0.075****	
	(0.022)		(0.018)		(0.020)		(0.037)	
VABRCHAV	**-0.029****	**-0.024****						
	(0.012)	(0.011)						
OPENDEB X VABRCHAV		**-0.144****						
		(0.069)						
VEXCHAV			**-0.060*****	**-0.053****				
			(0.019)	(0.024)				
OPENDEB X VEXCHAV				**-0.255****				
				(0.118)				
z_sEXCHAV					**-0.047*****	**-0.029***		
					(0.017)	(0.015)		
OPENDEB X z_sEXCHAV						**-0.093***		
						(0.049)		
EXST							**0.044****	**0.042*****
							(0.020)	(0.014)
OPENDEB X EXST								**-0.064****
								(0.029)
Constante	0.193**	0.181*	0.124	0.140	0.158*	0.213**	0.228	0.178*
	(0.092)	(0.104)	(0.086)	(0.101)	(0.085)	(0.098)	(0.139)	(0.094)
Observations	309	309	309	309	309	309	310	310
Nombre de groupes	66	66	66	66	66	66	66	66
AR2 P-value	0.790	0.970	0.852	0.829	0.990	0.925	0.363	0.800
Hansen P-value	0.199	0.175	0.166	0.235	0.212	0.312	0.295	0.234
Instruments	29	22	22	22	22	36	29	15

Légende : Variable dépendante : GDPPCG / Echantillon : 72 pays/ Période 1972-2011/ Estimations : GMM system. Les valeurs entre parenthèses sont les écarts-types des coefficients estimés des variables explicatives, dont la constante. Ils sont corrigés d'hétéroscédasticité à travers la méthode de White (1980). Les coefficients estimés sont : * significatifs au seuil d'erreur de 10%, ** significatifs au seuil d'erreur de 5 %, *** significatifs au seuil d'erreur de 1%. Le test de Hansen indique que les instruments utilisés sont valides (H0 : acceptée), avec des p-values largement supérieures au seuil de 10 %. Le test AR(2) indique l'absence d'autocorrélation entre les termes d'erreurs d'ordre 2, avec des p-values supérieures au seuil de 10 %. Source : calcul de l'auteur avec le logiciel Stata 12.

Tableau 6.7 bis Part de la globalisation par l'endettement dans le PIB et croissance

	Mod1(1)	**Mod2(2)**	**Mod1(3)**	**Mod2(4)**	**Mod1(5)**	**Mod2(6)**	**Mod1(7)**	**Mod2(8)**
L.GDPPC	-0.016	-0.019	-0.013	-0.018	-0.031**	-0.029**	-0.027**	-0.028**
	(0.013)	(0.016)	(0.014)	(0.016)	(0.013)	(0.012)	(0.012)	(0.013)
EDU	0.014	0.016*	0.009	0.013	0.011	0.006	0.008	0.007
	(0.010)	(0.009)	(0.012)	(0.009)	(0.008)	(0.010)	(0.007)	(0.008)
PRIV	0.005	0.006	0.008	0.006				
	(0.009)	(0.009)	(0.012)	(0.009)				
GOV	-0.035*	-0.042**	-0.035	-0.047***	-0.021	-0.031	-0.019	-0.012
	(0.020)	(0.020)	(0.022)	(0.018)	(0.016)	(0.019)	(0.015)	(0.027)
CRISIS	-0.018	-0.019*	-0.020*	-0.027**				
	(0.011)	(0.011)	(0.011)	(0.012)				
POPG					-0.002	-0.003	-0.001	0.001
					(0.003)	(0.003)	(0.003)	(0.004)
EXP					0.035***	0.037**	0.036**	0.038**
					(0.013)	(0.016)	(0.017)	(0.018)
POLI					-0.001	-0.002	-0.000	-0.001
					(0.003)	(0.003)	(0.003)	(0.003)
LIQG					0.035	0.018	0.022	0.001
					(0.025)	(0.029)	(0.024)	(0.034)
OPENDEB	**-0.055****		**-0.046****		**-0.036****		**-0.031***	
	(0.020)		(0.021)		(0.018)		(0.017)	
VAEXCHAVR	**-0.022****	**-0.018****						
	(0.009)	(0.008)						
OPENDEB X VAEXCHAVR		**-0.108****						
		(0.053)						
VAVEXCHAV			**-0.075****	**-0.044**				
			(0.033)	(0.032)				
OPENDEB X VAVEXCHAV				**-0.319****				
				(0.147)				
VABRCHAV					**-0.034*****	**-0.018****		
					(0.010)	(0.007)		
OPENDEB X VABRCHAV						**-0.125****		
						(0.062)		
VEXCHAV							**-0.075*****	**-0.043****
							(0.022)	(0.020)
OPENDEB X VEXCHAV								**-0.208***
								(0.121)
Constante	0.153*	0.183*	0.147	0.201**	0.133**	0.169**	0.109	0.093
	(0.091)	(0.102)	(0.095)	(0.095)	(0.052)	(0.079)	(0.074)	(0.093)
Observations	309	309	310	310	302	302	302	302
Nombre de groupes	66	66	66	66	66	66	66	66
AR2 P-value	0.936	0.914	0.847	0.873	0.478	0.540	0.634	0.500
Hansen P-value	0.128	0.175	0.167	0.349	0.259	0.362	0.243	0.274
Instruments	22	22	22	29	64	37	64	37

Légende : Variable dépendante : GDPPCG / Echantillon : 72 pays/ Période 1972-2011/ Estimations : GMM system. Les valeurs entre parenthèses sont les écarts-types des coefficients estimés des variables explicatives, dont la constante. Ils sont corrigés d'hétéroscédasticité à travers la méthode de White (1980). Les coefficients estimés sont : * significatifs au seuil d'erreur de 10%, ** significatifs au seuil d'erreur de 5 %, *** significatifs au seuil d'erreur de 1%. Le test de Hansen indique que les instruments utilisés sont valides (H0 : acceptée), avec des p-values largement supérieures au seuil de 10 %. Le test AR(2) indique l'absence d'autocorrélation entre les termes d'erreurs d'ordre 2, avec des p-values supérieures au seuil de 10 %. Source : calcul de l'auteur avec le logiciel Stata 12.

Tableau 6.8 Corrélations : globalisation financière et instabilité monétaire

(données quinquennales)

	GDPPCG	OPGLG	INVOPGLG	OPDEBG	VABRCHAV	VEXCHAV	VAEXCHAVR	VAVEXCHAV	z_sEXCHAV	EXST
GDPPCG	1,000									
OPGLG	0,1718*	1,000								
(p-values)	*0,000*									
INVOPGLG	0,3959*	0,2221*	1,000							
(p-values)	*0,000*	*0,000*								
OPDEBG	0,056	0,9368*	0,005	1,000						
(p-values)	*0,220*	*0,000*	*0,907*							
VABRCHAV	-0,1562*	-0,1718*	-0,1076*	-0,1203*	1,000					
(p-values)	*0,001*	*0,000*	*0,019*	*0,009*						
VEXCHAV	-0,2556*	-0,0918*	-0,1802*	-0,017	0,8352*	1,000				
(p-values)	*0,000*	*0,045*	*0,000*	*0,719*	*0,000*					
VAEXCHAVR	-0,1551*	-0,1693*	-0,1123*	-0,1165*	0,9924*	0,8397*	1,000			
(p-values)	*0,001*	*0,000*	*0,014*	*0,011*	*0,000*	*0,000*				
VAVEXCHAV	-0,2586*	-0,1005*	-0,1743*	-0,026	0,8414*	0,9937*	0,8411*	1,000		
(p-values)	*0,000*	*0,028*	*0,000*	*0,566*	*0,000*	*0,000*	*0,000*			
z_sEXCHAV	-0,2602*	-0,1787*	-0,2155*	-0,0921*	0,7837*	0,9244*	0,7889*	0,9226*	1,000	
(p-values)	*0,000*	*0,000*	*0,000*	*0,044*	*0,000*	*0,000*	*0,000*	*0,000*		
EXST	-0,002	0,1789*	0,040	0,1657*	-0,2659*	-0,2423*	-0,2727*	-0,2316*	-0,3117*	1,000
(p-values)	*0,963*	*0,000*	*0,389*	*0,000*	*0,000*	*0,000*	*0,000*	*0,000*	*0,000*	

Légende : Données annuelles. Echantillon de base : 72 pays en développement / Période : 1972-2011. Les coefficients calculés ici sur des moyennes du panel correspondent au coefficient de corrélation de Spearman. Les P-Values représentent les probabilités d'erreur d'estimation en %. Source : calcul de l'auteur avec le logiciel Stata 12.

Tableau 6.9 Corrélations : variables utilisées (données annuelles)

	GDPPCG	GDPPC	OPGLG	INVOPGLG	OPDEBG	EXCHAVG	EXST	EDU	POPG	EXP	POLI	LIQG	GOV	PRIV	CRISIS	RGDPG	RGDP	INVEST	OPENDEB
GDPPCG	1.0000																		
GDPPC	0.0796	1.0000																	
(p-values)	*0.0001*																		
OPGLG	**0.0658**	0.0247	1.0000																
(p-values)	***0.0015***	*0.2318*																	
INVOPGLG	**0.1389**	0.0367	0.2515	1.0000															
(p-values)	***0.0000***	*0.0781*	*0.0000*																
OPDEBG	**0.0091**	0.0110	0.9371	0.0727	1.0000														
(p-values)	***0.6590***	*0.5919*	*0.0000*	*0.0004*															
EXCHAVG	**-0.1754**	-0.1000	-0.0725	-0.0566	-0.0362	1.0000													
(p-values)	***0.0000***	*0.0000*	*0.0003*	*0.0057*	*0.0731*														
EXST	**0.0308**	0.1241	0.1236	0.0322	0.0969	-0.2437	1.0000												
(p-values)	***0.1290***	*0.0000*	*0.0000*	*0.1163*	*0.0000*	*0.0000*													
EDU	0.0538	0.5793	-0.0792	0.0965	-0.1075	0.0084	-0.1562	1.0000											
(p-values)	*0.0282*	*0.0000*	*0.0014*	*0.0001*	*0.0000*	*0.7296*	*0.0000*												
POPG	0.0370	-0.2856	0.0271	-0.0712	0.0351	-0.0109	0.1382	-0.4598	1.0000										
(p-values)	*0.0636*	*0.0000*	*0.1802*	*0.0005*	*0.0808*	*0.5774*	*0.0000*	*0.0000*											
EXP	0.0330	0.5579	-0.0082	0.0610	-0.0296	-0.0176	0.0340	0.3933	-0.1566	1.0000									
(p-values)	*0.1080*	*0.0000*	*0.6972*	*0.0038*	*0.1557*	*0.3937*	*0.0956*	*0.0000*	*0.0000*										
POLI	-0.0694	-0.2841	0.0605	-0.0120	0.0806	0.0658	0.0869	-0.3065	0.1169	-0.1790	1.0000								
(p-values)	*0.0006*	*0.0000*	*0.0028*	*0.5578*	*0.0001*	*0.0009*	*0.0000*	*0.0000*	*0.0000*	*0.0000*									
LIQG	-0.0596	-0.0183	0.0507	0.1091	0.0263	-0.0067	-0.0275	0.0294	-0.0698	0.0319	0.0153	1.0000							
(p-values)	*0.0104*	*0.4308*	*0.0283*	*0.0000*	*0.2543*	*0.7698*	*0.2321*	*0.2943*	*0.0023*	*0.1742*	*0.5043*								
GOV	-0.1237	0.1519	0.0656	0.0203	0.0659	-0.0938	0.1763	-0.0064	0.0333	0.2114	-0.0739	-0.0199	1.0000						
(p-values)	*0.0000*	*0.0000*	*0.0022*	*0.3488*	*0.0020*	*0.0000*	*0.0000*	*0.7976*	*0.1055*	*0.0000*	*0.0004*	*0.4053*							
PRIV	0.0110	0.4130	-0.0074	-0.0058	-0.0100	-0.2431	0.0058	0.3216	-0.1123	0.3105	-0.2853	0.0298	0.1449	1.0000					
(p-values)	*0.6313*	*0.0000*	*0.7465*	*0.8024*	*0.6623*	*0.0000*	*0.7960*	*0.0000*	*0.0000*	*0.0000*	*0.0000*	*0.1965*	*0.0000*						
CRISIS	-0.1313	-0.0608	-0.0646	-0.0341	-0.0458	0.1157	-0.0613	-0.0043	-0.0357	-0.0058	0.0579	0.0179	-0.0518	-0.0100	1.0000				
(p-values)	*0.0000*	*0.0020*	*0.0014*	*0.0940*	*0.0230*	*0.0000*	*0.0015*	*0.8523*	*0.0554*	*0.7722*	*0.0025*	*0.4364*	*0.0116*	*0.6546*					
RGDPG	0.9707	0.0280	0.0608	0.1401	-0.0132	-0.2280	0.0658	-0.0759	0.2140	-0.0036	-0.0657	-0.0620	-0.0848	0.0023	-0.1788	1.0000			
(p-values)	*0.0000*	*0.2831*	*0.0217*	*0.0000*	*0.6166*	*0.0000*	*0.0125*	*0.0232*	*0.0000*	*0.8912*	*0.0118*	*0.0312*	*0.0017*	*0.9357*	*0.0000*				
RGDP	0.1128	-0.0168	0.0496	0.0284	0.0305	0.0255	-0.1051	0.1328	0.0413	-0.0193	0.1613	-0.0242	-0.4025	0.1655	0.0217	0.1183	1.0000		
(p-values)	*0.0000*	*0.5089*	*0.0559*	*0.2741*	*0.2394*	*0.3239*	*0.0000*	*0.0000*	*0.1049*	*0.4554*	*0.0000*	*0.3906*	*0.0000*	*0.0000*	*0.3949*	*0.0000*			
INVEST	0.2084	0.2586	0.1452	0.1788	0.0892	-0.1189	0.0874	0.2969	-0.0842	0.2118	-0.1527	0.0723	0.2138	0.2565	-0.1335	0.2588	0.1044	1.0000	
(p-values)	*0.0000*	*0.0000*	*0.0000*	*0.0000*	*0.0000*	*0.0000*	*0.0000*	*0.0000*	*0.0000*	*0.0000*	*0.0000*	*0.0024*	*0.0000*	*0.0000*	*0.0000*	*0.0000*	*0.0001*		
OPENDEB	-0.2242	-0.0359	0.6081	-0.0299	0.6844	0.1586	-0.0217	-0.1034	-0.0044	-0.0414	0.0679	0.0433	0.0601	-0.0220	0.0327	-0.2673	-0.0284	-0.0047	1.0000
(p-values)	*0.0000*	*0.0818*	*0.0000*	*0.1432*	*0.0000*	*0.0000*	*0.2837*	*0.0000*	*0.8273*	*0.0469*	*0.0008*	*0.0600*	*0.0049*	*0.3337*	*0.1046*	*0.0000*	*0.2723*	*0.8239*	

Légende : Données annuelles. Echantillon de base : 72 pays en développement / Période : 1972-2011. Les coefficients calculés ici sur des moyennes du panel correspondent au coefficient de corrélation de Pearson. Les P-Values représentent les probabilités d'erreur d'estimation en %. Source : calcul de l'auteur avec le logiciel Stata 12

Tableau 6.10 Statistiques descriptives (données annuelles)

Variables	Observations	Moyenne	Ecart-type	Minimum	Maximum
GDPPCG	2514	0,010	0,072	-1,051	0,651
GDPPC	2591	6,511	0,762	3,913	8,337
OPGLG	2450	0,099	0,157	-1,078	3,040
INVOPGLG	2409	0,139	0,229	-2,419	2,118
OPDEBG	2469	0,091	0,187	-1,392	3,161
EXCHAVG	2605	0,114	0,496	-0,384	13,450
EXST	2695	0,673	0,344	0,001	1,000
EDU	1843	3,268	0,917	0,171	4,785
POPG	2880	2,278	1,214	-7,597	11,043
EXP	2471	3,154	0,638	0,926	4,849
POLI	2714	5,541	2,106	1,000	8,000
LIQG	1901	0,028	0,168	-1,666	3,580
GOV	2370	2,586	0,464	0,319	4,242
PRIV	1986	2,572	0,847	-2,120	4,692
CRISIS	2880	0,059	0,236	0,000	1,000
RGDPG	1470	0,035	0,074	-1,023	0,724
RGDP	1546	23,513	1,913	18,771	29,386
INVEST	2378	2,943	0,499	-1,228	4,534
OPENDEB	2469	0,019	0,242	-2,186	2,729

Légende : Echantillon de base : 72 pays en développement / Période : 1972-2011. Source : calcul de l'auteur avec le logiciel Stata 12.

Tous droits réservés

BIBLIOGRAPHIE

Acemoglu, D., & Zilibotti, F. (1997). Was Prometheus unbound by chance? Risk, diversification, and growth. *Journal of Political Economy*, *105*(4), 709-751.

Acemoglu, D., Johnson, S., & Robinson, J. A. (2005). Institutions as a fundamental cause of long-run growth. *Handbook of Economic Growth*, *1*, 385-472.

Acemoglu, D., Johnson, S., Robinson, J.A., & Thaicharoen, Y. (2003). Institutional causes, macroeconomic symptoms: volatility, crises and growth. *Journal of Monetary Economics*, *50*(1), 49-123.

Adda, J. (1996). *La mondialisation de l'économie tome 1 : Genèse*. Editions La Découverte, Paris.

Afonso, A., & Furceri, D. (2010). Government size, composition, volatility and economic growth. *European Journal of Political Economy*, *26*(4), 517-532.

Agbloyor, E. K., Abor, J. Y., Adjasi, C. K. D., & Yawson, A. (2014). Private capital flows and economic growth in Africa: The role of domestic financial markets. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, *30*, 137-152.

Agénor, P. R. (2003). Benefits and costs of international financial integration: theory and facts. *The World Economy*, *26*(8), 1089-1118.

Aghion, P., & Howitt, P. (1998). *Endogenous Growth Theory*, MIT Press, Cambridge.

Aghion, P., Angeletos, G. M., Banerjee, A., & Manova, K. (2010). Volatility and growth: Credit constraints and the composition of investment. *Journal of Monetary Economics*, *57*(3), 246-265.

Aghion, P., Bacchetta, P., & Banerjee, A. (2004). Financial development and the instability of open economies. *Journal of Monetary Economics*, *51*(6), 1077-1106.

Aghion, P., Bacchetta, P., Rancière, R., & Rogoff, K. (2009). Exchange rate volatility and productivity growth: The role of financial development. *Journal of monetary economics*, *56*(4), 494-513.

Agosin, M., & Mayer, R. (2000). Foreign investment in developing countries: does it crowd in domestic investment?. *UNCTAD Discussion Papers, 146*.

Agrawal, G. (2015). Foreign direct investment and economic growth in BRICS economies: A panel data analysis. *Journal of Economics, Business and Management*, *3*(4), 421-424.

Aguirre, A., & Calderón, C. (2005). Real exchange rate misalignments and economic performance. *Central Bank of Chile Working Papers*, *315*, 4-13.

Ahmed, A. D. (2013). Effects of financial liberalization on financial market development and economic performance of the SSA region: An empirical assessment. *Economic Modelling, 30*, 261-273.

Ahmed, A. D. (2016). Integration of financial markets, financial development and growth: Is Africa different?. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, *42*, 43-59.

Aizenman, J. (1994). Monetary and Real Shocks, Productive Capacity and Exchange Rate Regimes. *Economica*, *61*(244), 407-434.

Aizenman, J. (2003). Volatility, employment and the patterns of FDI in emerging markets. *Journal of Development Economics*, *72*(2), 585-601.

Aizenman, J. (2004). Financial Opening: Evidence and Policy Options. In *Challenges to globalization: Analyzing the economics* (pp. 473-498). University of Chicago Press, Chicago.

Aizenman, J., & Hausmann, R. (2000). Exchange rate regimes and financial-market imperfections. *NBER Working Papers*. *7738*.

Aizenman, J., & Pinto, B. (2004). *Managing Volatility and Crises: A Practitioner's Guide Overview*. NBER Working Papers, 10602.

Aizenman, J., Chinn, M. D., & Ito, H. (2008). Assessing the emerging global financial architecture: Measuring the trilemma's configurations over time. *NBER Working Papers, 14533.*

Aizenman, J., Chinn, M. D., & Ito, H. (2016). Monetary policy spillovers and the trilemma in the new normal: Periphery country sensitivity to core country conditions. *Journal of International Money and Finance*, *68*, 298-330.

Aizenman, J., Chinn, M. D., & Ito. (2010). The Emerging Global Financial Architecture: Tracing and Evaluating the New Patterns of the Trilemma's Configurations, *Journal of International Money and Finance*, *29*(4), 615-641.

Aizenman, J., Jinjarak, Y., & Park, D. (2013). Capital flows and economic growth in the era of financial integration and crisis, 1990–2010. *Open Economies Review*, *24*(3), 371-396.

Akamatsu, K. (1961). A theory of unbalanced growth in the world economy. *Weltwirtschaftliches Archiv, 86*,196-217.

Al-Abri, A. (2013). Real exchange rate volatility, terms-of-trade shocks, and financial integration in primary-commodity exporting economies. *Economics Letters*, *120*(1), 126-129.

Tous droits réservés

Albulescu, C. T. (2015). Do Foreign Direct and Portfolio Investments Affect Long-term Economic Growth in Central and Eastern Europe?. *Procedia Economics and Finance*, *23*, 507-512.

Alesina, A., Grilli, V., & Milesi-Ferretti, G. M. (1993). The political economy of capital controls. *NBER Working Papers, 4353*.

Alesina, A., Grilli, V., Milesi-Ferretti, G. M., Leiderman, L., & Razin, A. (1994). The Political Economy of Capital Controls. In *Capital Mobility: The Impact on Consumption, Investment, and Growth*, Cambridge University Press for the Centre for Economic Policy Research.

Allen, F., & Gale, D. (1999). Bubbles, crises, and policy. *Oxford Review of Economic Policy*, *15*(3), 9-18.

Almfraji, M. A., & Almsafir, M. K. (2014). Foreign direct investment and economic growth literature review from 1994 to 2012. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, *129*, 206-213.

Aloui, C., & Sassi, H. (2005). Régime de change et croissance économique : une investigation empirique. *Economie internationale*, *104*(4), 97-134.

Anderson, T. W., & Hsiao, C. (1982). Formulation and estimation of dynamic models using panel data. *Journal of Econometrics*, *18*(1), 47-82.

Aoki, K., Benigno, G., & Kiyotaki, N. (2010). Adjusting to capital account liberalization. *CEPR Discussion Paper, DP8087.*

Arellano, M., & Bond, S. (1991). Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. *The Review of Economic Studies*, *58*(2), 277-297.

Arellano, M., & Bover, O. (1995). Another look at the instrumental variable estimation of error-components models. *Journal of Econometrics*, *68*(1), 29-51.

Arratibel, O., Furceri, D., Martin, R., & Zdzienicka, A. (2011). The Effect of Nominal Exchange Rate Volatility on Real Macroeconomic Performance in the CEE Countries. *Economic Systems*, *35*(2), 261-277.

Arteta, C., Eichengreen, B. & Wyplosz, C. (2003). When Does Capital Account Liberalization Help More than It Hurts?. In *Economic Policy in the International Economy: Essays in Honor of Assaf Razin* (pp. 177-206), Cambridge University Press, Cambridge.

Arteta, C., Eichengreen, B., & Wyplosz, C. (2001). When does capital account liberalization help more than it hurts?. *NBER Working Papers, 8414*.

Artus, P. (1998). Le financement de la croissance par endettement extérieur. *Revue économique*, *49*(1), 165-179.

Artus, P., & Cartapanis, A. (2008). Globalisation financière et croissance dans les économies émergentes. La sous-estimation des contraintes macroéconomiques induites. *Revue Economique*, *59*(6), 1145-1158.

Artus, P., & Virard, M. P. (2010). *Globalisation, le pire est à venir*. La Découverte, Paris.

Asongu, S. A., & De Moor, L. (2017). Financial globalisation dynamic thresholds for financial development: evidence from Africa. *The European Journal of Development Research, 29*(1), 192-212.

Aubin, C., Berdot, J. P., Goyeau, D., & Léonard, J. (2006). Investissements directs américains et européens dans les PECOs. *Revue économique*, *57*(4), 771-792.

Audier, S. (2012). *Néo-libéralisme(s): une archéologie intellectuelle*. Grasset, Paris.

Aykut, D., & Sayek, S. (2007). The role of the sectoral composition of foreign direct investment on growth. In *Do Multinationals Feed Local Development and Growth*, *22* (pp. 35-62), Elsevier, Amsterdam.

Bailliu, J. N. (2000). Private capital flows, financial development, and economic growth in developing countries. *Bank of Canada Working Paper, 2000-15*.

Baltagi, B. H., Demetriades, P., & Law, S. H. (2007). Financial Development, Openness and Institutions: Evidence from Panel Data. *University of Leicester Discussion Paper*, 7(5).

Baltagi, B. H., Demetriades, P., & Law, S. H. (2009). Financial Development and Openness: Evidence from Panel Data. *Journal of Development Economics*, *89*(2), 285-296.

Barro, R. J. & Sala-i Martin, X. (2004). *Economic Growth*. MIT Press, Cambridge, MA.

Barro, R. J., Mankiw, N. G., & Sala-i-Martin, X. (1992). Capital mobility in neoclassical models of growth. *NBER Working Papers, 4206*.

Barro, R. J., Sala-i-Martin, X., Blanchard, O. J., & Hall, R. E. (1991). Convergence across states and regions. *Brookings papers on economic activity*, 107-182.

Bartolini, L., & Drazen, A. (1996). Capital account liberalization as a signal. *NBER Working Papers, 5725*.

Bartolini, L., & Drazen, A. (1997). When liberal policies reflect external shocks, what do we learn?. *Journal of International Economics*, *42*(3), 249-273.

Baskin, J. B., & Miranti Jr, P. J. (1999). *A History of Corporate Finance*. Cambridge University Press.

Baumol, W. J. (1986). Productivity growth, convergence, and welfare: what the long-run data show. *The American Economic Review, 76*(5), 1072-1085.

Tous droits réservés

Baxter, M., & King, R. G. (1999). Measuring business cycles: approximate band-pass filters for economic time series. *Review of Economics and Statistics*, *81*(4), 575-593.

Bayoumi, T., & Eichengreen, B. (1994). Macroeconomic Adjustment Under Bretton Woods and the Post-Breton-Woods Float: An Impulse-Response Analysis. *The Economic Journal, 104*(425), 813-827.

Beaud, M. (1999). *Mondialisation : les mots et les choses*. Karthala Editions, Paris.

Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., & Levine, R. (2004). Finance, inequality, and poverty: cross-country evidence. *NBER Working Papers, 10979*.

Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., & Levine, R. (2009). Financial Institutions and Markets Across Countries and Over Time-Data and Analysis. *World Bank Policy Research Working Paper*, 4943.

Bekaert, G. (1995). Market integration and investment barriers in emerging equity markets. *The World Bank Economic Review*, *9*(1), 75-107.

Bekaert, G., & Harvey, C. R. (2000). Foreign speculators and emerging equity markets. *The Journal of Finance*, *55*(2), 565-613.

Bekaert, G., & Harvey, C. R. (2003). Market integration and contagion. *NBER Working Papers, 9510*.

Bekaert, G., Harvey, C. R., & Lundblad, C. (2005). Does Financial Liberalization Spur Growth?. *Journal of Financial Economic Policy*, *77*(1), 3-55.

Bekaert, G., Harvey, C. R., & Lundblad, C. (2006). Growth volatility and financial liberalization. *Journal of international money and finance*, *25*(3), 370-403.

Bekaert, G., Harvey, C. R., & Lundblad, C. (2011). Financial openness and productivity. *World Development*, *39*(1), 1-19.

Bélanger, D., & Gutiérrez, S. (1990). Impact de la variabilité des taux de change sur le commerce international : un survol critique de la littérature. *L'Actualité économique*, *66*(1), 65-83.

Belke, A., & Gros, D. (1998). Asymmetric shocks and EMU: Is there a need for a stability fund?. *Intereconomics: Review of European Economics*, *33*(6), 274-288.

Belke, A., & Gros, D. (2001). Real impacts of intra-European exchange rate variability: a case for EMU?. *Open Economies Review*, *12*(3), 231-264.

Belze, L., & Spieser, P. (2007). *Histoire de la finance : le temps, le calcul et les promesses*. Vuibert, Paris.

Bencivenga, V. R., & Smith, B. D. (1991). Financial intermediation and endogenous growth. *The Review of Economic Studies, 58(2), 195-209*.

Bénichi, R. (2006). *Histoire de la mondialisation*, Editions Vuibert, Paris.

Berg, A., Borensztein, E., & Pattillo, C. (2004). Assessing Early Warning Systems: how they have worked in practice. *IMF Working Paper, 04*(52).

Berg, A., Borensztein, E., & Pattillo, C. (2005). Assessing early warning systems: how have they worked in practice?. *IMF Staff Papers*, *52*(3), 462-502.

Berger, A. N., DeYoung, R., Genay, H., & Udell, G. F. (2000). Globalization of financial institutions: Evidence from cross-border banking performance. *Brookings-Wharton papers on financial services*, *2000*(1), 23-120.

Bernanke, B., & Gertler, M. (1989). Agency costs, net worth, and business fluctuations. *The American Economic Review*, *79*(1), 14-31.

Berthaud, F. (2015). La nouvelle dynamique des flux de capitaux internationaux apparue après la crise de 2008 renforce-t-elle la stabilité du système monétaire international ?. *Document de travail de la DG Trésor : cahiers, 2015*(03), Paris.

Berthelemy, J. C., & Varoudakis, A. (1996). Economic Growth, Convergence Clubs, and the Role of Financial Development. *Oxford Economic Papers*, *48*(2), 300-328.

Berument, M. H., Dincer, N. N., & Mustafaoglu, Z. (2012). Effects of growth volatility on economic performance–Empirical evidence from Turkey. *European Journal of Operational Research*, *217*(2), 351-356.

Bianconi, M., & Turnovsky, S. J. (1997). International Effects of Government Expenditure in Interdependent Economies. *Canadian Journal of Economics, 30*(1), 57-84.

Bihr, A. (2006). *La préhistoire du capital : Le devenir-monde du capitalisme*. Page deux, Lausanne.

Birchenall, J. A. (2008). Equilibrium, convergence, and capital mobility in neoclassical models of growth. *Economics Letters*, *99*(1), 10-13.

Bleaney, M., & Greenaway, D. (2001). The impact of terms of trade and real exchange rate volatility on investment and growth in sub-Saharan Africa. *Journal of Development Economics*, *65*(2), 491-500.

Blonigen, B. A., & Wang, M. (2004). Inappropriate pooling of wealthy and poor countries in empirical FDI studies. *NBER Working Papers, 10378*.

Blundell, R., & Bond, S. (1998). Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. *Journal of Econometrics*, *87*(1), 115-143.

Bogdanov, B. (2014). Liberalised Capital Accounts and Volatility of Capital Flows and Foreign Exchange Rates. *European Commission Economic Papers, 521*.

Tous droits réservés

Bonfiglioli, A. (2008). Financial integration, productivity and capital accumulation. *Journal of International Economics*, *76*(2), 337-355.

Boot, A. W. (2000). Relationship Banking: What Do We Know?. *Journal of Financial Intermediation*, *9*(1), 7-25.

Bordo, M. D. (1998). What happened in 1815?. *Review May/June 1998. Federal Reserve Bank of St. Louis.*

Bordo, M. D., & Eichengreen, B. (Eds.). (2007). *A retrospective on the Bretton Woods system: lessons for international monetary reform*. University of Chicago Press.

Borensztein, E., De Gregorio, J., & Lee, J. W. (1998). How does foreign direct investment affect economic growth?. *Journal of International Economics, 45(1), 115-135*.

Bosworth, B., Collins, S. M., & Chen, Y. (1996). Accounting for Differences in Economic Growth. In *Structural Adjustment and Economic Reform: East Asia, Latin America and Central and Eastern Europe*, Institute of Developing Economies, Tokyo.

Bouchet, M. H. (2005). *La globalisation : introduction à l'économie du nouveau monde*. Pearson Education, London.

Bourguinat, H. (1995). *La tyrannie des marchés : essai sur l'économie virtuelle*. Economica, Paris.

Bourguinat, H. (1999). *Finance internationale*, PUF, Paris.

Bourguinat, H., Teïletche, J., & Dupuy, M. (2007). *Finance internationale*, Dalloz, Paris.

Boyer, R. (1978). Optimal foreign exchange market intervention. *Journal of Political Economy*, *86*(6), 1045-1055.

Boyer, R., Dehove, M, & Plihon, D. (2004). Les crises financières. *Rapport pour le conseil d'Analyse économique,* La Documentation Française, Paris.

Brana, S., & Lahet, D. (2012). Banques étrangères et stabilité du financement bancaire extérieur dans les peco. *Revue économique*, *63*(5), 867-884.

Branson, W. H., Halttunen, H., & Masson, P. (1977). Exchange rates in the short run: The dollar-dentschemark rate. *European Economic Review*, *10*(3), 303-324.

Braudel, F. (1979). *Civilisation matérielle, économie et capitalisme, XVe-XVIIIe siècle. Tome 2, Les jeux de l'échange*. Armand Colin, Paris.

Braudel, F. (1985). *La dynamique du capitalisme*. Arthaud, Paris.

Brecher, R. A., & Alejandro, C. F. D. (1977). Tariffs, foreign capital and immiserizing growth. *Journal of international Economics*, *7*(4), 317-322.

Broner, F., Martin, A., & Ventura, J. (2010). Sovereign risk and secondary markets. *The American Economic Review*, *100*(4), 1523-1555.

Bruno, V., & Hauswald, R. (2013). The real effect of foreign banks. *Review of Finance*, *18*(5), 1683-1716.

Buchanan, J. M., & Tollison, R. D. (1984). *The Theory of public choice - II*. University of Michigan Press, Ann Arbor, Michigan.

Bussiere, M., & Fratzscher, M. (2008). Financial Openness and Growth: Short-run Gain, Long-run Pain?. *Review of International Economics*, *16*(1), 69-95.

Butzen, P., Deroose, M., & Ide, S. (2014). Déséquilibres mondiaux et flux bruts de capitaux. *Revue économique de la Banque nationale de Belgique, septembre,* 43-65.

Caballé, J., Jarque, X., & Michetti, E. (2006). Chaotic dynamics in credit constrained emerging economies. *Journal of Economic Dynamics and Control*, *30*(8), 1261-1275.

Caballero, R. J., & Krishnamurthy, A. (2001). International and domestic collateral constraints in a model of emerging market crises. *Journal of Monetary Economics*, *48*(3), 513-548.

Calderón, C. A. (2004). Real exchange rates in the long and short run: a panel co-integration approach. *Revista de Analisis Economico, 19*(2), 41-83.

Calderón, C., & Kubota, M. (2009a). Does financial openness lead to deeper domestic financial markets?. *World Bank Policy Research Working Papers, 4973.*

Calderón, C., & Kubota, M. (2009b). Does higher openness cause more real exchange rate volatility?. *World Bank Policy Research Working Paper, 4896*,

Calomiris, C. W., & Neal, L. (2013). History of Financial Globalization, Overview. *Handbook of key global financial markets, institutions and infrastructure, Bd*, *1* (pp. 3-14), Elsevier Press, London.

Calvo, G. A., & Reinhart, C. M. (2002). Fear of Floating. *The Quarterly Journal of Economics*, *117*(2), 379-408.

Calvo, G. A., Izquierdo, A., & Talvi, E. (2006). Sudden Stops and Phoenix Miracles in Emerging Markets. *The American Economic Review*, *96*(2), 405-410.

Caporale, G. M., Menla Ali, F., Spagnolo, F., & Spagnolo, N. (2015). International portfolio flows and exchange rate volatility for emerging markets. *DIW Berlin Discussion Papers, 1519*.

Caprio, G. (2012). *The evidence and impact of financial globalization*. Academic Press, Elsevier, London.

Cariolle, J., & Goujon, M. (2015). Measuring Macroeconomic Instability: A Critical Survey Illustrated With Exports Series. *Journal of Economic Surveys*, *29*(1), 1-26.

Tous droits réservés

Cass, D. (1965). Optimum growth in an aggregative model of capital accumulation. *The Review of economic studies*, *32*(3), 233-240.

Chanda, A. (2005). The influence of capital controls on long run growth: Where and how much?. *Journal of Development Economics*, *77*(2), 441-466.

Chanda, N., & Lescourret, M. A. (2013). *Au commencement était la mondialisation : La grande saga des aventuriers, missionnaires, soldats et marchands*. CNRS editions, Paris.

Chang, R., & Velasco, A. (2000). Exchange-rate policy for developing countries. *The American Economic Review*, *90*(2), 71-75.

Chant, J. (2003). Financial Stability As a Policy Goal. *Essays on Financial Stability. Bank of Canada, 95*, 1-24.

Chari, A., & Henry, P. B. (2002). Capital Account Liberalization: Allocative Efficiency or Animal Spirits?, *NBER Working Papers, 8908*.

Chen, J., & Quang, T. (2014). The impact of international financial integration on economic growth: New evidence on threshold effects. *Economic Modelling*, *42*, 475-489.

Chen, J., & Quang, T. (2014). The impact of international financial integration on economic growth: New evidence on threshold effects. *Economic Modelling*, *42*, 475-489.

Chenery, H. B., & Strout, A. M. (1968). Foreign assistance and economic development: Reply. *The American Economic Review, 58*(4), 912-916.

Chesnais, F. (2004). 1. Le capital de placement : accumulation, internationalisation, effets économiques et politiques. In *La finance mondialisée* (pp. 15-50). La Découverte, Paris.

Chesnais, F., & de Brunhoff, S. (1996). *La mondialisation financière : genèse, coût et enjeux.* Syros, Paris.

Chinn, M. D., & Ito, H. (2002). Capital account liberalization, institutions and financial development: cross country evidence. *NBER Working Papers, 8967*.

Chinn, M. D., & Ito, H. (2005). What Matters for Financial Development? Capital Controls, Institutions, and Interactions. *NBER Working Papers, 11370*.

Chinn, M. D., & Ito, H. (2006). What matters for financial development? Capital controls, institutions, and interactions. *Journal of Development Economics*, *81*(1), 163-192.

Chinn, M. D., & Ito, H. (2007). Current account balances, financial development and institutions: Assaying the world "saving glut". *Journal of international money and Finance*, *26*(4), 546-569.

Chinn, M. D., & Ito, H. (2008). A new measure of financial openness. *Journal of Comparative Policy Analysis*, *10*(3), 309-322.

Chong, A., & Gradstein, M. (2009). Volatility and firm growth. *Journal of Economic Growth*, *14*(1), 1-25.

Claessens, S., Dooley, M. P., & Warner, A. (1995). Portfolio capital flows: hot or cold?. *The World Bank Economic Review*, *9*(1), 153-174.

Clarke, G. R., Cull, R., & Peria, M. S. M. (2006). Foreign bank participation and access to credit across firms in developing countries. *Journal of Comparative Economics, 34(4), 774-795.*

Cline, W. R. (2010). *Financial globalization, economic growth, and the crisis of 2007-2009*. Peterson Institute For International Economics, Washington D.C.

Coeurdacier, N., & Rey, H. (2013). Home bias in open economy financial macroeconomics. *Journal of Economic Literature*, *51*(1), 63-115.

Cole, H. L., & Obstfeld, M. (1991). Commodity trade and international risk sharing: How much do financial markets matter?. *Journal of Monetary Economics*, *28*(1), 3-24.

Combes, J. L., & Guillaumont, P. (2002). Commodity price volatility, vulnerability and development. *Development Policy Review*, *20*(1), 25-39.

Corden, W. M. (2002). *Too sensational: on the choice of exchange rate regimes*, *9*, MIT Press, Cambridge, MA.

Cornelius, P., & Kogut, B. M. (2003). *Corporate governance and capital flows in a global economy, 1*. Global Outlook Book Series.

Cottani, J. A., Cavallo, D. F., & Khan, M. S. (1990). Real exchange rate behavior and economic performance. *Economic Development and Cultural Change*, *39*(1), 61-76.

Coudert, V., & Dubert, M. (2005). Does exchange rate regime explain differences in economic results for Asian countries?. *Journal of Asian Economics*, *16*(5), 874-895.

Crockett, A. (1996). The Theory and Practice of Financial Stability. *De Economist*, *144*(4), 531-568.

Crosby, M. (2004). Exchange rate volatility and macroeconomic performance in Hong Kong. *Review of Development Economics*, *8*(4), 606-623.

Cull, R., & Martinez Peria, M. S. (2007). Foreign Bank Participation and Crises in Developing Countries. *World Bank Policy Research Working Paper, 4128*.

Cull, R., & Martinez Peria, M. S. (2010). Foreign bank participation in developing countries: what do we know about the drivers and consequences of this phenomenon?. *World Bank Policy Research Working Papers, 5398.*

Dars, J. (1979). Les jonques chinoises de haute mer sous les Song et les Yuan. *Archipel*, *18*(1), 41-56.

Tous droits réservés

De Grauwe, P. (1992). *The benefits of a common currency, the economics of monetary Integration*, Oxford University Press, New York.

De Grauwe, P. (2005). *Economics of Monetary Union.* Oxford University Press, Oxford.

De Grauwe, P., & Schnabl, G. (2004). Exchange Rate Regimes and Macroeconomic Stability in Central and Eastern Europe. *CESifo Working Paper Series*, *1182*.

De Grauwe, P., & Schnabl, G. (2008). Exchange Rate Stability, Inflation, and Growth in (South) Eastern and Central Europe. *Review of Development Economics*, *12*(3), 530-549.

De Haas, R. T., & Van Lelyveld, I. P. P. (2004). Foreign bank penetration and private sector credit in Central and Eastern Europe. *Journal of Emerging Market Finance*, *3*(2), 125-151.

De Haas, R., & Van Lelyveld, I. (2006). Foreign Banks and Credit Stability in Central and Eastern Europe. A Panel Data Analysis. *Journal of Banking & Finance*, *30*(7), 1927-1952.

De Haas, R., & Van Lelyveld, I. (2010). Internal Capital Markets and Lending by Multinational Bank Subsidiaries. *Journal of Financial Intermediation*, *19*(1), 1-25.

De la Torre, A., Gozzi, J. C., & Schmukler, S. L. (2007). Stock market development under globalization: Whither the gains from reforms?. *Journal of Banking & Finance*, *31*(6), 1731-1754.

De Mello, L. R. (1999). Foreign direct investment-led growth: evidence from time series and panel data. *Oxford Economic Papers*, *51*(1), 133-151.

De Melo, J., Pascale, R., & Tybout, J. (1985). Microeconomic adjustments in Uruguay during 1973–1981: the interplay of real and financial shocks. *World Development*, *13*(8), 995-1015.

De Nicolò, G., & Juvenal, L. (2014). Financial integration, globalization, and real activity. *Journal of Financial Stability*, *10*, 65-75.

Dell'Ariccia, G., & Marquez, R. (2004). Information and bank credit allocation. *Journal of Financial Economics*, *72*(1), 185-214.

Dellas, H., & Zilberfarb, B. (1993). Real exchange rate volatility and international trade: A reexamination of the theory. *Southern Economic Journal*, *59*(4), 641–647.

Demirgüç-Kunt, A., & Detragiache, E. (1998). Financial Liberalization and Financial Fragility. *IMF Working Paper, 98*(83).

Demirgüç-Kunt, A., & Levine, R. (1996). Stock markets, corporate finance, and economic growth: an overview. *World Bank Economic Review*, *10*(2), 223-239.

Demirgüç-Kunt, A., Levine, R., & Min, H. G. (1998). Opening to foreign banks: Issues of stability, efficiency, and growth. In *The implications of globalization of world financial markets* (pp. 83-115). Banque de Corée, Séoul.

Detragiache, E., Gupta, P., & Tressel, T. (2005). Finance in lower-income countries: An empirical exploration. *IMF Working Papers, 05*(167).

Detragiache, E., Tressel, T., & Gupta, P. (2008). Foreign Banks in Poor Countries: Theory and Evidence. *The Journal of Finance*, *63*(5), 2123-2160.

Devereux, M. B., & Lane, P. R. (2003). Understanding bilateral exchange rate volatility. *Journal of International Economics*, *60*(1), 109-132.

Devereux, M. B., Lane, P. R., & Xu, J. (2006). Exchange rates and monetary policy in emerging market economies. *The Economic Journal, 116*(511), 478-506.

Diamond, D. W., & Rajan, R. G. (2001). Banks, short-term debt and financial crises: theory, policy implications and applications. *Carnegie-Rochester conference series on public policy*. (54)1, 37-71.

Diaz-Alejandro, C. (1985). Good-Bye Financial Repression, Hello Financial Crush. *Journal of Development Economics*, 19(1-2), 1-24.

Doidge, C., Karolyi, G. A., & Stulz, R. M. (2007). Why do countries matter so much for corporate governance?. *Journal of Financial Economics*, *86*(1), 1-39.

Dollar, D. (1992). Outward-Oriented Developing Economies Really Do Grow More Rapidly: Evidence from 95 LDCs, 1976-1985. *Economic Development and Cultural Change*, *40*(3), 523-544.

Dollfus, O., Grataloup, C., & Lévy, J. (1999). Trois ou quatre choses que la mondialisation dit à la géographie. *Espace géographique*, *28*(1), 1-11.

Dong-Hyeon, K., Shu-Chin, L., & Yo-Bo, S. (2012). Dynamic Effects of Financial Openness on Economic Growth and Macroeconomic Uncertainty. *Emerging Markets Finance and Trade*, *48*(1), 25-54.

Dooley, M. P., Mathieson, D. J., & Rojas-Suarez, L. (1997). Capital mobility and exchange market intervention in developing countries*, NBER Working Papers, 6247*.

Dornbusch, R. (1976). Expectations and Exchange Rate Dynamics. *Journal of political Economy*, *84*(6), 1161-1176.

Dornbusch, R. (2001). Fewer Monies, Better Monies. *American Economic Review*, *91*(2), 238-242.

Dornbusch, R., & Giovannini, A. (1990). Monetary policy in the open economy. *Handbook of Monetary Economics*, *2*, 1231-1303.

Tous droits réservés

Drelichman, M., & Voth, H. J. (2014). *Lending to the borrower from hell: debt, taxes, and default in the age of Philip II*. Princeton University Press, Princeton.

Dubas, J. M., Lee, B. J., & Mark, N. C. (2005). Effective exchange rate classifications and growth. *NBER Working Papers*, *11272*.

Duczynski, P. (2000). Capital mobility in neoclassical models of growth: Comment. *The American Economic Review*, *90*(3), 687-694.

Duczynski, P. (2002). Adjustment costs in a two-capital growth model. *Journal of Economic Dynamics and Control*, *26*(5), 837-850.

Durham, J. B. (2004). Absorptive capacity and the effects of foreign direct investment and equity foreign portfolio investment on economic growth. *European Economic Review*, *48*(2), 285-306.

Edison, H. J., & Warnock, F. E. (2003). A simple measure of the intensity of capital controls. *Journal of Empirical Finance*, *10*(1), 81-103.

Edison, H. J., Klein, M. W., Ricci, L. A., & Sløk, T. (2004). Capital account liberalization and economic performance: Survey and synthesis. *IMF Staff Papers*, *51*(2), 220-256.

Edison, H. J., Klein, M. W., Ricci, L.A., & Sløk, T. (2002). Capital account liberalization and economic performance: Survey and synthesis. *NBER Working Papers, 9100*.

Edwards, S. (2001). Capital mobility and economic performance: are emerging economies different?. *NBER Working Papers, 8076*.

Edwards, S. (2004). Financial openness, sudden stops and current account reversals. *NBER Working Papers, 10277*.

Edwards, S. (2007). Capital controls, sudden stops, and current account reversals. In *Capital controls and capital flows in emerging economies: Policies, practices and consequences* (pp. 73-120). University of Chicago Press, Chicago.

Edwards, S., & Rigobon, R. (2005). Capital controls, exchange rate volatility and external vulnerability. *NBER Working Papers*, *11434*.

Edwards, S., & Rigobon, R. (2009). Capital controls on inflows, exchange rate volatility and external vulnerability. *Journal of International Economics*, *78*(2), 256-267.

Edwards, S., & Yeyati, E. L. (2005). Flexible exchange rates as shock absorbers. *European Economic Review*, *49*(8), 2079-2105.

Eggho, J. C. (2010). Développement financier, Instabilité financière et Croissance économique : Un réexamen de la relation. *Revue région et developpement*, *32*.

Eichengreen, B. (1998). Exchange rate stability and financial stability. In *Ideas for the Future of the International Monetary System* (pp. 199-237). Springer US.

Eichengreen, B. (2001). Capital account liberalization: What do cross-country studies tell us?. *World Bank Economic Review*, *15*(3), 341-365.

Eichengreen, B., Gullapalli, R., & Panizza, U. (2011). Capital account liberalization, financial development and industry growth: A synthetic view. *Journal of International Money and Finance*, *30*(6), 1090-1106.

Eichengreen, B., Hausmann, R., & Panizza, U. (2003). The pain of original sin. *Other People's Money: Debt Denomination and Financial Instability in Emerging Market Economies*, 1-49.

Eichengreen, B., Hausmann, R., & Panizza, U. (2006). The Pain of Original Sin. In *Other People's Money*, University of Chicago Press, Chicago.

Eichengreen, B., Maxfield, S., & Pauly, L. (1999). Managing mobile capital: recent scholarship on the political economy of international finance. *Review of International Political Economy*, *6*(2), 262-287.

Epstein, G. A., & Schor, J. B. (2003). Structural Determinants and Economic Effects of Capital Controls in OECD Countries. *International Library Of Critical Writings In Economics, 156, 275-303.*

Farhi, E., & Werning, I. (2014). Dilemma not trilemma? Capital controls and exchange rates with volatile capital flows. *IMF Economic Review, 62*(4), 569-605.

Faria, A., & Mauro, P. (2009). Institutions and the external capital structure of countries. *Journal of International Money and Finance*, *28*(3), 367-391.

Fatás, A. (2002). The Effects of Business Cycles on Growth. Central *Bank of Chile Working Papers, 156*.

Feldstein, M. S., & Horioka, C. Y. (1980). Domestic savings and international capital flows. *The Economic Journal 90, 314–329*.

Ferguson, R. (2002). Should Financial Stability Be An Explicit Central Bank Objective. *Federal Reserve Boards, Washington*.

Fischer, S. (1993). The Role of Macroeconomic Factors in Growth. *Journal of Monetary Economics*, *32*(3), 485-512.

Fischer, S. (1997). Capital Account Liberalization and the Role of the IMF. *IMF Seminar Asia and the IMF, Hong Kong, 19*.

Fisher, I. (1933). The Debt-Deflation Theory of Great Depressions. *Econometrica, 1*(4), 337-357.

Fleming, J. M. (1962). Domestic Financial Policies Under Fixed and Under Floating Exchange Rates. *IMF Staff Papers*, *9*(3), 369-380.

Tous droits réservés

Fonds Monétaire International (2016), *Le cadre de viabilité de la dette établi conjointement par la Banque mondiale et le FMI pour les pays à faible revenu*. Repéré à https://www.imf.org/external/np/exr/facts/fre/jdsff.htm.

Franke, G. (1991). Exchange rate volatility and international trading strategy. *Journal of International Money and Finance*, *10*(2), 292-307.

Frankel, J. A. (2003). Experience of and lessons from exchange rate regime in emerging economies. *NBER Working Papers*, *10032*.

Frankel, J. A., & Rose, A. (2002). An Estimate of the Effect of Common Currencies on Trade and Income. *The Quarterly Journal of Economics*, *117*(2), 437-466.

Frenkel, J. A., & Goldstein, M. (1998). The international experience of monetary and exchange rate management in small open economies. *Central Bank of Malta Quarterly Review*, *31*, 76-92.

Fry, M. J. (1988). *Money, interest, and banking in economic development*. John Hopkins University Press, Baltimore.

Gali, J., & Monacelli, T. (2005). Monetary policy and exchange rate volatility in a small open economy. *The Review of Economic Studies*, *72*(3), 707-734.

Galvez, J., & Tybout, J. (1985). Microeconomic adjustments in Chile during 1977–1981: The Importance of Being a Grupo. *World Development*, *13*(8), 969-994.

Geanakoplos, J. (1989). Arrow-Debreu model of general equilibrium. In *General Equilibrium* (pp. 43-61). Palgrave Macmillan, Basingstoke.

Gehringer, A. (2013). Growth, productivity and capital accumulation: The effects of financial liberalization in the case of European integration. *International Review of Economics & Finance*, *25*, 291-309.

Gelderblom, O., De Jong, A., & Jonker, J. (2013). The formative years of the modern corporation: The Dutch East India Company VOC, 1602–1623. *The Journal of Economic History*, *73*(4), 1050-1076.

Gelos, R. G., & Wei, S. J. (2005). Transparency and international portfolio holdings. *The Journal of Finance*, *60*(6), 2987-3020.

Gertler, M., & Rogoff, K. (1990). North-South lending and endogenous domestic capital market inefficiencies. *Journal of Monetary Economics*, *26*(2), 245-266.

Ghosh, A., Gulde, A. M. & Wolf, H.C. (2003). *Exchange Rate Regimes: Choices and Consequences*, MIT Press, Cambridge.

Ghura, D., & Grennes, T. J. (1993). The real exchange rate and macroeconomic performance in Sub-Saharan Africa. *Journal of Development Economics*, *42*(1), 155-174.

Gilles, C. B., Brasseul, J., & Gilles, P. (2010). *Histoire de la globalisation financière : essor, crises et perspectives des marchés financiers internationaux*. Armand Colin, Paris.

Gilles, P. (2009). *Histoire des crises et des cycles économiques : Des crises industrielles du 19e siècle aux crises actuelles*. Armand Colin, Paris.

Goldsmith, R. W. (1969). *Financial structure and development*. Yale University Press. New Haven, CT.

Gormley, T. A. (2010). The impact of foreign bank entry in emerging markets: Evidence from India. *Journal of Financial Intermediation*, *19*(1), 26-51.

Gormley, T. A. (2014). Costly Information, Entry, and Credit Access. *Journal of Economic Theory*, *154*, 633-667.

Gourinchas, P. O., & Jeanne, O. (2005). Capital mobility and reform. *IMF Manuscript*.

Gourinchas, P. O., & Jeanne, O. (2006). The elusive gains from international financial integration. *Review of Economic Studies*, *73*(3), 715-741.

Gourinchas, P. O., & Jeanne, O. (2013). Capital flows to developing countries: The allocation puzzle. *Review of Economic Studies*, *80*(4), 1484-1515.

Greenwood, J., & Jovanovic, B. (1990). Financial development, growth, and the distribution of income. *Journal of political Economy*, *98*(5, Part 1), 1076-1107.

Greenwood, J., & Smith, B. D. (1997). Financial markets in development, and the development of financial markets. *Journal of Economic dynamics and control*, *21*(1), 145-181.

Grilli, V., & Milesi-Ferretti, G. M. (1995). Economic effects and structural determinants of capital controls. *IMF Staff Papers*, *42*(3), 517-551.

Grobar, L. M. (1993). The effect of real exchange rate uncertainty on LDC manufactured exports. *Journal of Development Economics*, *41*(2), 367-376.

Grüner, H. P., & Hefeker, C. (1995). Domestic pressures and the exchange rate regime: Why economically bad decisions are politically popular. *BNL Quarterly Review*, *58*(194), 331-350.

Guay, A., & St-Amant, P. (1997). Do the Hodrick-Prescott and Baxter-King filters provide a good approximation of business cycles?. *Center for Research on Economic Fluctuations and Employment, Working Paper, 53*.

Guérin, J., & Lahrèche-Révil, A. (2001). Volatilité des changes et investissement. *Economie internationale*, *88*(4), 5-22.

Guerra de Luna, A. (1997). Residential Real Estate Booms, Financial Deregulation and Capital Inflows: An International Perspective. *Economic Studies Devision, Banco de Mexico.*

Tous droits réservés

Gui-Diby, S. L. (2014). Impact of foreign direct investments on economic growth in Africa: Evidence from three decades of panel data analyses. *Research in Economics*, *68*(3), 248-256.

Guillaumont, P., & Deméocq, M. (1989). Risk and Ratchet Effects of Export Earnings Instability: A Cross-Sectional Analysis. *CERDI, Etudes et Documents*.

Guillaumont, S., & Kpodar, K. (2006). Développement financier, instabilité financière et croissance économique. *Economie & Prévision*, *174*(3), 87-111.

Gurley, J. G. S., Gurley, E. S. J. G., & Shaw, E. S. (1960). *Money in a Theory of Finance,* 332.4/G97m.

Hansen, L. P. (1982). Large sample properties of generalized method of moments estimators. *Econometrica*, 50(4), 1029-1054.

Hassan, M. K., Sanchez, B., & Yu, J. S. (2011). Financial development and economic growth: New evidence from panel data. *The Quarterly Review of Economics and Finance, 51(1), 88-104.*

Hau, H. (2002). Real exchange rate volatility and economic openness: theory and evidence. *Journal of Money, Credit, and Banking*, *34*(3), 611-630.

Heers, J. (2014). *La naissance du capitalisme au Moyen Age*. Tempus Perrin, Paris.

Hellmann, T. F., Murdock, K. C., & Stiglitz, J. E. (2000). Liberalization, Moral Hazard in Banking, and Prudential Regulation: Are Capital Requirements Enough?. *American Economic Review*, 89(1), 147-165.

Henry P. B. (2000). Do Stock Market Liberalizations Cause Investment Booms?. *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), p.301-334.

Henry, P. B. (2003). Capital account liberalization, the cost of capital, and economic growth. *NBER Working Papers, 9488*.

Henry, P. B. (2007). Capital account liberalization: Theory, evidence, and speculation. *Journal of Economic Literature*, *45*(4), 887-935.

Henry, P. B., & Lorentzen, P. L. (2003). Domestic capital market reform and access to global finance: Making markets work. *NBER Working Paper, 10064*.

Hermes, N., & Lensink, R. (2003). Foreign direct investment, financial development and economic growth. *The Journal of Development Studies*, *40*(1), 142-163.

Hermes, N., & Lensink, R. (2008). Does financial liberalization influence saving, investment and economic growth: evidence from 25 emerging market economies, 1973–1996. In *Financial Development, Institutions, Growth and Poverty Reduction* (pp.164-189), Palgrave Macmillan, New York.

Herrero, A. G., & Peria, M. S. M. (2007). The Mix of International Banks' Foreign Claims: Determinants and Implications. *Journal of banking & Finance*, *31*(6), 1613-1631.

Hnatkovska, V., & Loayza, N. (2005). Volatility and Growth. In *Managing Economic Volatility and Crises: A Practitioner's Guide*. Cambridge University Press, Cambridge, MA.

Hodrick, R. J., & Prescott, E. C. (1997). Postwar US business cycles: an empirical investigation. *Journal of Money, credit, and Banking*, 1-16.

Hooper, P., & Kohlhagen, S. W. (1978). The effect of exchange rate uncertainty on the prices and volume of international trade. *Journal of international Economics*, *8*(4), 483-511.

Hsiao, C. (2007). Panel data analysis—advantages and challenges. *Test*, *16*(1), 1-22.

Hsing, Y. (2012). Impacts of the trilemma policies on inflation, growth and volatility in Greece. *International Journal of Economics and Financial Issues*, *2*(3), 373.

Hutchison, M. M., & Glick, R. (2001). Banking and Currency Crises: How Common are Twins?. In Financial Crises in Emerging Markets, Cambridge University Press, Cambridge.

Hutchison, M., & Walsh, C. E. (1992). Empirical evidence on the insulation properties of fixed and flexible exchange rates. The Japanese experience. *Journal of International Economics*, *32*(3-4), 241-263.

Iamsiraroj, S. (2016). The foreign direct investment–economic growth nexus. *International Review of Economics & Finance*, *42*, 116-133.

Imbs, J. (2004). Trade, finance, specialization, and synchronization. *The Review of Economics and Statistics*, *86*(3), 723-734.

Imbs, J. (2007). Growth and Volatility. *Journal of Monetary Economics*, *54*(7), 1848-1862.

Inalcik, H. (1969). Capital formation in the Ottoman Empire. *The Journal of Economic History*, *29*(1), 97-140.

Institute of International Finance (2014). Capital Flows to Emerging Markets. *IIF Research note, January 30*.

International Monetary Fund (2012). The Liberalization and Management of Capital Flows: An Institutional View. *Policy Survey Paper*.

Ishii, S., Habermeier, K. F., & Canales-Kriljenko, J. I. (2002). Capital account liberalization and financial sector stability. *IMF Occasional Papers, 211*.

Islam, N. (2003). What have we learnt from the convergence debate?. *Journal of Economic Surveys*, *17*(3), 309-362.

Islamaj, E. (2014). Industrial specialization, financial integration and international consumption risk sharing. *The BE Journal of Macroeconomics*, *14*(1), 477-509.

Tous droits réservés

Ito, H., & Kawai, M. (2014). Determinants of the trilemma policy combination. *ADBI Working Papers, 456*.

Jennings, R. C. (1973). Loans and credit in early 17th century Ottoman judicial records: The sharia court of Anatolian Kayseri. *Journal of the Economic and Social History of the Orient*, 168-216.

Jones, L. E., Manuelli, R. E., & Stacchetti, E. (2000). Technology (and policy) shocks in models of endogenous growth. *Federal Reserve Bank of Minneapolis Working Paper, 281*.

Jones, L., & Krause, S. (2007). Latin American Banking Fragility: An Assessment of the Role Played by Foreign Banks. *Department of Economics, Emory University, 0713*.

Jongwanich, J. (2006). Exchange rate regimes, capital account opening and real exchange rates: evidence from Thailand, *Working Paper, ANU Research Publications*.

Joyce, J. P. (2011). Financial globalization and banking crises in emerging markets. *Open Economies Review*, *22*(5), 875-895.

Ju, J., & Wei, S. J. (2010). Domestic institutions and the bypass effect of financial globalization. *American Economic Journal: Economic Policy*, *2*(4), 173-204.

Kalemli-Ozcan, S., Sørensen, B. E., & Yosha, O. (2003). Risk sharing and industrial specialization: Regional and international evidence. *American Economic Review*, *93*(3), 903-918.

Kaminsky, G. L., & Reinhart, C. M. (1999). The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems. *American Economic Review, 89*(3), 473-500.

Kaminsky, G. L., & Schmukler, S. L. (2008). Short-run pain, long-run gain: Financial liberalization and stock market cycles. *Review of Finance*, *12*(2), 253-292.

Karolyi, G. A., & Stulz, R. M. (2003). Are financial assets priced locally or globally?. *Handbook of the Economics of Finance*, *1*, 975-1020.

Kenen, P. B., & Rodrik, D. (1986). Measuring and Analyzing the Effects of Short-Term Volatility in Real Exchange Rates. *The Review of Economics and Statistics*, *68*(2), 311-315.

Kessler, D., & Temin, P. (2007). The organization of the grain trade in the early Roman Empire. *The Economic History Review*, *60*(2), 313-332.

Keynes, J. M. (1971). *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie* (Jean de Largentaye, trad.). Paris, Payot. (Ouvrage original publié en 1936 sous le titre The general theory of employment, interest, and money).

Kim, D. H., Lin, S. C., & Suen, Y. B. (2012). Dynamic effects of financial openness on economic growth and macroeconomic uncertainty. *Emerging Markets Finance and Trade*, *48*(1), 25-54.

Kindelberger, C. P., & Aliber, R. Z. (2005). *Manias, panics and crashes: A history of financial crisis*. Palgrave Macmillan, Basingstoke.

Kindleberger, C. P. (1978). *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crisis*. Basic Books, New York.

King, R. G., & Levine, R. (1992). *Financial indicators and growth in a cross section of countries*. *World Bank Policy Research Working Paper, 819*.

King, R. G., & Rebelo, S. T. (1993). Low frequency filtering and real business cycles. *Journal of Economic dynamics and Control*, *17*(1-2), 207-231.

Kiyotaki, N., & Moore, J. (1997). Credit cycles. *Journal of Political Economy*, *105*(2), 211-248.

Klein, M. W. (2003). Capital account openness and the varieties of growth experience*, NBER Working Papers, 9500*.

Klein, M. W. (2005). Capital account liberalization, institutional quality and economic growth: theory and evidence. *NBER Working Paper, 11112*.

Klein, M. W., & Olivei, G. P. (1999). Capital Account Liberalization, Financial Depth and Economic Growth. *NBER Working Papers*, *7384*.

Klein, M. W., & Olivei, G. P. (2008). Capital account liberalization, financial depth, and economic growth. *Journal of international money and finance*, *27*(6), 861-875.

Klemkosky, R. C. (2013). Financial system fragility. *Business Horizons*, *56*(6), 675-683.

Klingebiel, D., & Caprio, G. (1999). Episodes of systemic and borderline financial crises. *Mimeo*, *The World Bank*.

Knell, M. (2015). Schumpeter, Minsky and the financial instability hypothesis. *Journal of Evolutionary Economics*, *25*(1), 293-310.

Kohli, R. (2015). Capital Flows and Exchange Rate Volatility in India: How Crucial Are Reserves?. *Review of Development Economics*, *19*(3), 577-591.

Kokenyne, A. (2010). Face aux afflux croissants de capitaux Pour répondre au récent déferlement de capitaux, certains pays émergents régulent à nouveau les flux. *Finances & Développement, 47*(3), 57.

Koren, M. (2003). Financial globalization, portfolio diversification, and the pattern of international trade. *IMF Working Papers, 03*(233).

Tous droits réservés

Kose, M. A. (2002). Explaining business cycles in small open economies: 'How much do world prices matter?'. *Journal of International Economics*, *56*(2), 299-327.

Kose, M. A., Prasad, E., & Taylor, A. D. (2011). Thresholds in the Process of International Financial Integration. *Journal of International Money and Finance*, *30*(1), 147-179.

Kose, M. A., Prasad, E., & Terrones, M. E. (2003). Financial Integration and Macroeconomic Volatility. *IMF Staff Papers. 03*(50), 119-142.

Kose, M. A., Prasad, E., & Terrones, M. E. (2008). Does openness to international financial flows contribute to productivity growth?. *NBER Working Papers, 14558*.

Kose, M. A., Prasad, E., Rogoff, K., & Wei, S. J. (2006). Financial Globalization: A Reappraisal. *IMF Staff papers*, *56*(1), 8-62.

Kose, M. A., Prasad, E., Rogoff, K., & Wei, S. J. (2009). Financial Globalization: A Reappraisal. *IMF Staff papers*, *56*(1), 8-62.

Kraay, A. (1998). In search of the macroeconomic effects of capital account liberalization. *Mimeo, The World Bank, Washington.*

Krueger, A., & Yoo, J. (2001). Chaebol Capitalism and the Currency-Financial Crisis in Korea, *NBER Conference on Preventing Currency Crises in Emerging Markets*.

Kunieda, T., Okada, K., & Shibata, A. (2014). Corruption, capital account liberalization, and economic growth: Theory and evidence. *International Economics*, *139*, 80-108.

Kunieda, T., Okada, K., & Shibata, A. (2016). Corruption, Financial Development and Economic Growth: Theory and Evidence From an Instrumental Variable Approach With Human Genetic Diversity. *Economic Notes*, *45*(3), 353-392.

La Rochefoucauld, B. (2007). *L'économie du tourisme*. Editions Bréal, Paris.

Lacoste, O. (2009). *Comprendre les crises financières*. Editions Eyrolles, Paris.

Lahrèche-Révil, A. (1999). Taux de change réel et croissance perspectives pour une Zone euro en Méditerranée. *Revue d'économie financière*, *52*, 117-132.

Lane, P. R., & McQuade, P. (2014). Domestic credit growth and international capital flows. *The Scandinavian Journal of Economics*, *116*(1), 218-252.

Lane, P. R., & Milesi-Ferretti, G. M. (2007). The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970–2004. *Journal of international Economics*, *73*(2), 223-250.

Lane, P. R., & Milesi-Ferretti, G. M. (2008). The drivers of financial globalization. *The American economic review*, *98*(2), 327-332.

Leblang, D. (1997). Are Capital Controls Obsolete? Evidence from the Developed and Developing World, 1967–1986. *International Studies Quarterly*, *41*, 435-454.

Légé, P. (2003). 5. La mondialisation est un phénomène inéluctable et sans précédent. In *Petit bréviaire des idées reçues en économie* (pp. 51-61). La Découverte, Paris.

Leite, S. P., & Sundararajan, V. (1990). Issues in interest rate management and liberalization. *Staff Papers, 37*(4), 735-752.

Levine, R. (1996). Foreign banks, financial development, and economic growth. In *International financial markets: Harmonization versus competition* (pp. 224-254). AEI Press, Washington.

Levine, R. (1997). Financial development and economic growth: views and agenda. *Journal of Economic Literature*, *35*(2), 688-726.

Levine, R. (2003). Denying foreign bank entry: implications for bank interest margins. *Central Bank of Chile Working Paper, 222.*

Levine, R. (2005). Finance and growth: theory and evidence. In *Handbook of economic growth*, *1* (pp. 865-934). Elsevier Science, Amsterdam.

Levine, R., Loayza, N., & Beck, T. (2000). Financial intermediation and growth: Causality and causes. *Journal of monetary Economics*, *46*(1), 31-77.

Levy Yeyati, E., Schmukler, S. L., & Van Horen, N. (2009). International financial integration through the law of one price: The role of liquidity and capital controls. *Journal of Financial Intermediation, 18(3), 432-463.*

Levy-Yeyati, E., & Sturzenegger, F. (2003a). A de facto classification of exchange rate regimes: a methodological note. *American Economic Review*, *93*(4), 1173-1193.

Levy-Yeyati, E., & Sturzenegger, F. (2003b). To float or to fix: Evidence on the impact of exchange rate regimes on growth. *The American Economic Review*, *93*(4), 1173-1193.

Levy-Yeyati, E., & Sturzenegger, F. (2005). Classifying exchange rate regimes: Deeds vs. words. *European economic review*, *49*(6), 1603-1635.

Levy-Yeyati, E., L. Y., Sturzenegger, F., & Regio, I. (2002). On the Endogeneity of Exchange Rate Regimes. *Centro de Investigación en Finanzas*, *WP 11.*

Levy-Yeyati, E., Sturzenegger, F., & Gluzmann, P. A. (2013). Fear of appreciation. *Journal of Development Economics*, *101*, 233-247.

Liang, M. H. (1998). Real exchange rate volatility: Does the nominal exchange rate regime matter?. *IMF Working Paper*, *98*(147).

Lipsey, R. E. (2004). Home-and host-country effects of foreign direct investment. In *Challenges to globalization: Analyzing the economics* (pp. 333-382). University of Chicago Press, Chicago.

Tous droits réservés

Loayza, N. V., & Rancière, R. (2006). Financial development, Financial Fragility, and Growth. *Journal of Money, Credit and Banking*, *38*(4), 1051-1076.

Lopez-Mejia, A. (1999). Flux massifs de capitaux : Leurs causes, leurs conséquences et la manière de les gérer. *Finances et Développement, Septembre*, 28-31.

Lucas, R. E. (1982). Interest rates and currency prices in a two-country world. *Journal of Monetary Economics*, *10*(3), 335-359.

Lucas, R. E. (1988). On the mechanics of economic development. *Journal of Monetary Economics*, *22*(1), 3-42.

Lucas, R. E. (1990). Why doesn't capital flow from rich to poor countries?. *The American Economic Review*, *80*(2), 92-96.

Lund, S., Daruvala, T., Dobbs, R., Härle, P., Kwek, J. H., & Falcón, R. (2013). Financial globalization: Retreat or reset. *McKinsey Global Institute*, 2.

MacDonald, R. (2002), Modelling the Long–run Real Effective Exchange Rate of the New Zealand Dollar. *Australian Economic Papers*, *41*, 519–537.

Mallaby, S. (2016). Globalization resets. *Finance and Development, 53(*4), 6-10.

Mammana, C., & Michetti, E. (2008). Endogenous instability in credit-constrained emerging economies with Leontief technology. *Discrete Dynamics in Nature and Society*, *2008*.

Martin, P., & Rey, H. (2002). Financial globalization and emerging markets: With or without crash?, *NBER Working Papers, 9288*.

Martin, P., & Rogers, C. A. (2000). Long-term growth and short-term economic instability. *European Economic Review*, *44*(2), 359-381.

Masten, A. B., Coricelli, F., & Masten, I. (2008). Non-linear growth effects of financial development: Does financial integration matter?. *Journal of International Money and Finance*, *27*(2), 295-313.

Mathieson, D. J. (1979). Financial reform and capital flows in a developing economy. *Staff Papers*, *26*(3), 450-489.

McCombie, J. S., & Thirlwall, A. P. (1999). Growth in an international context: a Post Keynesian view. *Deprez, J. and John Harvey. Foundations of International Economics: Post Keynesian Perspectives.* London, Routledge.

McGuire, P., & Tarashev, N. A. (2008). Bank health and lending to emerging markets. *BIS Quarterly Review*, *décembre*, 67-80.

McKinnon, R. I. (1963). Optimum currency areas. *The American Economic Review*, *53*(4), 717-725.

McKinnon, R. I. (1973). *Money and Capital in Economic Development*. The Brookings Institution, Washington, D.C.

McKinnon, R. I., & Pill, H. (1996). Credible Liberalizations and International Capital Flows: The "Overborrowing Syndrome". In *Financial Deregulation and Integration in East Asia, NBER-EASE Volume 5* (pp. 7-50). University of Chicago Press, Chicago.

McKinnon, R. I., & Pill, H. (1998). International overborrowing: a decomposition of credit and currency risks. *World Development*, *26*(7), 1267-1282.

McKinnon, R., & Schnabl, G. (2004). The East Asian dollar standard, fear of floating, and original sin. *Review of Development Economics, 8*(3), 331-360.

Medhora, R. (1990). The effect of exchange rate variability on trade: The case of the West African Monetary Union's imports. *World Development*, *18*(2), 313-324.

Melitz, M. J. (2005). Comment. In *Does Foreign Investment Promote Development?* (pp. 273-278). Institute for International Economics, Washington D.C.

Mendoza, E. G. (2006). Lessons from the debt-deflation theory of sudden stops*, NBER Working Papers, 11966*.

Merton, R. C., & Bodie, Z. (1995). A conceptual framework for analyzing the financial system. In *The Global Financial System: A Functional Perspective* (pp. 3-31), Harvard Business School Press, Boston

Michalet, C. A. (2004). *Qu'est-ce que la mondialisation?: Petit traité à l'usage de ceux et celles qui ne savent pas encore s' il faut être pour ou contre*. La Découverte, Paris.

Michaud, Y. (2004). *Qu'est-ce que la globalisation?, 12*. Odile Jacob, Paris.

Miniane, J. (2004). A new set of measures on capital account restrictions. *IMF Staff Papers*, *51*(2), 276-308.

Minsky, H. (1982). The Financial-Instability Hypothesis: Capitalist Process and the Behavior of the Economy. In *Financial Crises: Theory, History, and Policy* (pp. 13-39). Cambridge University Press, Cambridge.

Minsky, H. P. (1957). Monetary systems and accelerator models. *The American Economic Review*, *47*(6), 860-883.

Miotti, L., & Plihon, D. (2001). Libéralisation financière, spéculation et crises bancaires. *Économie internationale, 85*(1), 3-36.

Misati, R. N., & Nyamongo, E. M. (2012). Financial liberalization, financial fragility and economic growth in Sub-Saharan Africa. *Journal of Financial Stability*, *8*(3), 150-160.

Tous droits réservés

Mishkin, F. S. (1997). The Causes and Propagation of Financial Instability: Lessons for Policymakers. *Maintaining Financial Stability in a Global Economy*, *Symposium Proceedings, Federal Reserve Bank of Kansas City*, 55-96.

Mishkin, F. S. (2006). *The next great globalization: how disadvantaged nations can harness their financial systems to get rich*. Princeton University Press, Princeton.

Mishkin, F. S. (2009). Globalization and financial development. *Journal of Development Economics*, *89*(2), 164-169.

Mody, A. (2005). Financial reform: What shakes it? What shapes it?, *American Economic Review*, *95*(1), 66-88.

Mody, A., & Murshid, A. P. (2005). Growing up with capital flows. *Journal of International Eeconomics*, *65*(1), 249-266.

Mody, A., & Murshid, A.P. (2011). Growth from International Capital Flows: The Role of Country Specific Volatility Regimes. *IMF Working Paper*, *11*(90).

Montiel, P. J. (1994). Capital mobility in developing countries: some measurement issues and empirical estimates. *World Bank Economic Review*, *8*(3), 311-350.

Moran, T. H., Graham, E. M., & Blomström, M. (2005). *Does Foreign Direct Investment Promote Development?*. Peterson Institute for International Economics, Washington D.C.

Moreno, R., & Von Kleist, K. (2007). What Can BIS Statistics Tell Us About the Risks of Crises in Emerging Markets?. *CGFS Publication, 29*.

Mougani, G. (2012). An Analysis of the Impact of Financial Integration on Economic Activity and Macroeconomic Volatility in Africa within the Financial Globalization Context. *African Development Bank Group Working Papers, 144*.

Mundell, R. A. (1961). A Theory of Optimum Currency Areas. *The American Economic Review*, *51*(4), 657-665.

Mundell, R. A. (1963). Capital Mobility and Stabilization Policy Under Fixed and Flexible Exchange Rates. *Canadian Journal of Economics and Political Science/Revue canadienne de economiques et science politique*, *29*(4), 475-485.

Munro, J. H. (2013). Rentes and the European 'Financial Revolution'. *Handbook of key global financial markets, institutions and infrastructure, Bd*, *1* (pp. 235-249), Elsevier Press, London.

Murphy, A. (2010). *La Banque d'Angleterre, valet de deux maîtres : les actionnaires et l'État (1694-1720)*. Editions Albin Michel, Paris.

Nabli, M. K., & Varoudakis, M. A. (2002). *Exchange rate regime and competitiveness of manufactured exports: The case of MENA countries*. World Bank, Washington D.C.

Neto, D. G., & Veiga, F. J. (2013). Financial globalization, convergence and growth: The role of foreign direct investment. *Journal of International Money and Finance*, *37*, 161-186.

Newey, W. K., & Windmeijer, F. (2009). Generalized method of moments with many weak moment conditions. *Econometrica*, *77*(3), 687-719.

Norrbin, S. C., & Yigit, F. P. (2005). The Robustness of the Link between Volatility and Growth of Output. *Review of World Economics*, *141*(2), 343-356.

O'Donnell, B. (2001). Financial Openness and Economic Performance. *Mimeo, Trinity College Dublin*.

Obstfeld, M. (1984). Rational and self-fulfilling balance-of-payments crises. *NBER Working Papers*, *1486*.

Obstfeld, M. (1992). Risk-Taking, Global Diversification, and Growth. *American Economic Review, 84*(5), 1310-1329.

Obstfeld, M. (1994). Evaluating risky consumption paths: the role of intertemporal substitutability. *European Economic Review*, *38*(7), 1471-1486.

Obstfeld, M. (1998a). *Foreign resource inflows, saving, and growth*, (No.C98-099). University of California. Berkeley.

Obstfeld, M. (1998b). The global capital market: benefactor or menace? *NBER Working Papers 6559*.

Obstfeld, M. (2009). International finance and growth in developing countries: What have we learned?. *IMF Staff Papers*, *56*(1), 63-111.

Obstfeld, M., & Rogoff, K. (1995). The intertemporal approach to the current account. *Handbook of International Economics*, *3*, 1731-1799.

Obstfeld, M., & Rogoff, K. (1996). *Foundations of international macroeconomics* (Vol. 30). Cambridge, MIT press, Cambridge, MA.

Obstfeld, M., & Rogoff, K. (2000). The six major puzzles in international macroeconomics: is there a common cause?. *NBER Macroeconomics Annual*, *15*, 339-390.

Obstfeld, M., & Taylor, A. M. (2003). Globalization and capital markets. In *Globalization in historical perspective* (pp. 121-188). University of Chicago Press, Chicago.

Obstfeld, M., Shambaugh, J. C., & Taylor, A. M. (2010). Financial stability, the trilemma, and international reserves. *American Economic Journal: Macroeconomics*, *2*(2), 57-94.

OCDE (2011). Tirer le meilleur parti des flux de capitaux internationaux. *Perspectives économiques de l'OCDE, 1*.

Tous droits réservés

Okada, K. (2013). The interaction effects of financial openness and institutions on international capital flows. *Journal of Macroeconomics*, *35*, 131-143.

Osada, M., & Saito, M. (2010). Financial integration and economic growth: An empirical analysis using international panel data from 1974-2007. *Research and Statistics Department, Bank of Japan*.

Outlook, O. E. (2011). Getting the Most Out of International Capital Flows. *OECD Economic Outlook*, *1*.

Padoa-Schioppa, T. (2003). Central Banks and Financial Stability: Exploring the Land In Between. *The Transformation of the European Financial System*, *25*, 269-310.

Park, W. A. (1996). Financial liberalization: the Korean experience. In *Financial Deregulation and Integration in East Asia, NBER-EASE Volume 5* (pp. 247-276). University of Chicago Press, Chicago.

Peek, J., & Rosengren, E. S. (2000). Implications of the globalization of the banking sector: the Latin American experience. *New England Economic Review*, *Sep/Oct,* 45-62.

Petrei, A. H., & Tybout, J. (1985). Microeconomic Adjustments in Argentina During 1976–1981: The Importance of Changing Levels of Financial Subsidies. *World Development*, 13(8), 949-967.

Pezzolo, L., & Tattara, G. (2008). "Una fiera senza luogo": Was Bisenzone an international capital market in sixteenth-century Italy?. *The Journal of Economic History*, *68*(4), 1098-1122.

Pintus, P. (2005). International capital mobility and aggregate volatility: the case of credit-rationed open economies. *GREQAM Working Papers 03A10*.

Portes, J. (2013). *Histoire des États-Unis : de 1776 à nos jours*. Armand Colin, Paris.

Posch, O., & Wälde, K. (2011). On the Link Between Volatility and Growth. *Journal of Economic Growth*, *16*(4), 285-308.

Prasad, E., & Rajan, R. G. (2008). A pragmatic approach to capital account liberalization. *The Journal of Economic Perspectives*, *22*(3), 149-172.

Prasad, E., & Wei, S. J. (2005). The Chinese Approach to Capital Inflows: Patterns and Possible Explanations." *IMF Working Papers, 05*(79).

Prasad, E., Rajan, R. & Subramanian, A. (2007c). Le paradoxe des flux de capitaux. Finances *& Développement, 44*(1).

Prasad, E., Rajan, R. G., & Subramanian, A. (2007b). Foreign capital and economic growth. *Brookings Papers on Economic Activity, 38*(2007-1), 153–230.

Prasad, E., Rogoff, K., Wei, S. J., & Kose, M. A. (2003). Effects of financial globalization on developing countries: some empirical evidence. *IMF Occasional Paper 220.*

Prasad, E., Rogoff, K., Wei, S. J., & Kose, M. A. (2007a). Financial globalization, growth and volatility in developing countries. In *Globalization and Poverty* (pp. 457-516). University of Chicago Press, Chicago.

Quah, D. T. (1996). Empirics for economic growth and convergence. *European Economic Review*, *40*(6), 1353-1375.

Quinn, D. (1997). The correlates of change in international financial regulation. *American Political Science Review*, *91*(3), 531-551.

Quinn, D. P., & Jacobson, R. (1989). Industrial policy through the restriction of capital flows: A test of several claims made about industrial policy. *American Journal of Political Science*, 700-736.

Quinn, D. P., & Toyoda, A. M. (2008). Does capital account liberalization lead to growth?. *The Review of Financial Studies*, *21*(3), 1403-1449.

Quinn, D. P., Schindler, M., & Toyoda, A. M. (2010). Measuring capital and financial current account openness. *Encyclopedia of Financial Globalization*.

Quinn, S., & Roberds, W. (2006). An economic explanation of the early Bank of Amsterdam, debasement, bills of exchange, and the emergence of the first central bank. *FRB of Atlanta Working Papers, 2006-13*.

Quinn, S., & Roberds, W. (2014). How Amsterdam got fiat money. *Journal of Monetary Economics*, *66*, 1-12.

Raddatz, C. (2007). Are external shocks responsible for the instability of output in low-income countries?. *Journal of Development Economics*, *84*(1), 155-187.

Rajan, R. G. (2006). Has finance made the world riskier?. *European Financial Management*, *12*(4), 499-533.

Rajan, R. G., & Zingales, L. (2003). The great reversals: the politics of financial development in the twentieth century. *Journal of financial economics*, *69*(1), 5-50.

Ramey, G., & Ramey, V. A. (1994). Cross-Country Evidence on the Link Between Volatility and Growth. *American Economic Review, 85*(5), 1138-1151.

Ramos-Tallada, J. (2013). Le FMI et la gestion des flux de capitaux : la longue route vers une approche pragmatique. *Bulletin de la Banque de France, 192*(2).

Ramsey, F. P. (1928). A mathematical theory of saving. *The Economic Journal*, *38*(152), 543-559.

Tous droits réservés

Rancière, R., Tornell, A., & Westermann, F. (2008). Systemic crises and growth. *Quarterly Journal of Economics, 123*(1), 359–406.

Rappaport, J. (2000). How does openness to capital flows affect growth?. *FRB of Kansas City Research Working Papers, 00-11*.

Razin, A., & Rose, A. (1992). *Business cycle volatility and openness: An exploratory cross-section analysis*, NBER Working Papers, 4208.

Reinhart, C. M., & Rogoff, K. S. (2004). The modern history of exchange rate arrangements: a reinterpretation. *The Quarterly Journal of economics*, *119*(1), 1-48.

Reinhart, C. M., & Rogoff, K. S. (2011). From financial crash to debt crisis. *The American Economic Review*, *101*(5), 1676-1706.

Reinhart, C. M., & Rogoff, K. S. (2013). Banking crises: an equal opportunity menace. *Journal of Banking & Finance*, *37*(11), 4557-4573.

Reinhart, C. M., & Smith, R.T. (2001). Temporary Controls on Capital Inflows. *NBER Working Papers*, *8422*.

Reisen, H., & Soto, M. (2001). Which Types of Capital Inflows Foster Developing-Country Growth?. *International Finance*, *4*(1), 1-14.

Robert, P., Rey-Debove, J., & Rey, A. (2013). *Le petit Robert 2013*. Dictionnaires Le Robert, Paris.

Rodrik, D. (1998). Who needs capital-account convertibility?. *Essays in International Finance*, 55-65.

Rodrik, D. (2001). *The global governance of trade: as if development really mattered*. Report submitted to the UNDP.

Rodrik, D., & Subramanian, A. (2003). The primacy of institutions. *Finance and Development*, *40*(2), 31-34.

Rodrik, D., & Subramanian, A. (2009). Why did financial globalization disappoint?. *IMF Staff Papers, 56(1), 112-138*.

Rodrik, D., & Velasco, A. (1999). Short-term capital flows. *NBER Working Papers, 7364*.

Rogoff, K. S. (2002). Straight talk-rethinking capital controls: When should we keep an open mind. *Finance & development*, *39*(4), 55-56.

Roodman, D. (2009a). A note on the theme of too many instruments. *Oxford Bulletin of Economics and statistics*, *71*(1), 135-158.

Roodman, D. (2009b). How to do xtabond2: An introduction to difference and system GMM in Stata. *Stata Journal*, *9*(1), 86-136.

Rose, A. K. (2000). One money, one market: the effect of common currencies on trade. *Economic Policy*, *15*(30), 08-45.

Rousseau, P. L., & Wachtel, P. (2011). What is happening to the impact of financial deepening on economic growth?. *Economic Inquiry*, *49*(1), 276-288.

Sachs, J., McArthur, J. W., Schmidt-Traub, G., Kruk, M., Bahadur, C., Faye, M., & McCord, G. (2004). Ending Africa's poverty trap. *Brookings Papers on Economic Activity, 2004(1),* 117-240.

Saci, K., Giorgioni, G., & Holden, K. (2009). Does financial development affect growth?. *Applied Economics*, *41*(13), 1701-1707.

Sahay, R., Čihák, M., N'Diaye, P., Barajas, A., Bi, R., Ayala, D., Gao, Y., Kyobe, A., Nguyen, L., Saborowski, C., Svirydzenka, K. & Yousefi, S. R. (2015). Rethinking Financial Deepening: Stability and Growth in Emerging Markets. *IMF Staff Discussion Note*, SDN/15/08.

Sala-I-Martin, X. (1997). I just ran two million regressions. *The American Economic Review*, *87*(2), 178-183.

Sala-I-Martin, X., Doppelhofer, G., & Miller, R.I. (2004). Determinants of long-term growth: a Bayesian averaging of classical estimates (BACE) approach. *American Economic Review*, *94*(4), 813–835.

Sargan, J. D. (1958). The estimation of economic relationships using instrumental variables. *Econometrica: Journal of the Econometric Society, 26*(3), 393-415.

Schinasi, M. G. J. (2004). Defining Financial Stability. *IMF Working Papers, 04*(187).

Schindler, M. (2009). Measuring financial integration: A new data set. *IMF Staff Papers*, *56*(1), 222-238.

Schnabl, G. (2007). Exchange Rate Volatility and Growth in Small Open Economies at the EMU Periphery. *European Central Bank Working Paper, 773*.

Schnabl, G. (2008). Exchange rate volatility and growth in small open economies at the EMU periphery. *Economic Systems*, *32*(1), 70-91.

Schnabl, G. (2009). Exchange rate volatility and growth in emerging Europe and East Asia. *Open Economies Review*, *20*(4), 565-587.

Schneider, M., & Tornell, A. (2004). Balance Sheet Effects, Bailout Guarantees and Financial Crises. *Review of Economic Studies*, *71*(3), 883-913.

Schularick, M., & Steger, T. M. (2006). Does Financial Integration Spur Economic Growth? New Evidence From The First Era Of Financial Globalization. *CESifo Working Papers, 1691*.

Tous droits réservés

Sedik, T. S., & Sun, T. (2012). Effects of Capital Flow Liberalization: What is the Evidence from Recent Experiences of Emerging Market Economies?. *IMF Working Papers, 12-275*.

Sekkat, K., & Varoudakis, A. (2000). Exchange rate management and manufactured exports in Sub-Saharan Africa. *Journal of Development Economics*, *61*(1), 237-253.

Senarclens, P. (2003). *Critique de la mondialisation*. Les Presses de Sciences Po, Paris.

Servén, L. (1997). Uncertainty, Instability, and Irreversible Investment: Theory, Evidence, and Lessons for Africa. *World Bank Policy Research Working Papers, 1722*.

Servén, L. (1998). Macroeconomic Uncertainty and Private Investment in Developing Countries: An Empirical Investigation. *World Bank Policy Research Working Paper, 2035*.

Shatz, H. J. & Tarr, D.G. (2000). Exchange Rate Overvaluation and Trade Protection: Lessons from Experience. *World Bank Policy Research Working Papers, 2289*.

Shaw, E. S. (1973). *Financial Deepening in Economic Development*. Oxford University Press, Oxford.

Shu-Chin, L., & Dong-Hyeon, K. (2014). The link between economic growth and growth volatility. *Empirical Economics*, *46*(1), 43-63.

Smouts, M. C., Battistella, D., & Vennesson, P. (2006). *Dictionnaire des relations internationales : approches, concepts, doctrines*. Dalloz, Paris.

Solow, R. M. (1956). A contribution to the theory of economic growth. *The Quarterly journal of Economics*, *70*(1), 65-94.

Soros, G. (2002). *Guide critique de la mondialisation.* Plon, Paris.

Stein, J. C. (2012). Monetary policy as financial stability regulation. *The Quarterly Journal of Economics*, *127*(1), 57-95.

Stiglitz, J. E. (2000). Capital market liberalization, economic growth, and instability. *World development*, *28*(6), 1075-1086.

Stiglitz, J. E. (2001). Monetary and exchange rate policy in small open economies: the case of Iceland. *Central Bank of Iceland Working Papers, 15*.

Stiglitz, J. E. (2002). *La grande désillusion*. Fayard, Paris.

Stiglitz, J. E. (2006). *Un autre monde*. Fayard, Paris.

Stiglitz, J. E., & Weiss, A. (1981). Credit rationing in markets with imperfect information. *The American Economic Review*, *71*(3), 393-410.

Stöckly, D. (1995). *Le système de l'Incanto des galées du marché à Venise : fin XIIIe-milieu XVe siècle,* 5. Brill, Leyde-Pays-Bas.

Struvé, P. (1921). L'idée de loi naturelle dans la science économique. *Revue d'économie politique*, *35*(3), 294-317.

Stulz, R. M. (1999a). Golbalization, corporate finance, and the cost of capital. *Journal of applied corporate finance*, *12*(3), 8-25.

Stulz, R. M. (1999b). International Portfolio Flows and Security Markets. *NBER Working Papers, 99*(3).

Stulz, R. M. (2006). Financial globalization, corporate governance, and Eastern Europe, *NBER Working Papers, 11912.*

Swan, T. W. (1956). Economic growth and capital accumulation. *Economic Record*, *32*(2), 334-361.

Tamirisa, N. T. (1999). Exchange and capital controls as barriers to trade. *IMF Staff Papers*, *46*(1), 69-88.

Tamirisa, N. T., & Johnston, M. R. (1998). Why Do Countries Use Capital Controls?. *IMF Working Papers, 98*(181).

Tille, C. (2008). Financial integration and the wealth effect of exchange rate fluctuations. *Journal of International Economics*, *75*(2), 283-294.

Tobin, J. (1969). A general equilibrium approach to monetary theory. *Journal of money, credit and banking*, *1*(1), 15-29.

Tornell, A., & Velasco, A. (1992). The tragedy of the commons and economic growth: why does capital flow from poor to rich countries?. *Journal of Political Economy*, *100*(6), 1208-1231.

Trabelsi, M., & Cherif, M. (2017). Capital account liberalization and financial deepening: Does the private sector matter?. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, *64*, 141-151.

Tressel, T., & Verdier, T. (2007). Does Financial Globalization Discipline Politically Connected Firms?. *AFA 2008 New Orleans Meetings Paper.*

Tytell, I., & Wei, S. J. (2003). Does Financial Globalization Induce Better Macroeconomic Policies?. *NBER Working Papers, 04*(84).

Udovitch, A. L. (1970). Theory and Practice of Islamic Law: Some Evidence from the Geniza. *Studia Islamica*, *32*, 289-303.

UNCTAD, (2012). The Paradox of Finance-Driven Globalization. *Policy Brief, January 1*.

Van der Ploeg, F., & Poelhekke, S. (2009). Volatility and the natural resource curse. *Oxford Economic Papers*, *61*(4), 727-760.

Tous droits réservés

Vercelli, A. (2000). Structural financial instability and cyclical fluctuations. *Structural Change and Economic Dynamics*, *11*(1-2), 139-156.

Viaene, J. M., & De Vries, C. G. (1992). International trade and exchange rate volatility. *European Economic Review*, *36*(6), 1311-1321.

Von Glahn, R. (2012). Cycles of Silver in Chinese Monetary History. In *The Economic History of Lower Yangzi Delta in Late Imperial China: Connecting Money, Markets, & Institutions* (pp. 17-71), Routledge, London.

Voth, H. J. (2003). Convertibility, currency controls and the cost of capital in Western Europe, 1950-1999. *International Journal of Finance & Economics*, *8*(3), 255-276.

Wei, S. J. (2000). How taxing is corruption on international investors?. *The Review of Economics and Statistics*, *82*(1), 1-11.

Wei, S. J. (2006). Connecting two views on financial globalization: Can we make further progress?. *Journal of the Japanese and International Economies*, *20*(4), 459-481.

Wellink, N. (2002). Current Issues in Central Banking. *Oranjestad: Central Bank of Aruba, 14*.

White, H. (1980). A heteroskedasticity-consistent covariance matrix estimator and a direct test for heteroskedasticity. *Econometrica, 48*(4), 817-838.

Williamson, J., & Mahar, M. (1998). A Survey of Financial Liberalization. *Essais in International Financ, Princeton University, 211.*

Windmeijer, F. (2005). A finite sample correction for the variance of linear efficient two-step GMM estimators. *Journal of Econometrics*, *126*(1), 25-51.

World Bank. (1997). Private Capital Flows to Developing Countries. *Policy Research Report.*

Wyplosz, C. (2004). Financial instability in emerging market countries: Causes and remedies. In *Forum on Debt and Development (FONDAD) Conference 'Stability, growth and the search for a New Development Agenda: Reconsidering the Washington Consensus'* (pp. 125-144). Santiago, Chile.

Table des figures

Figure 0.1 Les entrées nettes de capitaux dans les marchés émergents (1990-2015)..... - 14 -
Figure 1.1 Déréglementation du compte financier en 1985 et 2010..... - 59 -
Figure 1.2 Globalisation financière et commerce international dans le monde (1980-2008)..... - 60 -
Figure 2.1 Flux bruts internationaux de capitaux par groupe de pays (Sommes des flux entrants et sortants, en pourcentages du PIB mondial) ..... - 75 -
Figure 2.2 Flux mondiaux bruts et nets transfrontaliers en % du PIB mondial..... - 80 -
Figure 2.3 Effets d'un accroissement du taux d'intérêt réel sur l'épargne globale (domestique et étrangère), l'investissement et la croissance économique ..... - 99 -
Figure 2.4 Deux points de vue théoriques relatifs à l'impact de la globalisation financière sur le développement économique ..... - 113 -
Figure 4.1 Globalisation financière et croissance économique ..... - 213 -
Figure 5.1 Part de la globalisation par l'endettement dans le PIB et croissance économique..... - 295 -

Table des graphiques

Graphique 1.1 L'incidence de la mobilité des capitaux sur les crises bancaires dans le monde (1800-2008)..... - 57 -
Graphique 1.2 Crises financières dans le monde (1950-2010)..... - 62 -
Graphique 1.3 Crises bancaires et d'endettement dans le monde (1900-2008) ..... - 62 -

Liste des tableaux

Tableau 4.1 Estimations de base : effets directs ..... - 218 -
Tableau 4.2 Estimations de base : effets indirects ..... - 223 -
Tableau 4.3 Présentation des variables ..... - 371 -
Tableau 4.4 Liste des pays de l'échantillon ..... - 372 -
Tableau 4.5 Tests de robustesse effets directs : changement de variables de contrôle ..... - 373 -
Tableau 4.6 Tests de robustesse effets indirects : changement de variables de contrôle ..... - 374 -
Tableau 4.6 bis Tests de robustesse effets indirects : changement de variables de contrôle ..... - 375 -
Tableau 4.7 Tests de robustesse effets directs : changement d'horizon temporel ..... - 376 -
Tableau 4.8 Tests de robustesse effets indirects : changement d'horizon temporel ..... - 377 -
Tableau 4.8 bis Tests de robustesse effets indirects: changement d'horizon temporel ..... - 378 -
Tableau 4.9 Statistiques descriptives (données annuelles) ..... - 379 -
Tableau 4.10 Corrélations : globalisation financière et croissance (données annuelles) ..... - 379 -
Tableau 4.11 Corrélations : globalisation financière et croissance (données quinquennales) ..... - 379 -
Tableau 4.12 Corrélations : variables utilisées (données annuelles) ..... - 380 -
Tableau 5.1 Estimations de base : effets directs ..... - 280 -
Tableau 5.2 Estimations de base : effets indirects ..... - 286 -
Tableau 5.3 Présentation des variables ..... - 383 -
Tableau 5.4 Liste des pays de l'échantillon ..... - 384 -
Tableau 5.5 Tests de robustesse effets directs : changement de variables d'instabilité financière ..... - 385 -
Tableau 5.5 bis Tests de robustesse effets directs : changement de variables d'instabilité financière ..... - 386 -
Tableau 5.6 Tests de robustesse effets indirects : changement de variables d'instabilité financière ..... - 387 -
Tableau 5.6 bis Tests de robustesse effets indirects : changement de variables d'instabilité financière ..... - 388 -
Tableau 5.7 Tests de robustesse effets directs : changement de variables de contrôle ..... - 389 -
Tableau 5.8 Tests de robustesse effets indirects : changement de variables de contrôle ..... - 390 -
Tableau 5.9 Tests de robustesse effets directs : changement d'horizon temporel (1972-2006) ..... - 391 -
Tableau 5.10 Tests de robustesse effets indirects : changement d'horizon temporel (1972-2006) ..... - 392 -
Tableau 5.11 Tests de robustesse effets directs : changement d'horizon temporel (1972-2001) ..... - 393 -
Tableau 5.12 Tests de robustesse effets indirects : changement d'horizon temporel (1972-2001) ..... - 394 -
Tableau 5.13 Tests de robustesse : part de la globalisation par l'endettement dans le PIB ..... - 395 -
Tableau 5.13 bis Tests de robustesse : part de la globalisation par l'endettement dans le PIB ..... - 396 -
Tableau 5.14 Tests de robustesse : part de la globalisation par l'endettement dans le PIB (1972-2006/1972-2001) ..... - 397 -
Tableau 5.15 Statistiques descriptives (données annuelles) ..... - 398 -
Tableau 5.16 Corrélations : globalisation et instabilité financières (données quinquennales) ..... - 398 -
Tableau 5.17 Corrélations : variables utilisées (données annuelles) ..... - 399 -
Tableau 6.1 Estimations de base ..... - 345 -

Tous droits réservés

Tableau 6.2 Liste des pays de l'échantillon.....- 401 -
Tableau 6.3 Présentation des variables.....- 402 -
Tableau 6.4 Tests de robustesse : changement de variables d'instabilité monétaire.....- 403 -
Tableau 6.4 bis Tests de robustesse : changement de variables d'instabilité monétaire .....- 404 -
Tableau 6.5 Tests de robustesse : changement de variables de contrôle.....- 405 -
Tableau 6.6 Tests de robustesse : changement de la variable dépendante .....- 406 -
Tableau 6.6 bis Tests de robustesse : changement de la variable dépendante.....- 407 -
Tableau 6.7 Part de la globalisation par l'endettement dans le PIB et croissance.....- 408 -
Tableau 6.7 bis Part de la globalisation par l'endettement dans le PIB et croissance .....- 409 -
Tableau 6.8 Corrélations : globalisation financière et instabilité monétaire (données quinquennales)...- 410 -
Tableau 6.9 Corrélations : variables utilisées (données annuelles) .....- 411 -
Tableau 6.10 Statistiques descriptives (données annuelles).....- 412 -

Table des matières

Remerciements ..... - 7 -

Sommaire ..... - 11 -

Introduction générale ..... - 13 -

Première partie : De la globalisation financière ..... - 23 -

Introduction de la première partie ..... - 25 -

Chapitre 1 : La genèse de la globalisation financière ..... - 27 -

Introduction ..... - 27 -

I. Les échanges financiers dans le monde : de l'antiquité au XIX^{e} siècle ..... - 28 -

I.1 Les empires antiques et médiévaux ..... - 28 -

I.2 Les cités-Etats ..... - 32 -

I.3 Les Etats-nations ..... - 36 -

II. Les premiers pas de la globalisation financière : du XIX^{e} siècle au début du XX^{e} siècle…….. ..... - 44 -

II.1 L'essor de la finance britannique ..... - 44 -

II.2 La finance britannique locomotive de la première globalisation financière ..... - 46 -

III. La marche de la globalisation financière enrayée : les deux guerres, la Grande Dépression et les Trente Glorieuses ..... - 53 -

III.1 L'entre-deux-guerres ..... - 53 -

III.2 Bretton Woods et les Trente Glorieuses ..... - 54 -

IV. La globalisation financière actuelle : de la fin de Bretton Woods jusqu'à nos jours…… ..... - 58 -

Conclusion ..... - 63 -

Chapitre 2 : La globalisation financière : définitions, mesures et thèses ..... - 67 -

Introduction ..... - 67 -

I. Globalisation financière : définitions et mesures ..... - 67 -

I.1 La globalisation financière : définitions ..... - 68 -

I.1.1 La mondialisation ..... - 68 -

I.1.2 La globalisation ..... - 70 -

I.1.3 La globalisation financière ..... - 71 -

I.2 Les mesures de la globalisation financière ..... - 80 -

I.2.1 Les mesures *de jure* ..... - 81 -

I.2.2 Les mesures *de facto* ..... - 86 -

I.2.3 Les mesures *de jure* versus les mesures *de facto* ..... - 88 -
II. Les thèses de la globalisation financière ..... - 91 -
II.1 Les thèses de la convergence par l'accumulation et l'allocation du capital ..... - 92 -
II.1.1 Une meilleure mobilisation et allocation de l'épargne pour une convergence plus rapide ..... - 94 -
II.1.2 Un plus grand partage et diversification des risques pour une baisse du coût du capital ..... - 106 -
II.2 Les thèses de la convergence par l'amélioration de la productivité des facteurs de production ..... - 111 -
II.2.1 Un meilleur développement et stabilité du système financier domestique ..... - 114 -
II.2.2 Une spécialisation plus facile et efficace de l'appareil productif ..... - 123 -
II.2.3 Des choix politiques plus productifs et une meilleure gouvernance et qualité des institutions ..... - 126 -
II.2.4 L'envoi de signaux positifs aux investisseurs étrangers ..... - 131 -
Conclusion ..... - 133 -
Conclusion de la première partie ..... - 136 -
Deuxième partie : Globalisation financière et croissance économique ..... - 141 -
Introduction de la deuxième partie ..... - 143 -
Chapitre 3 : Globalisation financière et croissance économique : une analyse de la littérature empirique ..... - 147 -
Introduction ..... - 147 -
I. La globalisation financière a un effet positif net sur la croissance économique ..... - 149 -
II. La globalisation financière a un effet mitigé sur la croissance économique : l'approche globale ..... - 154 -
III. La globalisation financière a un effet mitigé sur la croissance économique : l'approche catégorielle ..... - 170 -
IV. La globalisation financière a un effet négatif ou non significatif net sur la croissance économique ..... - 177 -
V. La relation globalisation financière et croissance économique : les raisons de la controverse empirique ..... - 186 -
Conclusion ..... - 191 -
Chapitre 4 : Globalisation financière et croissance économique : une étude empirique ..... - 195 -
Introduction ..... - 195 -
I. Méthodologie ..... - 198 -
I.1 Echantillon et horizon temporel ..... - 199 -

Tous droits réservés

I.2 Variables utilisées ..... - 201 -
I.2.1 Les indicateurs de globalisation financière ..... - 201 -
I.2.2 Les variables de contrôle ..... - 203 -
I.3 Modèles utilisés ..... - 204 -
I.4 Méthode d'estimation ..... - 206 -
II. Résultats des estimations de base ..... - 211 -
II.1 Résultats des droites de régression ..... - 211 -
II.2 Résultats des estimations des modèles ..... - 214 -
III. Tests de robustesse ..... - 224 -
III.1 Ajout de variables de contrôle ..... - 224 -
III.2 Changement de période d'estimation ..... - 225 -
Conclusion ..... - 227 -
Conclusion de la deuxième partie ..... - 231 -
Troisième Partie : Globalisation financière, instabilités, financière et monétaire, et croissance économique ..... - 235 -
Introduction de la troisième partie ..... - 237 -
Chapitre 5 : Globalisation financière, instabilité financière et croissance économique ..... - 243 -
Introduction ..... - 243 -
I. Globalisation financière, instabilité financière et croissance économique : cadre théorique ..... - 244 -
I.1 Instabilité financière : mécanismes, définitions et mesures ..... - 245 -
I.1.1 Les mécanismes de l'instabilité financière ..... - 245 -
I.1.2 Les définitions de l'instabilité financière ..... - 252 -
I.1.3 Les mesures de l'instabilité financière ..... - 256 -
I.2 Instabilité financière et croissance économique : une revue de la littérature ..... - 258 -
I.2.1 Les effets de l'instabilité financière sur la croissance ..... - 259 -
I.2.2 Les effets de l'instabilité financière sur les déterminants de la croissance ..... - 260 -
I.3 Globalisation financière et instabilité financière : une revue de la littérature ..... - 263 -
II. Globalisation financière, instabilité financière et croissance économique : une étude empirique ..... - 270 -
II.1 Méthodologie ..... - 270 -
II.1.1 Echantillon et horizon temporel ..... - 270 -
II.1.2 Variables utilisées ..... - 272 -

II.1.2.1 Les variables d'intérêt ..... - 272 -
II.1.2.2 Les variables de contrôle ..... - 274 -
II.1.3 Modèles utilisés ..... - 275 -
II.1.4 Méthode d'estimation ..... - 276 -
II.2 Résultats des estimations de base ..... - 277 -
II.3 Tests de robustesse ..... - 287 -
II.3.1 Variables d'instabilité financière alternatives ..... - 287 -
II.3.2 Changement de variables de contrôle ..... - 291 -
II.3.3 Changement de période d'estimation ..... - 292 -
II.3.4 L'insertion de l'indicateur de la part de la globalisation par l'endettement dans le PIB ..... - 292 -
Conclusion ..... - 296 -
Chapitre 6 : Globalisation financière, instabilité monétaire et croissance économique ..... - 301 -
Introduction ..... - 301 -
I. Globalisation financière, instabilité monétaire et croissance économique : une revue de la littérature.... ..... - 303 -
I.1 Instabilité monétaire et croissance : une revue de la littérature ..... - 303 -
I.1.1 Fluctuations des taux de change et croissance : une revue de la littérature théorique ..... - 304 -
I.1.1.1 Fluctuations des taux de change et croissance : les effets négatifs ..... - 304 -
I.1.1.2 Fluctuations des taux de change et croissance : les effets positifs ..... - 308 -
I.1.2 Fluctuations des taux de change et croissance : une revue de la littérature empirique ..... - 309 -
I.1.2.1 Fluctuations des taux de change et croissance : les effets négatifs ..... - 309 -
I.1.2.2 Fluctuations des taux de change et croissance : les effets positifs ..... - 312 -
I.2 Globalisation financière et instabilité monétaire : une revue de la littérature ..... - 315 -
I.2.1 Globalisation financière et fluctuations du taux de change : une revue de la littérature théorique ..... - 316 -
I.2.2 Globalisation financière et fluctuations du taux de change : une revue de la littérature empirique ..... - 320 -
II. Globalisation financière, instabilité monétaire et croissance économique : une étude empirique ..... - 327 -
II.1 Qu'entend-on par « instabilité monétaire » ? ..... - 329 -
II.2 Méthodologie ..... - 330 -

Tous droits réservés

II.2.1 Description des données ..... - 331 -
II.2.1.1 Les indicateurs de globalisation financière ..... - 331 -
II.2.1.2 Les indicateurs d'instabilité monétaire ..... - 332 -
II.2.1.3 Les variables de contrôle ..... - 335 -
II.2.2 Modèles utilisés ..... - 336 -
II.2.2 Méthode d'estimation ..... - 337 -
II.3 Résultats des estimations de base ..... - 339 -
II.4 Tests de robustesse ..... - 346 -
II.4.1 Variables alternatives d'instabilité monétaire ..... - 346 -
II.4.2 Modification des variables de contrôle ..... - 347 -
II.4.3 Changement de la variable à expliquer ..... - 348 -
II.4.4 L'insertion de l'indicateur de la part de la globalisation par l'endettement dans le PIB ..... - 349 -
Conclusion ..... - 352 -
Conclusion de la troisième partie ..... - 355 -
Conclusion Générale ..... - 359 -
Annexes ..... - 369 -
Annexes du chapitre 4 ..... - 371 -
Annexes du chapitre 5 ..... - 383 -
Annexes du chapitre 6 ..... - 401 -
Bibliographie ..... - 415 -
Table des figures ..... - 449 -
Table des graphiques ..... - 449 -
Liste des tableaux ..... - 450 -
Table des matières ..... - 453 -