

La problématique de l'intégration financière et monétaire dans le cadre de la NPV : Approche institutionnelle et calcul de seuils de développement

Samaouel Béji, doctorant à la FSEG Tunis

Résumé :

L'élargissement de l'Union Européenne depuis le 1 mai 2004, pour contenir 10 nouveaux membres a exigé une redéfinition de la politique européenne de voisinage qui a vu le jour au lendemain du processus de Barcelone. En effet, l'élargissement géographique de l'étendue de l'Europe lui a imposé une nécessité de redéploiement institutionnel et politique. C'est dans ce nouveau cadre dicté par de nouvelles évolutions que s'inscrit la Nouvelle Politique Européenne de Voisinage (NPEV) qui vise à assurer entre les nouveaux Etats membres et l'Union Européenne des relations étroites et pacifiques fondées sur la coopération. Ainsi plusieurs champs d'action sont prévus pour être compris dans le viseur de cette NPEV, comme l'énergie, la justice, la lutte contre l'immigration clandestine, le dialogue politique, la justice, la lutte contre le terrorisme et une intégration monétaire, financière au sein de l'espace EUROMED. C'est dans l'objectif d'étudier la possibilité d'établir une intégration financière et monétaire entre les pays du sud de la Méditerranée et les pays européens que s'inscrit cet article. Pour y parvenir, nous proposerons d'abord un essai d'analyse des systèmes financiers dans les pays du sud de la Méditerranée et la problématique de leur développement afin d'en dégager les points forts, les points faibles et les similitudes. L'analyse de la situation du développement financier dans les pays de la région révèle un déficit institutionnel et une qualité « médiocre » de l'environnement légal qui prive le système financier de se développer et de se prémunir des risques inhérents à une ouverture financière hâtive et une intégration des marchés domestiques avec les marchés internationaux. Dans cet article on va insister sur le rôle des institutions et d'un environnement légal et institutionnel adéquat capable de former une assise à un développement financier sain, pour ensuite montrer par une étude économétrique comprenant les 10 pays du bassin sud de la Méditerranée sur la période 1980-2005 qu'une ouverture financière nécessaire à une intégration financière et monétaire dans l'état actuel de l'environnement institutionnel et légal ne peut qu'affaiblir et ralentir la marche vers le développement financier dans ces pays. En profitant de cette étude, on a calculé des seuils de développement légal à partir desquels une ouverture financière peut produire du développement financier. Il a été question aussi de tester l'importance du gradualisme dans le processus de libéralisation et d'ouverture. A cet égard, on a essayé de savoir si la libéralisation commerciale est une condition nécessaire ou non à la l'ouverture financière, et s'il y a une relation inverse entre les deux types d'ouverture. Les résultats de cette dernière étude, nous a montré qu'outre le fait que la libéralisation commerciale doit précéder l'ouverture financière, il existe une relation inverse entre ces deux types d'ouvertures et ce contrairement aux études empiriques effectuées pour d'autres régions dans le monde.

L'intégration financière et monétaire des pays du sud de la Méditerranée avec les pays de l'espace européen fait partie intégrante des contours de la NPEV dictée par les nouvelles adhésions à l'UE. L'objectif de cette nouvelle politique est de créer de nouvelles opportunités d'investissement des deux côtés de la Méditerranée susceptibles d'améliorer l'usage et le placement des ressources financières dans la région. Concrètement, il s'agit d'une levée des frontières virtuelles entre les places financières des deux côtés afin de permettre une libre circulation des capitaux. A l'image de l'instauration de la libre circulation des biens qui fut instaurée dans le souci de rechercher l'efficacité économique. Sauf que contrairement à la circulation des biens et des services, une circulation transnationale et transfrontalière des capitaux pose un réel problème du fait du caractère spécifique des systèmes financiers. En effet, la particularité qui caractérise l'étude du système financier demeure dans sa sensibilité et l'importance de la tâche qui lui est assignée dans une économie donnée. Les arguments théoriques en faveur du rôle du système financier dans la promotion et le développement d'un pays mettent en exergue sa capacité à identifier les meilleures opportunités d'investissement, à mobiliser l'épargne, à diversifier les risques et à faciliter l'échange des biens et services. Et quand on connaît la nécessité imminente de trouver ce cadre pour les pays du sud de la Méditerranée, on comprend mieux l'importance et l'ampleur de la place occupée par le secteur financier dans la prise de décision et le choix des objectifs de politiques économiques. Mais ceci n'explique pas seulement le caractère spécifique des systèmes financiers. Une intégration financière et monétaire est problématique du fait qu'elle exige un ensemble de conditions préalables et la nécessité de préparer un cadre adéquat à cette intégration. Autrement dit, la nécessité de se doter de structures propices à une transition vers une ouverture saine et sans dangers, autant que la nécessité de procéder par étapes, sans précipitation et en suivant une démarche progressive. Les exemples des autres pays émergents surtout en sud est asiatique et en Amérique Latine nous ont montré les dangers et les risques d'une intégration financière précipitée et sans la mise en place des structures préparatrices. C'est dans cette optique que s'inscrit la démarche de cet article, puisqu'il s'agit de montrer la nécessaire dotation d'une structure institutionnelle indispensable pour une transition vers une ouverture financière et une levée des contrôles et des restrictions sur les contrôles de capitaux, comme c'est montré par les nouvelles théories qui s'intéressent à la problématique du développement financier. Notre interrogation principale est donc, de savoir si les pays du Sud de la Méditerranée sont suffisamment préparés à une intégration financière et monétaire dans le cadre de la NPEV, si ils n'encourent pas de risques de crises financières et donc de récession économique ce faisant, et quelles sont sinon les étapes à franchir et les politiques à adopter avant d'oser « sauter le pas » et s'ouvrir à une intégration financière et monétaire.

Le reste de l'article est organisé comme suit ; une première section est dédiée à un aperçu de l'état du développement financier pour les pays de la région en se basant sur des statistiques du développement adoptées par la Banque Mondiale. La deuxième section présente le cadre théorique de la nouvelle conception de la libéralisation financière « mesurée » par rapport à ses deux volets : l'importance de l'environnement légal et institutionnel et la nécessité du gradualisme (le terme original est le « sequencing »). La troisième section est réservée à une analyse économétrique sur des données de panel appliquée sur les dix pays du bassin sud de la Méditerranée entre les années 1980-2005 pour étudier l'effet de long terme d'une ouverture du compte capital sur le développement financier « cadré » par le niveau de développement légal et institutionnel, une étude du sens de cette causalité ainsi qu'un test sur la nécessité ou non de procéder par une libéralisation commerciale avant une ouverture financière. La quatrième section présente les conclusions.

I. Aperçu général sur la situation des systèmes financiers des pays de la région

Les gouvernements des pays du bassin sud de la Méditerranée ont entamé depuis les deux dernières décennies des programmes de mise à niveau et de restructuration de leurs systèmes financiers visant ainsi à créer les conditions idéales à l'essor et au développement de leurs banques et marchés financiers pour une participation plus active, et un rôle plus important dans l'économie. A cet égard, il existe des différences significatives entre les niveaux de développement financier des pays de la région, et que même le développement financier relatif enregistré demeure bien en retard par rapport à celui enregistré dans d'autres régions du monde, comme dans les pays du Sud-Est asiatique, par exemple. Parmi les facteurs qui retardent un développement économique, plus accéléré, les experts du FMI, ou encore ceux de la Commission Européenne qui s'intéressent à la situation financière des pays méditerranéens partenaires, dénotent que l'environnement institutionnel et légal n'est pas en synergie avec les progrès enregistrés dans le secteur financier. Dans ce qui suit, On va exposer l'étude de quelques indicateurs qui vont nous aider à analyser l'état actuel de développement des systèmes financiers dans la région.

- M2/PIB

Ce ratio nous donne une idée sur la taille et l'approfondissement du secteur financier et du développement financier. Le ratio tend à accroître quand le système financier se développe, quand la portée des instruments d'épargne s'élargit et quand la liquidité s'accroît dans l'économie. Il tend par contre à baisser quand les formes d'épargne non placée auprès des banques se développent, puisque l'agrégat M_2 est la somme de M_1 (qui est la valeur des billets de banque, des monnaies divisionnaires en circulation, des dépôts à vue en dinars mobilisables par chèques, gérés par les établissements de crédit et la poste) et la quasi monnaie qui sont les livrets bancaires ordinaires (dépôts à terme), les certificats de dépôts, les comptes spéciaux d'épargne, les autres comptes d'épargne et les avoirs en devises étrangères. Le tableau. 1 en annexes fournit une évolution de ce ratio pour les pays concernés depuis 1970.

Les données enregistrées dans le tableau 1, montrent que la Jordanie bénéficie d'un secteur financier relativement « approfondi » par rapport aux autres pays de la région. Il y a eu aussi un accroissement de ce ratio pendant la dernière décennie, au Maroc, la Tunisie et la Syrie qui nous renseigne qu'il y a une amélioration de l'accès aux services offerts par le secteur bancaire dans ces pays. Le ratio a enregistré aussi un accroissement pour l'Egypte, malgré un léger changement enregistré à partir du milieu des années 80. En Algérie, le ratio a commencé à baisser à partir des années 90, mais cette baisse est due, vraisemblablement, à une augmentation plus rapide du PIB par rapport à l'agrégat M_2 , grâce à l'amélioration des recettes d'exportation du pétrole et de l'énergie. Probablement aussi, c'est du à l'introduction de nouveaux instruments financiers comme c'est le cas de la Jordanie qui a entrepris des réformes du secteur financier à partir de cette date. Toutefois, il faut relativiser la portée de ce critère dans l'évaluation du développement financier. Selon la théorie de McKinnon et Shaw, le développement financier est réalisable par le biais d'une libéralisation des taux d'intérêt. Le rapport de la Banque Mondiale sur les systèmes financiers en 1989 tempère ce constat en soulignant que l'approfondissement financier n'a eu lieu que dans les pays ayant connu une faible inflation, ce qui exclut une grande partie des pays d'Amérique Latine. Assidon (1996) note qu'« on a bien assisté jusqu'au début des années quatre vingt dans les pays d'Asie du Sud-Est à un approfondissement financier côté épargne et côté offre de crédits par les banques, mais ces deux volets ont été disjointes par l'instauration, de fait, d'au moins deux taux d'intérêt,

l'un incitatif pour l'épargne, l'autre incitatif pour l'investissement ». L'approfondissement financier n'était pas la conséquence d'un marché financier pur où l'offre des fonds prêtables égalise sa demande, mais plutôt le fruit d'une intervention étatique, ce qui contredit les recommandations des auteurs de l'école de la libéralisation financière¹.

- **Les crédits domestiques par rapport au PIB**

Le ratio des crédits domestiques par rapport au PIB, peut donner une indication sur le degré selon lequel le secteur bancaire formel joue un rôle dans les pays de la région. Le tableau 2, nous fournit une illustration de l'évolution de ce ratio pour l'ensemble des pays sélectionnés.

Le ratio a connu une augmentation dans beaucoup de pays particulièrement en Turquie et au Maroc à partir de 1990. Une analyse plus approfondie des données montre que l'augmentation rapide des crédits domestiques, en termes absolus, en 1990 est expliquée par une augmentation de la demande de financement de l'Etat par les banques commerciales, et que le PIB a connu une croissance deux fois plus importante que celle des crédits, grâce à l'amélioration des recettes pétrolières. Quoiqu'en Israël, la proportion des crédits domestiques par rapport au PIB a baissé à partir de 1980, et ceci est dû essentiellement à une constante diminution de la demande de financement du gouvernement par les banques, parallèlement à une diminution du déficit budgétaire, avec une part de crédits au secteur privé qui demeure constante. Tout ça pour dire que la simple mesure de la part du crédit domestique dans le PIB ne permet pas d'avoir une indication complète et une idée plus claire sur le développement du secteur financier. Il convient alors d'analyser la composition même des crédits domestiques. Le clivage entre le secteur public et le secteur privé dans la composition des crédits domestiques peut donner une indication sur le rôle de l'Etat dans le secteur financier et le secteur réel de l'économie. A titre d'exemple, la participation étatique est relativement élevée en Algérie où moins de 20%² des crédits sont alloués au secteur privé. Cette part faible de financement du secteur privé par les banques est expliquée par un climat qualifié de « risqué » et non propice au lancement de projets d'investissement. Ajoutons à cela, une réticence des banques à prêter étant donné la part importante de crédits accordés à des projets improductifs pour les entreprises étatiques. C'est pratiquement, la même situation qui prévaut en Syrie où l'Etat domine, le ratio est autour de 30% (à peu près 10% du PIB)³. Néanmoins, dans les pays qui ont entrepris des réformes de leurs secteurs financiers comme l'Egypte et le Maroc, la part des crédits au secteur privé par rapport à la totalité des crédits s'est améliorée à partir de 1990. En Egypte, cette part a passé de 30% au début des années 1990 à 60% à la fin de la décennie. Alors qu'au Maroc, ce ratio passe de 34% à 60% pour la même période⁴.

- **Les marchés des capitaux**

Il existe dans la région, un grand nombre de bourses de valeurs mobilières. Quelques unes ont été créées depuis très longtemps et leurs existences remontent même au début de ce siècle comme celle du Maroc, qui a été créée en 1920, ou encore celle du Liban. Alors que

¹ Turquin. S (2005) : « De la libéralisation financière radicale à la libéralisation financière réglementée : les enjeux de Bâle 2 dans la prévention des crises bancaires des pays émergents ». Thèse soutenue à l'Université Toulouse I. P : 42

² Ian Hoskins (2003) : « Financial System Development, Bank and Non-Bank Finance, in Mediterranean Partner Countries ». La 2ème Session du « L'Euro-Mediterranean Regional Economic Dialogue » (Rome, 20 octobre 2003) P : 6.

³ Idem

⁴ Idem

celle de l’Egypte est devenue très active dès 1940. Les réformes des structures légales ainsi que le progrès technologique enregistré en 1990 ont contribué à l’amélioration de l’environnement de ces marchés de capitaux et donc à leur développement. Sans oublier, les politiques de privatisation des compagnies étatiques qui ont impulsé l’expansion des marchés de capitaux. Toutefois, les marchés financiers des pays de la région présentent des caractéristiques similaires. En l’occurrence, un faible niveau de volume de transactions, une taille limitée et une faible participation des firmes à ces marchés.

En termes absolus, les niveaux de capitalisation boursière sur les marchés financiers des pays de la région sont faibles, si on les compare à ceux enregistrés dans des marchés financiers d’autres pays émergents, même si en termes de pourcentage du PIB, la Jordanie et le Maroc sont relativement mieux lotis par rapport à ces pays. Mais, même si la capitalisation est importante, les volumes de transactions sont insuffisants avec des ratios de turnover qui se situent au niveau de l’un quart ou le un cinquième de ceux des pays de l’OCDE. Cela est dû principalement au nombre limité d’entreprises cotées en bourse. En effet, la Tunisie compte 50 entreprises cotées, alors que le Maroc en compte 53 et le Liban 13 en 2002. La Turquie dispose de 265 firmes ayant des actions en bourse, alors que l’Egypte enregistre le « record » avec 1072 firmes en 2003, même si la majorité de ces entreprises sont de petite taille avec un volume d’activité limité. En général, le volume d’activité est faible partout sur les places financières de la région avec quasiment l’absence de marchés secondaires. Il paraît donc évident de conclure que le recours aux marchés des capitaux pour financer et monter des projets d’investissement reste une alternative de « second ordre » pour les entreprises de la région.

Il existe plusieurs raisons qui expliquent le faible niveau d’activité sur les marchés financiers de la région. Parmi les plus importants, on peut citer la place dominante occupée par les entreprises étatiques qui limitent l’émission d’actions, la structure familiale de la plupart des entreprises qui excluent le partage du capital avec les parties qui ne sont pas de la famille, de peur de perdre le contrôle de l’entreprise, et la participation étrangère est aussi limitée pour diverses raisons, parmi lesquelles il y a, la situation de l’environnement macroéconomique, la faiblesse de la régulation et l’insuffisance de la législation sur les droits de propriété. On peut même « soupçonner » le facteur religieux d’être un élément déterminant dans le retard accusé par les marchés financiers de la région. Puisque les pays concernés sont pour la plupart de religion musulmane, qui considèrent comme pêché le fait de placer son argent dans des valeurs mobilières et en recevoir des intérêts après une certaine période de temps. Ce qui n’encourage pas les entreprises à recourir aux marchés des capitaux faute de fonds prêtables suffisants dû justement à la réticence des épargnants. Il est vrai aussi, que le placement bancaire présente les mêmes principes que celui boursier, mais il est partout perçu comme « un mal nécessaire » susceptible en plus d’être remédié par la création de banques islamiques (à titre d’exemple, l’Algérie en compte une, la Jordanie deux, l’Egypte aussi) ce qui n’est pas encore le cas des marchés financiers. Ceci étant, les spécialistes et autres experts pensent qu’un désengagement de l’Etat des entreprises étatiques, la privatisation des monopoles de l’Etat et surtout une amélioration des structures légales en matière de respect de contrats et de droits de propriété pourraient conduire à une amélioration de la situation des places financières dans les pays du bassin sud de la Méditerranée.

La majorité des experts et analystes qui s’intéressent au développement financier des pays de la région dénotent l’importance d’une bonne gouvernance et d’une amélioration de la qualité des institutions pour l’amélioration de l’efficacité du système financier en particulier et pour la réalisation de la croissance et du développement en général. Dans un nouveau

contexte mondialisé caractérisé par une libéralisation des marchés et une généralisation des politiques de privatisation des entreprises, il est plus que nécessaire, surtout pour les pays émergents, de renforcer les mécanismes de régulation et de supervision. Ceci est de nature à renforcer à son tour la confiance dans les systèmes financiers. D'une manière générale, l'environnement institutionnel et les systèmes bancaires dans les pays du sud de la Méditerranée ont besoin d'être plus « accueillant s » et plus propices aux affaires¹. La faiblesse des systèmes légaux et judiciaires, plus précisément la faiblesse des lois et des procédures sur l'organisation des faillites, la faiblesse des droits de propriété ainsi que l'insuffisance des lois sur le recouvrement et la garantie des prêts rendent difficile l'application des contrats par les institutions financières. Une amélioration de ces structures faciliteraient le développement de marchés bancaires et financiers plus « profonds » et donc plus aptes à résister et contrecarrer les soubresauts d'une globalisation financière galopante.

Généralement et à la lumière de cette étude, on peut dresser un classement des pays de la Méditerranée du Sud selon le degré de développement financier au vu des précédentes analyses. Le développement financier ici est assimilé à l'ouverture financière et à l'insertion dans la sphère financière mondialisée. Puisque pour pouvoir s'ouvrir sur les flux de capitaux extérieurs, les systèmes financiers doivent se moderniser pour attirer les flux de capitaux internationaux et pour pouvoir résister aux éventuels chocs inhérents à ladite ouverture. Cette notion de développement financier apparenté à l'ouverture financière est toutefois contestée puisque est considéré comme système financier développé, selon les critères des IFI et des prêteurs internationaux, tout système qui a libéralisé totalement son compte capital et dont l'accès aux marchés bancaires et financiers est libre aux non-résidents. Cette perception du développement financier est erronée voire abusive. Elle ne tient pas compte des spécificités des pays et du contexte politique et institutionnel dans lequel ils se situent. Pour exemple, on peut citer le cas des pays qu'on étudie. Ces pays présentent des taux d'épargne parmi les plus élevés², quel est donc l'intérêt pour ces pays d'ouvrir leurs systèmes financiers à la participation étrangère si ce n'est que pour provoquer l'entrée de fonds de court terme spéculatifs, cherchant à profiter du différentiel des taux d'intérêt, et qui provoqueront une instabilité des cours des titres et des fluctuations génératrices de crises ? les expériences des pays du Sud-est asiatique, semble assez éloquente et riches en renseignements à cet égard. La Corée du Sud par exemple connaissait depuis une trentaine d'années une croissance économique fulgurante sans investissement international important. Son modèle de développement était axé sur l'épargne coréenne qui était élevé sur des conglomérats industriels gérés par des coréens appelés les « chaebols ». La Corée du Sud n'avait pas besoin des capitaux occidentaux, et avait démontré qu'il existait une autre voie pour importer la technologie moderne et à accéder aux marchés³. La Corée comme la Malaisie ou la Chine ont continué à protéger leurs systèmes financiers des entrées et/ou des sorties de capitaux et ont pu échapper à la crise profonde qui s'est propagée dans cette région du monde. Autrement dit, c'est seulement les pays qui se sont « rebellés » sur les instances prônant l'ouverture sur la globalisation financière comme seule alternative possible de développement financier, qui ont pu se tirer de la piège de la finance mondialisée.

¹ Ian Hoskins (2003) : Idem. P : 16.

² A titre d'exemple, les taux d'épargne étaient de 26%, 25,54% et 21,6% respectivement en Jordanie, le Maroc et la Tunisie en 2002 contre 14,66% et 14,56% respectivement pour la Grande Bretagne et les Etats-Unis pour la même année. Source : Statistiques de la Banque Mondiale (2002)

³ Stiglitz. J. E (2002) : « La grande désillusion », Editions Fayard. P : 171.

Ceci étant on peut établir une classification des pays selon l'état du développement et de modernisation de leur systèmes financiers en fonction des analyses précédentes.

Niveau élevé	Niveau moyen	Niveau faible
Israël Jordanie Liban	Algérie Egypte Maroc Tunisie Turquie	Libye Syrie

Il existe plusieurs raisons qui expliquent le caractère spécifique des systèmes financiers de la région. L'instabilité politique et économique, causée partiellement par la situation sécuritaire difficile dans la région, représente l'une des raisons les plus importantes. L'incertitude engendrée par cette situation agit négativement sur la confiance domestique et extérieure ce qui réduit, ipso facto, l'activité de prêts et donc d'investissement. Ces risques sont illustrés par le bas niveau de notation du risque souverain pour les pays de la région.

Mais il y a aussi d'autres facteurs pertinents, qui permettent de mieux cerner la réalité des systèmes financiers de la région. Le développement lent des secteurs financiers et bancaires est partiellement dû à l'existence d'autres sources de financement de l'économie. Par exemple, les revenus d'exportation du pétrole et du gaz pour quelques pays (l'Algérie et la Libye notamment) ont limité le développement du secteur bancaire, car ils constituent des sources principales de financement du développement économique dans ces pays.

En outre, l'implication massive de l'Etat dans les secteurs financiers (particulièrement en Syrie, en Algérie et en Egypte) gêne l'émergence et le développement de systèmes compétitifs et efficaces, selon le point de vue classique des auteurs de la répression financière tels que McKinnon (1973), Shaw (1973) mais aussi Roubini et Sala-i-Martin (1992), Levine (1997). Les gouvernements, selon cette optique, fixent les taux d'intérêt des dépôts et des prêts d'une façon arbitraire et sans tenir compte de la rareté des capitaux sur les marchés monétaires, orientent les crédits vers les entreprises publiques, ou les utilise pour financer son déficit budgétaire, ce qui engendre l'extraction d'une taxe implicite, dite « la taxe d'inflation ». Cette situation cause, toujours selon ces auteurs, l'accroissement des prêts non performants dans l'économie et évince du financement, les opérateurs privés qui peuvent présenter de meilleures opportunités d'investissement. La concurrence est aussi limitée par l'établissement de barrières à l'entrée de nouvelles banques privées domestiques et étrangères dans quelques pays de la région. Le manque de concurrence implique un manque d'innovation, ralentit et gêne la transformation des dépôts de court terme en des prêts de long terme.

La qualité de la gouvernance bancaire et de la gouvernance des entreprises, représente aussi un important facteur qui explique le niveau de développement des systèmes financiers de la région. Au niveau de la banque, les experts de l'FMI considèrent que l'interventionnisme étatique et le manque de concurrence n'encouragent pas les innovations dans les procédures de prêts, et n'incitent pas à la promotion des connaissances et des techniques en matière de crédit et de prévisions des risques. Ce qui limite ainsi, selon eux, l'aptitude du système financier à trouver et à financer les meilleures opportunités d'investissement. La faiblesse de l'appareil judiciaire rend difficile le renforcement des droits des créanciers ce qui décourage le financement bancaire, puisque les banquiers ne peuvent plus recourir au droit et aux lois pour poursuivre juridiquement un client insolvable. La régulation et la supervision du secteur bancaire dans la région, n'atteignent pas le niveau des

standards internationaux en la matière, impliquant une augmentation des risques des épargnants par rapport à la qualité et à la performance des banques.

Bien que les réflexions faites sur la qualité de l'appareil judiciaire et légal soient adéquates et pertinentes, il faut tempérer la vision de l'interventionnisme étatique dans le fonctionnement des banques, surtout pour le cas des pays du bassin sud de la Méditerranée. Puisque le seul recours aux mécanismes du marché ne permet pas non plus d'assurer l'allocation la plus efficace possible des ressources financières de l'économie. Les marchés bancaires et financiers dans les pays concernés par notre étude étant de nature imparfaite, comme c'est le cas de tous les marchés bancaires et financiers. Pour le cas de ces pays, l'imperfection des marchés est du notamment à un déficit institutionnel et légal qui engendre un manque de transparence nécessaire au bon fonctionnement des marchés. L'intervention étatique est donc légitimée dans ce cas de figure, outre le fait qu'au début d'un processus de développement, il faut que l'Etat assure la protection des systèmes en place afin de mieux guider et assurer une meilleure orientation du fonctionnement des banques et des marchés financiers. On peut toujours revenir au cas de nombreux pays européens (la France, l'Italie...) qui ont poursuivi ce schéma dès la fin de la deuxième guerre mondiale jusqu'aux années 1970. Le suivi de cette stratégie s'est avéré payant puisque un pays comme la France a réalisé des performances économiques inégalées jusqu'à nos jours depuis cette date. Et ce grâce notamment à la protection de son système financier.

La principale remarque qu'on peut faire à ce stade sur l'état de développement financier des pays de la Méditerranée du sud, est que la mise en place des Plans d'Ajustement Structurel était initiée dans un cadre bien particulier. Le désir de propager les convictions libérales fidèles à l'idéologie du consensus de Washington était dicté d'une façon impérative et autoritaire par les IFI qui représentent la base « logistique » mise à disposition des Etats-Unis grand gagnant de la guerre du capitalisme contre le communisme (par coutume, le FMI est toujours dirigé par un européen alors que la Banque Mondiale est toujours présidée par un américain) elles ne peuvent donc pas être proches de la réalité et avoir une connaissance des caractéristiques spécifiques des pays autres que les pays industrialisés. Il est dans l'intérêt de ces pays de voir les différentes régions converties à la logique de la mondialisation, et en particulier à la logique de la globalisation financière pour mieux profiter des opportunités d'investissement financier existants dans les pays en voie de développement. A cet égard, force est de constater que la mondialisation était imposée de force aux pays du monde. On tire ce constat à partir du bref survol du contexte historique dans lequel était née la mondialisation. La mondialisation est dans les faits « l'enfant » d'une lutte entre les deux pôles qui commandaient le monde, c'est donc aussi bien logique qu'attendu qu'elle s'imprègne d'un caractère violent dans sa façon de s'appliquer. La violence de l'imposition de la mondialisation s'illustre parfaitement dans son volet financier avec la globalisation financière, puisqu'elle implique un des piliers de l'économie qui représente la caractérisation de la souveraineté nationale. Ceci représente un réel danger pour les pays émergents. Danger aussi de nature économique puisque comme l'a montré l'épisode de la cascade des crises financières qu'ont connu les régions du sud-est asiatique et d'Amérique latine, la globalisation financière est généralement porteuse de troubles et d'instabilité génératrice de crises si elle est appliquée d'une façon brute et intempestive. Mais aussi d'un risque de perte de souveraineté nationale et donc d'autonomie puisque les IFI appliquent d'une manière homogène et standards des mesures « passe-partout » de réforme et de modernisation qui risque d'être inadaptées avec la réalité sociale et économique des pays. Il est naturel donc que le mouvement de mondialisation dans son ensemble et la mondialisation financière en particulier suscite tant d'appréhension, de défiance et qu'elle provoque des mouvements d'autonomie et

de rejet par rapport à elle. C'est dans ce même cadre que s'inscrit ce travail, puisqu'il s'agit de démontrer que la mondialisation financière en particulier appliquée à un certain type de pays, n'est pas toujours génératrice de progrès, en l'absence de certaines prérogatives.

L'importance du passage par un développement institutionnel et légal et une amélioration générale du climat des affaires et de l'investissement nous paraît donc indispensable dans la poursuite de l'objectif de la réalisation du développement financier et donc la croissance et le développement pour les pays de la région. Cette question est d'autant plus importante qu'il s'agit d'opérer dans un contexte financier mondialisé, donc « dangereux » caractérisé par une perte d'une part importante de marge de manœuvre dans la poursuite des politiques publiques pour les gouvernements.

II. Le lien entre le développement institutionnel et le développement financier

Le lien entre l'ouverture financière et le développement financier n'est pas dépourvu d'ambiguïté. En effet, pour bénéficier de l'ouverture et la libéralisation des transactions financières entre les pays, les systèmes financiers doivent être renforcés par une infrastructure légale et institutionnelle suffisamment développée. Spécifiquement, les économies qui ne bénéficient pas d'un système légal ne garantissant pas les droits de propriété ou ne garantissant pas l'application des contrats entre les protagonistes d'un accord financier, souffrent en général d'une faiblesse des incitations aux activités de prêts et à l'établissement de transactions financières. Les protections légales pour les créditeurs ainsi que le niveau de crédibilité et de transparence des lois régissant le secteur financier sont à même d'influencer les décisions des agents. A cet égard, Claessens et al (2002)¹ ainsi que Caprio et al (2004)² ont trouvé dans les études qu'ils ont mené que plus les créditeurs disposent de lois et de protections légales, plus le niveau de l'intermédiation financière se trouve développé. L'ambiguïté du lien entre la libéralisation financière et le développement financier peut être donc levé en incorporant dans l'analyse de ce lien, le niveau du développement légal et institutionnel. L'hypothèse qui se dégage de ce raisonnement est que l'ouverture financière n'arrive à « produire » du développement financier que dans le cas où le système économique se trouve doté d'un niveau raisonnable de développement légal et institutionnel.

Outre le facteur de la qualité de l'environnement institutionnel qui paraît indispensable à la réalisation du développement financier et donc la croissance économique, on dénote dans la littérature récente, l'émergence d'un autre facteur non moins important. Ce facteur est considéré comme le complément naturel de l'environnement institutionnel et légal. Il s'agit du capital social mesuré par le niveau de confiance ou de coopération entre les individus.

a. L'importance du capital social

Le capital social est défini selon Fukuyama (1995) comme : « l'existence d'un ensemble de règles informelles ou de normes communes entre les membres d'un groupe qui permettent la coopération entre eux...les normes qui produisent le capital social...doivent substantiellement comprendre la sincérité, la loyauté, la coopération et la réciprocité »³. Pour

¹ Claessens. S ; Djankov. S ; Fan. J et Lang. L : « Expropriation of Minority Shareholders in East Asia », Journal of Finance, P : 21.

² Caprio. G ; Laeven. L et Levine. R (2004) : « Governance and Bank Valuation », mimeo, University of Minnesota, P : 2.

³ Fukuyama. F (1995) : « Trust : the Social Virtues and the Creation of Prosperity », New York, United Free

Bowles et Gintis (2002), le capital social « se rapporte généralement à la confiance entre les associés, une bonne volonté de vivre selon les normes de sa communauté et de punir ceux qui ne les respectent pas »¹. Le terme du capital social est un terme qui relève initialement de la sociologie et se rapporte aux avantages acquis par les individus à travers leur adhésion aux associations et communautés (Bourdieu, 1985) ou l'ampleur et la perfection des relations humaines au sein de la société et son pouvoir d'avancer (Coleman, 1990). Dans ce contexte, un niveau élevé de capital social mène à l'exclusion et la punition de tous ceux qui dévient de l'ensemble des normes sociales conventionnelles.

Ces dernières années, ce concept a été adopté par des politologues comme Putnam (1993) et Fukuyama (1995) pour devenir l'une des caractéristiques des grandes nations. Putnam (1993) définit le capital social comme « les caractéristiques de la vie sociale telles que réseaux, normes, et confiance qui permettent à des participants d'agir ensemble plus efficacement pour poursuivre des objectifs partagés ». Dans ce contexte, le capital social devient une vertu des nations où les individus obéissent à la loi, choisissent leurs chefs d'une manière démocratique et montrent des niveaux élevés de coopération entre eux. Pour cela, les politologues, en opposition avec la sociologie qui se concentre sur le niveau de capital social au sein d'un petit groupe, mesure le capital social dans une communauté plus large par des indicateurs tels que le changement politique, la participation aux élections et l'adhésion aux associations.

Putnam (1993) a constaté que le degré d'association des individus entre eux est un déterminant significatif des différences dans les performances économiques entre le nord et le sud de l'Italie. De même, pour Fukuyama (1995), le niveau de la confiance dans la culture nationale peut affecter l'efficacité du marché et le développement économique en diminuant les coûts de transaction. Knack et Keefer (1997), La Porta et al (1997) ont validé empiriquement la proposition de Fukuyama avec les indicateurs subjectifs de la confiance et ont conclu que la confiance est un déterminant significatif du développement économique.

La relation entre capital social et développement financier a focalisé l'attention d'un ensemble d'économistes. Les travaux de Durlauf. N et Fafchamps. M (2004) ; Guiso. L, Sapienza. P et Zingales. L (2000) en font partie et concluent qu'un niveau élevé de confiance dans l'économie, c'est à dire de capital social si on retient la définition de Fukuyama, a un effet propulseur sur le développement financier et la croissance économique. En effet, la relation entre capital social et développement financier se résume à un contrat financier entre un créancier et un entrepreneur, et ce contrat exige au préalable un certain degré de confiance entre les agents pour son aboutissement, sa mise en œuvre et le respect de ses clauses. Par conséquent, un niveau élevé de confiance entre les agents contribue directement à la multiplication de l'établissement de contrats et donc le développement des marchés financiers.

D'autres théories comme celles de Gambetta (1988) et Cameron (1990) stipulent que le capital social détermine la performance des institutions de la société. L'originalité de cette optique est que le capital social ici est perçu comme un élément qui influence l'environnement institutionnel au delà de son rôle complémentaire. Ainsi, Putnam (1993) a étudié le rôle du capital social en tant que déterminant des performances des gouvernements régionaux italiens. Il a démontré que dans les régions d'Italie où le public s'investit réellement

Press cité dans Bousrih. L et Trabelsi. M (2005) : « Libéralisation financière, développement financier et crises bancaires : le rôle du capital social », Revue d'économie financière N°81, P : 85.

¹ Bowles S et Gintis. H (2002) : « Social Capital and Community Governance », Economic Journal 112 cité dans Bousrih. L et Trabelsi. M (2005) : Idem.

au profit des activités civiques, sont les régions au sein desquels les gouvernements locaux enregistrent les plus hauts niveaux de performances approchées par la production de biens publics. Fukuyama (1995) stipule que la confiance des citoyens est importante pour les performances des institutions dans une société, y compris celles des entreprises¹.

Le respect des contrats financiers n'est pas seulement attribuable à la peur de l'application de la loi, mais c'est également une question de confiance mutuelle qui règne entre les différents acteurs du marché. En fait, si l'entrepreneur ne respecte pas ses engagements dictés dans le contrat et ne paye pas ses dettes dans le futur, l'utilisation des contrats financiers sera réduite et pourrait amener, en cas de généralisation du phénomène, à une insolvabilité élevée dans le secteur bancaire à un niveau agrégé. Ainsi, le niveau de confiance pourrait être considéré comme un déterminant significatif du développement ou de la détresse bancaire et pourrait expliquer même les différences entre les systèmes financiers et les performances économiques à travers les pays (Arrow, 1972)

b. La théorie de la loi et de la finance (*Law and Finance Theory*)

Une littérature économique très prolifique dénote l'impact de premier ordre qu'exerce le développement financier sur la croissance économique. Levine et Zervos (1998) montrent que le développement du secteur bancaire et des marchés financiers représente un bon indicateur du développement économique en général². D'un point de vue microéconomique, Demirguc-Kunt et Maksimovic (1998), ainsi que Rajan et Zingales (1998)³ démontrent que les institutions financières sont cruciales pour l'expansion des firmes et de l'industrie. Malgré les désaccords qui existent et les réserves de quelques théoriciens à propos de cette question, il paraît clair qu'il existe bel et bien une relation positive entre le développement financier et la croissance économique. Cette relation soulève bien des interrogations sur l'état de développement de quelques pays. Autrement dit, qu'est ce qui fait que dans des pays le développement du système financier arrive à promouvoir la croissance et dans d'autres non ? La théorie de la loi et la finance (*law and finance theory*) apporte des clarifications à cette question, et s'intéresse au rôle joué par l'environnement légal et institutionnel dans l'explication de la différence des niveaux de développement financier entre les pays⁴.

Le premier volet de cette théorie stipule que dans les pays où le système légal en place respecte rigoureusement les droits de propriété, protège les contrats entre privés et les droits légaux des investisseurs, les épargnants se trouvent plus disposés à financer les entreprises chercheuses de fonds et contribue donc au fleurissement des marchés de capitaux. L'absence de ce cadre légal évince les entrepreneurs de la possibilité d'avoir accès aux financements privés et empêche donc le développement financier.

La deuxième partie de cette théorie, montrent que les différentes traditions de législation qui ont émergé de l'Europe pendant les dernières décennies et qui se sont ensuite répandues à travers le monde par les conquêtes, les mouvements de colonisation et les phénomènes de mimétisme expliquent les différences enregistrées de nos jours dans la

¹ La Porta. R ; Lopez de Silanes. F ; Shleifer. A et Vishny. R W (2001) : « Trust in Large Organizations », American Economic Review, Vol 87, N°2, P : 333.

² Levine. R et Zervos. S (1998) : « Stock Markets, Banks and Economic Growth », American Economic Review, 88, P : 542.

³ Rajan. R. G ; Zingales. L (1998) : « Financial Dependence and Growth », Chicago University and NBER, P : 26.

⁴ Beck. T et Levine. R (2004) : « Legal Institutions and Financial Development » in Claude Menard, Shirley. M (eds) Handbook of New Institutional Economics, Kleuver Dordrecht, The Netherlands, P : 251.

législation de la protection des investisseurs, dans la mise en œuvre des contrats financiers et donc les différences des niveaux de développement financier, à croire le premier volet de cette théorie.

La Porta et al (1998)¹ se sont intéressés aux lois gouvernant la protection des investisseurs, la qualité de l'application de ces lois et la concentration de la propriété dans 49 pays. Les analyses ont débouché sur trois principaux résultats. Premièrement, les lois diffèrent bien que partout elles tendent à donner aux investisseurs une panoplie de droits adéquats. En particulier, les pays dont les lois découlent de la tradition du common law tendent à mieux protéger les investisseurs plutôt que les lois qui découlent du droit civil et spécialement du droit civil français. Les droits civil allemand ou scandinave tiennent une place intermédiaire entre les deux types de droits mentionnés. Par ailleurs, il n'y a guère d'évidence que les pays favorisent un type particulier d'investisseurs. L'analyse a plutôt montré que les pays du common law protègent tous les types d'investisseurs. Ce constat confirme les hypothèses de base des auteurs selon lesquelles être détenteur d'action ou créancier dans différentes juridictions légales entraîne l'investisseur à avoir différentes gammes de droits. Ces droits sont déterminés par les lois et ne sont pas inhérents aux titres de créances eux-mêmes.

Deuxièmement, l'application des lois diffère selon les pays. Le droit civil allemand et les pays scandinaves appliquent plus rigoureusement les lois. L'application des lois est aussi respectée dans les pays du common-law, alors qu'elle est la moins respectée dans les pays où le droit civil français sévit ! La qualité de l'application des lois, à la différence des lois elles-mêmes s'améliore avec le niveau du revenu.

Troisièmement, les données soutiennent l'hypothèse que les pays développent des mécanismes substitués aux systèmes défaillants de protection des investisseurs. Quelques uns de ces mécanismes sont statutaires, comme c'est le cas des lois relatives tels que les dividendes mandataires ou les exigences de réserves légales. Les auteurs notent que de tels mécanismes relatifs se retrouvent principalement dans les pays du droit civil français ! Une autre réponse adaptative à la protection défaillante des investisseurs est la concentration de la propriété. Les auteurs ont trouvé que la concentration de la propriété est extrêmement élevée à travers le monde, qui va de pair avec le constat que les lois, en général, ne protègent pas assez les actionnaires. Dans un pays moyen, près de la moitié des actions d'une compagnie étatique sont détenues par les trois grands actionnaires. En outre, les normes comptables standards et les mesures de protection des actionnaires sont associées à une faible protection de la propriété, ce qui indique que la concentration est en effet une réponse à la faible protection des investisseurs.

III. L'analyse économétrique des conditions de réalisation du développement financier dans un cadre d'intégration financière

Le modèle qu'on va étudier est inspiré de celui d'Ito (2005) qui l'a pratiquée sur un ensemble de pays en développement, avec une attention spéciale portée aux pays du Sud Est asiatique².

¹ La Porta. R ; Lopez de Silanes. F ; Shleifer. A et Vishny. R W (1998) : « Law and Finance ». Journal of Political Economy 106, P : 1151.

² Ito. H (2005) : « Financial Development and Financial Liberalization in Asia : Thresholds, Institutions and the Sequence of Liberalization », The North American Journal of Economics and Finance, Vol 17(3).

Dans ce qui suit, on va étudier l'effet de long terme de l'ouverture du capital sur le développement financier dans un modèle contrôlé par le niveau de développement institutionnel et légal. Le modèle est spécifié dans l'équation (1) :

$$FD_t^i - FD_{t-5}^i = \gamma_0 + \rho FD_{t-5}^i + \gamma_1 KAOPEN_{t-5}^i + \gamma_2 L^i + \gamma_3 (L^i KAOPEN_{t-5}^i) + X_{t-5}^i \tau + U_t^i$$

FD représente une mesure du développement financier ;
 KAOPEN est une mesure de l'ouverture financière ;
 X est le vecteur des variables économiques de contrôle ;
 Lⁱ est une mesure du développement légal et institutionnel.

a. La présentation des variables du modèle

Le vecteur X représente les variables macroéconomiques de contrôle. Dans ce modèle, le choix était porté sur le log du PIB par tête en termes de parité de pouvoir d'achat, le taux d'inflation et l'ouverture commerciale mesurée par le ratio de la somme des importations et des exportations par rapport au PIB. Le log du PIB par tête est ici représenté dans l'équation d'analyse car il y a une large littérature qui attribue le développement financier à la sophistication des structures économiques associées à une augmentation des revenus dans une économie donnée. Le taux d'inflation est inclus dans l'analyse parce qu'il est susceptible d'influencer les décisions économiques notamment en matière de placement. En effet, un taux d'inflation élevé risque de décourager le recours à l'intermédiation financière, et encourage par contre le placement dans des actifs réels, tels l'immobilier, etc.¹ Finalement, l'ouverture commerciale est incluse comme une variable de contrôle ad hoc. La relation entre l'ouverture commerciale et l'ouverture financière sera explicitée dans une section ultérieure.

L'ouverture financière est mesurée par l'indice de Chinn-Ito (KAOPEN).

Des séries de régression ont été menées pour chacune des quatre variables représentant le développement financier (FD) : BLRBA, DCBS, DCPS et SMKC respectivement le ratio de la liquidité bancaire par rapport aux actifs bancaires, le ratio des crédits domestiques octroyés par le secteur bancaire par rapport au PIB, le ratio des crédits domestiques octroyés au secteur privé par rapport au PIB et enfin la capitalisation boursière des compagnies cotées par rapport au PIB. Les trois premières variables sont relatives au développement du secteur bancaire alors que la dernière est celle relative au développement du marché des capitaux. Les variables légales et institutionnelles utilisées dans cette étude contiennent des mesures relatives au développement général des systèmes légaux et les institutions, il s'agit de la variable LEGAL qui est considérée comme la représentante du niveau général du développement légal et institutionnel, mais aussi CONCOR, RUL et VOA qui représentent respectivement le niveau de lutte contre la corruption, la primauté du droit et le caractère démocratique des institutions politiques. Ces trois dernières variables sont incluses dans la variable LEGAL et obtenues de la base de données de Kaufmann. D, Kraay. A et M. Mastruzzi (2006)² qui ont repris les mêmes données de la première base de Kaufmann. D, Kraay. A et Zoido-Lobaton. P (1998), et les ont étendues jusqu'à 2005. Cette base fait partie d'un ensemble de bases de données rassemblées par la Banque Mondiale devant l'intérêt croissant manifesté par les recherches sur le thème de la gouvernance et son rôle joué dans le

¹ C'est la raison pour laquelle les IFI se soucient en premier lieu de la maîtrise de l'inflation quand elles entreprennent des plans de réforme dans une économie.

² Kaufmann. D, Kraay. A et Mastruzzi. M (2006) : « Governance Matters V: Governance Indicators for 1996 to 2005 », www.worldbank.org/wbi/governance/govmatters5.

développement. La base en question contient des indicateurs de gouvernance sur 213 pays couvrant six dimensions de la gouvernance :

- L'instabilité politique et la violence
- Le caractère démocratique des institutions politiques (en anglais « voice and accountability »)
- L'efficacité des pouvoirs publics
- Le poids des réglementations
- La primauté du droit
- La lutte contre la corruption

Afin d'éviter des problèmes d'endogénéité associés aux effets cycliques de court terme, le modèle spécifié est un modèle de panel à correction d'erreur avec des données non imbriquées. Les données sont rassemblées tous les cinq ans entre 1980 et 2005. La croissance du niveau du développement financier sur chaque sous-période de cinq est prise comme variable dépendante, alors que « les conditions initiales » sont prises comme variables explicatives. Ces variables des conditions initiales comportent l'indicateur du niveau initial de développement financier pour chaque sous-période de cinq ans. La régression est conduite pour dix pays du Bassin sud de la Méditerranée (Algérie, Egypte, Israël, Jordanie, Liban, Libye, Maroc, Syrie, Tunisie et la Turquie)

Avant de présenter les résultats d'estimation du premier modèle, il convient de préciser que pour les données dont on dispose, celles sur le développement légal et institutionnel sont invariables dans le temps. Comme Wei (2000) le fait remarquer pour les indices de corruption, ces types de variables institutionnelles peuvent induire un biais dans les résultats d'estimation. Afin de contourner ce problème, il est recommandé de recourir aux moyennes sur des sous-périodes. En outre, l'introduction de ces variables comme facteurs indépendants du temps ne pose pas a priori de problèmes pour cette étude vu que les caractéristiques représentées par les variables légales et institutionnelles n'évoluent que très lentement dans le temps. Du reste, l'objectif de cette analyse est d'étudier l'effet de l'ouverture financière sur le développement financier et non l'effet du développement légal et institutionnel en lui-même. En d'autres termes, plutôt que d'examiner l'effet du développement légal et institutionnel sur le développement financier, l'objectif est de voir comment l'effet de l'ouverture financière se modifie en fonction de la qualité et l'environnement légal et institutionnel. Ainsi, les variations temporelles des variables légales et institutionnelles ne sont pas critiques dans cette étude.

b. Présentation et interprétation des résultats de l'estimation

Les résultats de l'estimation du modèle spécifié dans l'équation (1) sont reportés dans le tableau 3 et le tableau 4 ci contre.

Tableau. 3 : Développement financier, ouverture financière et développement institutionnel et légal (LEGAL : Le développement général de l'environnement institutionnel et légal)

	$BLRBA_t - BLRBA_{t-5}$	$DCBS_t - DCBS_{t-5}$	$DCPS_t - DCPS_{t-5}$	$SMKC_t - SMKC_{t-5}$
Ouverture financière(t-5)	-0.1617276 (0.1390694)	0.0334736 (0.0775546)	-0.0001281 (0.0432938)	-0.1180724 (0.0455673)
LEGAL	-1.473957 (1.221656)	-0.6400825 (0.6779895)	-0.0886744 (0.3533887)	-1.35862 (0.4469413)
Interaction : LEGAL*Ouverture financière (t-5)	0.295587 (0.2496302)	0.3051935 (0.1368052)	0.0193313 (0.0830774)	0.4079559 (0.1109774)

Approf. financier (t-5)	1.413549 (0.2769219)	0.061207 (0.019675)	0.5786786 (0.2352529)	1.209521 (0.3765764)
Log du PIB/tête (t-5)	1.04379 (0.6156936)	0.5318692 (0.3708727)	-0.0925022 (0.1972445)	-0.048572 (0.1951229)
Inflation (t-5)	0.0089444 (0.0213185)	0.028908 (0.0118197)	-0.0066787 (0.0066008)	-0.0043489 (0.0060746)
Ouverture commerciale (t-5)	-0.7631034 (1.184826)	-1.269429 (0.717984)	-0.0547659 (0.3645377)	-0.0096942 (0.3403386)
Constante	-8.780528 (4.762831)	-3.945675 (2.832618)	0.5651485 (1.510498)	2.730059 (1.455797)
R ²	0.66	0.58	0.44	0.66

Les coefficients sont estimés selon les moindres carrés ordinaires. Les écarts types sont entre parenthèses. La variable dépendante est le niveau de croissance sur chaque sous-période de 5 ans. La variable Approfondissement financier (Approf financier) représente l'état initial en début de chaque sous-période de la variable de développement financier dépendante.

Les coefficients qui nous intéressent dans ces séries d'estimation sont ceux relatifs à l'ouverture financière, la variable légale et l'interaction entre les deux. Les estimations sont conduites pour chaque variable représentant le développement financier. La variable BLRBA représente la liquidité du secteur bancaire, DCBS mesure l'importance et la place qu'a le système bancaire dans l'économie à travers la proportion des crédits domestiques qu'il accorde. DCPS est la variable qui mesure la part des crédits domestiques accordés au secteur privé et finalement SMKC c'est la variable du développement financier qui mesure la capitalisation boursière, autrement dit la taille des marchés financiers.

Le tableau. 3 représente les régressions en prenant la variable LEGAL, la variable représentant le développement général légal et institutionnel comme variable dépendante. L'ouverture financière est supposée agir directement sur le développement financier et d'une manière interactive en conditionnant le développement légal et institutionnel. En effet, l'incidence totale de l'ouverture du compte capital peut être représentée selon cette équation :

$$\text{L'effet total de l'ouverture financière} = ((\gamma_1 + \gamma_3 \bar{L}) \text{KAOPEN}^i_{t-5})$$

Où \bar{L} est la moyenne de la mesure du développement légal. Par exemple, si on s'intéresse au développement financier mesuré par le ratio des liquides bancaires en réserves par rapport aux actifs bancaires, on trouve que l'effet total d'une augmentation d'une unité de l'ouverture financière coûte 0.735 d'unités de pourcentage de moins de développement financier, si on tient compte du fait que la moyenne de LEGAL sur toute la période est de (-1.947). Ainsi, l'ouverture du compte capital peut amener à un niveau supérieur ou inférieur de développement financier et ce en fonction du niveau de développement de l'environnement institutionnel et légal.

Le tableau. 4 clarifie ce point. En effet, la première ligne du tableau présente l'effet total de l'augmentation d'une unité de l'indicateur de l'ouverture financière sur chaque mesure du développement financier, et on en a quatre indicateurs : BLRBA, DCBS, DCPS et SMKC. La deuxième ligne du tableau présente le niveau de développement légal et institutionnel moyen sur toute la période et pour tous les pays de la région. Alors que la troisième ligne présente le niveau de développement légal « seuil » c'est à dire le seuil de développement légal à partir duquel, l'ouverture financière commence à produire du développement financier.

Tableau. 4 : L'effet total sur la croissance du développement financier suite à l'augmentation d'une unité de l'indicateur de l'ouverture financière

	BLRBA	DCBS	DCPS	SMKC
L'effet total d'une ouverture financière	-0.735	-0.56	-0.037	-0.91
\bar{L} (LEGAL)	-1.947			
Seuil de développement légal	0.547	-0.109	0.0066	0.289

A titre d'exemple et par souci de comparaison, on cite l'exemple de la Thaïlande qui a connu une légère augmentation de son indice d'ouverture financière, mais bénéficiant d'un niveau élevé de l'indice LEGAL relatif au développement institutionnel, il y a été prévu une croissance de 1.2% annuellement de l'indice de capitalisation boursière.

Le tableau 5 expose les résultats des régressions faites avec chacun des composants de l'indicateur LEGAL, à savoir CONCOR, RUL et VOA qui représentent respectivement le niveau de lutte contre la corruption, la primauté du droit et le caractère démocratique des institutions politiques, pris distinctement ainsi qu'avec leur interaction avec la variable représentant l'ouverture financière. D'après l'étude des résultats de ce tableau, on remarque qu'à travers les différentes régressions effectuées, celles faites avec l'indicateur crédits domestiques octroyés par le secteur bancaire (DCBA) sont les plus démonstratives de l'importance de se doter de système légal et institutionnel développé. Ce résultat revêt une importance suprême quand on sait le rôle que joue et la place qu'occupe les systèmes bancaires dans les pays qui font l'objet de notre étude. Le système bancaire dans bien des pays de la région est confondu tout simplement avec le secteur financier¹, ce qui signifie que son développement est synonyme du développement financier en général et dénote ainsi son rôle dans le processus d'accumulation et de croissance. Par ailleurs, un autre constat se dégage de la lecture des tables des résultats des différentes estimations effectuées, est que pour la plupart des cas, le coefficient de l'ouverture financière pris tout seul était négatif alors que ceux de l'interaction entre l'ouverture financière et les différents indicateurs du développement institutionnel étaient tous significativement positifs. Ce qui dénote qu'une ouverture financière ne peut amener qu'un sous-développement financier, que les pays n'évitent qu'en s'équipant d'un niveau raisonnable de développement légal et institutionnel.

Tableau. 5 : Développement financier, ouverture financière et développement institutionnel et légal (Les composantes de LEGAL : Le contrôle de la corruption CONCOR, la primauté du droit RUL et le caractère démocratique des institutions politiques VOA)

	BLRBA _t -BLRBA _{t-5}	DCBS _t -DCBS _{t-5}	DCPS _t -DCPS _{t-5}	SMKC _t -SMKC _{t-5}
Ouverture financière(t-5)	-0.148 (0.162)	-0.0563 (0.0723)	-0.046 (0.043)	-0.114 (0.0616)
CONCOR	-0.209	-0.491 (0.254)	-0.289 (0.15)	-0.405 (0.197)
Interaction : CONCOR*Ouvfin (t-5)	0.185 (0.0946)	0.239 (0.0844)	0.03 (0.048)	0.121 (0.071)
Approf financier (t-5)	1.25 (0.256)	0.0649 (0.152)	0.518 (0.193)	0.485 (0.372)
Log du PIB/tête (t-5)	0.841 (0.644)	0.742 (0.313)	0.062 (0.182)	0.145 (0.249)
Inflation (t-5)	0.002 (0.022)	0.0255 (0.0101)	-0.0073 (0.0058)	-0.003 (0.007)
Ouv commerciale (t-5)	-0.436 (1.267)	-1.669 (0.587)	-0.3 (0.324)	-0.034 (0.447)
Constante	-7.001 (4.88)	-5.278 (2.357)	-0.528 (1.376)	1.262 (1.863)

¹ D'ailleurs, les données boursières pour quelques pays de la région (la Syrie et la Libye surtout) étaient inexistantes pour de nombreuses années.

R ²	0.63	0.7	0.58	0.46
	BLRBA_t-BLRBA_{t-5}	DCBS_t-DCBS_{t-5}	DCPS_t-DCPS_{t-5}	SMKC_t-SMKC_{t-5}
Ouverture financière(t-5)	-0.103 (0.175)	-0.066 (0.0922)	-0.0026 (0.0475)	0.018 (0.0391)
RUL	0.117 (0.786)	-0.377 (0.402)	-0.331 (0.228)	-1.097 (0.24)
Interaction : RUL*Ouvfin (t-5)	0.2 (0.0266)	0.335 (0.136)	0.0055 (0.0755)	0.402 (0.0844)
Approf financier (t-5)	1.251 (0.262)	0.0436 (0.0163)	0.679 (0.22)	1.4 (0.312)
Log du PIB/tête (t-5)	0.706 (0.610)	0.42 (0.333)	-0.0553 (0.178)	-0.221 (0.157)
Inflation (t-5)	0.000456 (0.0241)	0.0355 (0.0125)	-0.004 (0.0064)	-0.0022 (0.0051)
Ouv commerciale (t-5)	-0.155 (1.225)	-0.89 (0.607)	-0.08 (0.313)	0.179 (0.265)
Constante	-6.055 (4.63)	-3.109 (2.539)	0.267 (1.363)	4.219 (1.208)
R ²	0.63	0.59		0.78
	BLRBA_t-BLRBA_{t-5}	DCBS_t-DCBS_{t-5}	DCPS_t-DCPS_{t-5}	SMKC_t-SMKC_{t-5}
Ouverture financière(t-5)	-0.097 (0.152)	0.183 (0.0885)	0.0128 (0.046)	-0.107 (0.0611)
VOA	-0.186 (0.573)	0.175 (0.3)	-0.035 (0.182)	0.327 (0.234)
Interaction : VOA*Ouvfin (t-5)	0.035 (0.136)	0.211 (0.075)	0.0145 (0.0416)	0.098 (0.0503)
Approf financier (t-5)	1.264 (0.257)	0.0512 (0.0172)	0.542 (0.235)	0.427 (0.351)
Log du PIB/tête (t-5)	0.648 (0.623)	0.207 (0.345)	-0.13 (0.19)	0.165 (0.229)
Inflation (t-5)	0.0043 (0.0219)	0.0279 (0.0118)	-0.007 (0.006)	-0.0027 (0.007)
Ouv commerciale (t-5)	-0.284 (1.16)	-0.604 (0.611)	-0.0141 (0.338)	0.346 (0.402)
Constante	-5.631 (4.715)	-1.375 (2.617)	0.87 (1.455)	0.906 (1.766)
R ²	0.63	0.7	0.44	0.5

Les coefficients sont estimés selon les moindres carrés ordinaires. Les écarts types sont entre parenthèses. La variable dépendante est le niveau de croissance sur chaque sous-période de 5 ans. La variable Approfondissement financier (Approf financier) représente l'état initial en début de chaque sous-période de la variable de développement financier dépendante.

Comme nous avons fait pour les régressions avec la variable LEGAL, on va dresser un tableau représentant les seuils à partir desquels l'ouverture financière commence à produire du développement financier pour les pays de la région.

Tableau. 6 : L'effet total sur la croissance du développement financier suite à l'augmentation d'une unité de l'indicateur de l'ouverture financière

	BLRBA	DCBS	DCPS	SMKC
L'effet total d'une ouverture financière	-0.169	-0.083	-0.049	-0.127
\bar{L} (CONCOR)	-0.113			
Seuil de développement légal	0.8	0.235	1.53	0.942
	BLRBA	DCBS	DCPS	SMKC
L'effet total d'une ouverture financière	-0.12	-0.092	-0.003	-0.014
\bar{L} (RUL)	-0.0804			
Seuil de développement légal	0.515	0.197	0.472	-0.044
	BLRBA	DCBS	DCPS	SMKC
L'effet total d'une ouverture financière	-0.122	0.0289	0.0022	-0.178
\bar{L} (VOA)	-0.73			
Seuil de développement légal	2.77	-0.867	-0.88	1.091

Les résultats de l'analyse de ce tableau confirment la typologie de l'état de développement financier dressé au début de ce document (Voir page : 7) qui nous enseigne qu'il y a une certaine hiérarchisation des pays selon leur degré de développement financier. En effet, l'ouverture financière est quasiment préjudiciable pour tous les pays du Bassin sud de la Méditerranée étant donné la qualité de leur environnement institutionnel et légal actuel. Le cas de l'indicateur VOA qui représente le caractère démocratique des institutions politiques est une exception. Puisque selon cet indicateur, il est possible de profiter de l'ouverture financière pour améliorer le volume des crédits octroyés au secteur privé ainsi que les crédits octroyés par le secteur bancaire (DCBS et DCPS). Néanmoins, à y regarder de plus près, on remarque que le niveau moyen élevé de cet indicateur pour Israël (0.908) et à un degré moindre celui de la Jordanie (-0.326) explique le niveau moyen global de la région qui dépasse celui du seuil (le niveau moyen enregistré pour toute la zone est de -0.73 alors qu'il suffit de n'avoir que respectivement -0.867 et -0.88 pour réaliser une progression du développement du secteur bancaire). Par ailleurs, le niveau du seuil de développement institutionnel pour cet indicateur n'est pas atteint qu'en Israël et la Jordanie, respectivement (0.908) et (-0.326) alors que pour la Libye et la Syrie, les niveaux enregistrés sont respectivement (-1.583) et (-1.485) qui représentent des niveaux largement inférieurs aux niveaux seuils (-0.867 pour l'indicateur DCBS et -0.88 pour l'indicateur DCPS). Ce classement selon le degré de développement légal et institutionnel nous rappelle étrangement celui fait selon le degré de développement financier établi à la page 7 de ce document. Il est donc clair de remarquer que si un pays arrive à se doter d'un système légal, judiciaire fiable et d'institutions crédibles, plus il dispose d'opportunités de profiter de la mondialisation financière et des bienfaits de l'ouverture sur le développement de son appareil financier. D'ailleurs, Israël se trouve être le pays le plus « ouvert » vers l'extérieur et où le système financier est le plus libéralisé de tous les pays de la région. Ici on peut être tenté de penser que c'est peut être le degré élevé du développement financier de ce pays qui explique son ouverture vers l'extérieur et son intégration dans la sphère mondialisée plus que les autres pays. C'est ce que nous allons essayer de tester dans la section suivante.

c. Test de la relation inverse entre l'ouverture financière et le développement financier

On peut s'interroger au vu des dernières conclusions et se demander si c'est le développement financier qui amène les pays à poursuivre des politiques de libéralisation et d'ouverture financière plutôt que l'inverse. Si on arrive à montrer que la relation inverse entre développement financier et ouverture financière n'est pas pertinente, on peut considérer que les pays peuvent réaliser le développement de leurs appareils financier, en décidant d'une façon exogène de libéraliser leurs systèmes financier.

Afin de tester cette hypothèse, on a changé l'équation du modèle premier, en permutant les places des variables KAOPEN et des mesures du développement financier (BLRBA, DCBS, DCPS, SMKC). La variable dépendante est donc le niveau de croissance sur 5 ans de l'indicateur de l'ouverture financière, alors que les variables exogènes sont désormais les indicateurs du développement financier et leur interaction avec la variable LEGAL. Le modèle devient donc le suivant :

$$KAOPEN_t^i - KAOPEN_{t-5}^i = \phi_0 + \phi_1 KAOPEN_{t-5}^i + \phi_2 FD_{t-5}^i + \phi_3 L^i + \phi_4 (L^i \times FD_{t-5}^i) + X_{t-5}^i \Phi + v_t^i$$

Le coefficient qui nous intéresse dans cette régression est ϕ_1 ; si on trouve que ϕ_1 est significativement positif, cela signifie que les régressions trouvés ci haut souffrent d'un biais de simultanéité et que le développement financier conduit à l'ouverture financière.

Les résultats de l'estimation de l'équation (2) reportés dans le tableau 7 en annexe, montrent par les régressions effectuées à travers les différentes mesures du développement financier, ainsi que les différents indicateurs du développement légal et institutionnel que les coefficients ϕ_1 estimés sont pour la plupart statistiquement non significatifs ou significativement négatifs. En effet, Sur les 16 coefficients estimés (4 indicateurs de développement financier BLRBA, DCBS, DCPS, SMKC pour 4 indicateurs de développement légal et institutionnel LEGAL, CONCOR, RUL, VOA) on a trouvé 3 ϕ_1 significativement positifs. Ces 3 coefficients étaient relatifs au développement financier selon l'indicateur BLRBA. Or, on trouvé plus haut dans le cadre des estimations de la première équation, que les coefficients qui présentent des signes différents de celui prévu étaient tous relatifs au même indicateur BLRBA et aussi au nombre de 3. Ce qui nous pousse à penser que c'est plutôt le choix de l'indicateur lui même qui pose problème, plutôt que la pertinence des estimations faites. Ceci nous amène aussi à conclure que les estimations faites sur les conditions sous lesquelles le développement légal et institutionnel agit sur le développement financier ne souffrent pas de problèmes de simultanéité. L'autre constat non moins important qu'on tire de ces résultats est que le développement financier ne mène pas forcément à l'ouverture financière. Autrement dit, un pays qui réalise des progrès dans l'usage et le fonctionnement de son appareil financier n'est pas obligé d'ouvrir ses frontières financières, puisque la réalisation du développement financier n'est pas nécessairement une étape à franchir avant l'ouverture financière. Dans bien des cas, c'est plutôt le contraire qui est préconisé, le développement financier réalisé dans une économie donnée ne doit pas être très vite livré à une concurrence internationale accrue subitement et d'une façon non graduelle. L'exemple de la Corée du Sud représente une référence en la matière. Il convient de procéder par étapes dans le processus de libéralisation ou d'ouverture financière afin de bénéficier des bienfaits de la globalisation financière et l'ouverture à la concurrence internationale. C'est ce

que les économistes appellent le « gradualisme » ou le « sequencing » pour utiliser le terme anglo-saxon.

d. L'importance du sequencing

Selon McKinnon (1991), la libéralisation des comptes du capital doit être la dernière d'une longue série de libéralisation et ne doit avoir lieu qu'une fois la libéralisation commerciale est achevée. Néanmoins, le bien fondé théorique de cette affirmation n'a pas été toujours confirmé par les travaux empiriques traitant de la question. Ainsi, Haggard et Maxfield (1993) ont montré que l'ouverture commerciale est une condition de l'ouverture financière alors que Leblang (1977) n'a trouvé aucune influence de la libéralisation commerciale sur la libéralisation financière. Aizenman et Noy (2004) ont découvert une relation bidirectionnelle entre l'ouverture financière et la libéralisation commerciale, même s'ils ont trouvé que c'est l'ouverture financière qui conduit à la libéralisation commerciale plutôt que l'inverse. Tornell et al. (2004) ont montré que la libéralisation financière a toujours suivi la libéralisation commerciale lors des deux dernières décennies¹.

Dans ce qui suit, on va essayer de tester l'hypothèse que la libéralisation commerciale est une condition préliminaire à l'ouverture financière. Pour ce faire nous avons eu recours au modèle suivant :

$$KAOPEN_t = \xi_0 + \xi_1 KAOPEN_{t-5} + \xi_2 TRADEOPEN_{t-5} + Z_{t-1/t-5} \Theta + v_t$$

Où :

$Z_{t-1/t-5}$ est le vecteur des variables macroéconomiques de contrôle. Il s'agit du déficit budgétaire, des réserves internationales et du PIB par tête. Le choix des deux premières variables est justifié par le fait qu'elles représentent les déterminants des contrôles de capitaux². La variable du PIB par tête est incorporée pour tenir compte du niveau de développement du système économique. Puisque ces variables sont supposées contrôler la tendance générale des variables macroéconomiques, elles sont incluses comme des moyennes sur des sous-périodes de 5 ans.

L'ouverture commerciale est représentée par la variable TRADEOPEN qui est la réciproque de la moyenne pondérée des charges imposées aux importations et aux exportations. Cette variable mesure l'ouverture commerciale *de jure* car la variable KAOPEN représente elle aussi l'ouverture financière *de jure*. Contrairement au ratio somme des exportations et importations par rapport au PIB, qui est une variable de l'ouverture commerciale *de facto*.

On va tester aussi l'existence d'une relation inverse entre l'ouverture commerciale et l'ouverture financière. Autrement dit, on va voir si l'ouverture financière conduit à la libéralisation commerciale par l'estimation de ce modèle :

$$TRADEOPEN_t = \xi'_0 + \xi'_1 TRADEOPEN_{t-5} + \xi'_2 KAOPEN_{t-5} + Z_{t-1/t-5} \Xi + w_t$$

¹ Ito, H (2005) : Op. cité, p : 15

² Idem. P : 16.

Afin d'éviter des problèmes de causalité dans les deux types de régression, l'analyse est faite en données de Panel non imbriquées comme dans les autres analyses. La différence avec les autres régressions est que les variables macroéconomiques de contrôle sont incluses en moyenne de cinq ans. Les variables de l'ouverture financière KAOPEN et de l'ouverture commerciale TRADEOPEN sont incluses sous leurs conditions initiales à chaque début de sous-période de cinq ans. Dans les résultats de cette régression, on s'intéressera au coefficient ξ_2 et ξ'_2 pour voir si l'ouverture commerciale est une condition nécessaire à l'ouverture financière et si une relation inverse existe entre elles. Le tableau 8 résume les résultats d'estimation des deux modèles.

Tableau.8 : Les déterminants de l'ouverture du compte capital et de l'ouverture commerciale

	KAOPEN	TRADEOPEN
Ouverture financière (t-5)	0.773 (0.133)	26.149 (9.093)
Ouverture commerciale (t-5)	0.0158 (0.007)	0.698 (0.217)
Moyenne du déficit budgétaire sur la période (t-1/t-5)	0.0135 (0.0751)	0.404 (2.346)
Moyenne des réserves totales sur la période (t-1/t-5)	0.00000363 (0.0717)	-12.017 (5.344)
Moyenne du PIB par tête sur la période (t-1/t-5)	-0.0803 (0.272)	13.452 (16.701)
Constante	2.11 (1.82)	-30.05 (121.812)
R ²	0.67	0.96

Les écarts types sont entre parenthèses. Les variables « déficit budgétaire », « réserves totales » et « PIB par tête » sont incluses comme moyenne sur la période t-1 à t-5. La variable KAOPEN et TRADEOPEN sont estimées en différences premières.

La première colonne de ce tableau montre qu'aucune des variables macroéconomiques de contrôle (déficit budgétaire, réserves totales et PIB par tête) n'a un coefficient significatif. Par contre, le coefficient de l'ouverture commerciale initial est significatif et confirme donc l'hypothèse de départ qui stipule que l'ouverture commerciale est une condition nécessaire à la réussite de l'ouverture du compte capital. Néanmoins, les résultats de la deuxième colonne du tableau infirment les résultats empiriques trouvés dans les études antérieures effectuées sur le lien entre l'ouverture commerciale et celle financière. Puisque pour l'ensemble des pays objet de notre étude, il semble qu'il existe une relation inverse entre l'ouverture du compte capital et la libéralisation commerciale.

IV. Conclusion

La problématique du développement financier dans les pays émergents continue de susciter les intérêts, les réactions de la communauté des économistes financiers et surtout continue de susciter les polémiques. En effet, les économistes classiques semblent croire en les vertus du libre échange et de son applicabilité pour le champ financier. Un autre pan de la littérature économique, surtout émanant des économistes néostructuralistes infirment cette idée et croient plutôt aux bienfaits du protectionnisme notamment pour le domaine financier. Le but de l'étude effectuée dans le cadre de ce document était de montrer de façon objective les risques que peut encourir *aujourd'hui* les pays du bassin sud de la Méditerranée (qui représentent du reste des caractéristiques similaires à l'ensemble des pays en développement à des exceptions près notamment le cas d'Israël), d'une insertion dans un mouvement de mondialisation financière de plus en plus entraînant. On a délibérément utilisé le terme risque, parce que les gouverneurs et autres décideurs de politique économique dans ces pays semblent

plutôt portés à l'ouverture financière en oubliant les conditions préliminaires nécessaires à son accomplissement. En effet, il paraît d'après les résultats de cette étude que pour l'ensemble des indicateurs du développement financier, l'état actuel du développement institutionnel et légal ne permet pas d'assurer une amélioration de l'activité et de l'efficacité des systèmes financiers. Il n'est donc pas recommandable au vu de ces résultats d'opérer une ouverture financière qui se traduit par une ouverture du compte du capital et une libéralisation de la monnaie des pays dans ces conditions. Cette conclusion à laquelle on arrive au terme de cette étude, ne semble pas être prise en considération par l'ensemble des pays de la région (A titre d'exemple, on peut voir qu'un pays comme la Tunisie a déjà planifié d'instituer prochainement, la libéralisation totale du dinar tunisien). Plutôt que d'ouvrir les frontières financières, il convient d'abord de préparer le terrain à un tel choix, par une amélioration de la qualité de l'environnement légal et institutionnel. Mais il semble que dans un cadre de mondialisation financière « sauvage » les Etats, surtout ceux en voie de développement, ont tellement perdu de marges de manœuvre dans la poursuite d'objectifs qui leur sont pourtant bénéfiques, qu'ils sont obligés de suivre à la lettre les propositions et diktats d'institutions financières internationales déjà à la merci de quelques intérêts privés.

Annexes

Tableau 1. Le ratio M₂ par rapport au PIB

	1970	1975	1980	1985	1990	1995	2000	2005
Algérie	57%	55%	58%	77%	62%	40%	41%	53.91%
Egypte	35%	50%	67%	82%	86%	80%	77%	106.94%
Israël	51%	34%	22%	96%	70%	75%	94%	106.635%
Jordanie	61%	77%	85%	93%	131%	102%	112%	135.94%
Maroc	30%	39%	40%	44%	54%	66%	83%	103.5%
Syrie	37%	36%	46%	76%	54%	55%	63%	71%
Tunisie	33%	38%	41%	45%	51%	46%	55%	61.86%

Source : World Development Indicators on line

Tableau 2. Le ratio crédits domestiques par rapport au PIB

	1980	1985	1990	1995	2000	2005
Algérie	62.48615	86.25025	74.491	48.67527	31.88837	11.12694
Egypte	88.0265	121.562	110.4242	82.45802	95.96078	100.1817
Israël	135.166	175.1909	106.2293	81.53387	82.71426	84.81994
Jordanie	61.56381	93.13087	117.8602	94.21396	90.68182	110.3188
Liban	-41.16452	54.53973	171.2262	181.7992
Libye	28.05882	58.79131	104.963	114.2107	61.5695	-50.70996
Maroc	53.79289	63.99244	60.21508	79.28392	90.11659	87.78793
Syrie	60.66843	106.7327	56.55159	48.14251	25.9489	..
Tunisie	52.6442	74.6995	62.54459	71.36998	72.97127	71.57397
Turquie	19.26079	25.85935	20.24766	28.82957	51.65318	56.80077

Source : World Development Indicators on line

La capitalisation boursière et le nombre des actions cotées

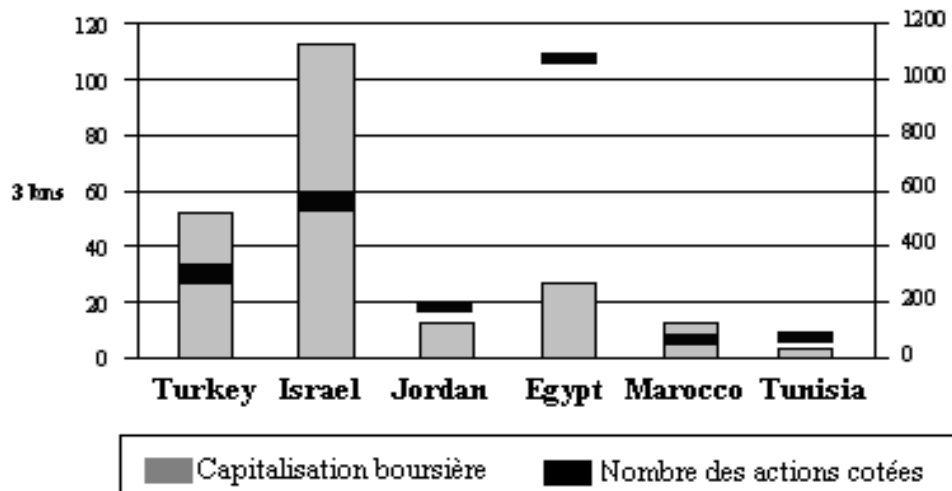


Tableau.7 : Régression de l'ouverture financière sur les différentes mesures du développement financier (BLRBA, DCBS, DCPS, SMKC) et les différentes composantes légales et institutionnelles (LEGAL, CONCOR, RUL, VOA)

	$KAOP_t - KAOP_{t-5}$
BLRBA (t -5)	4.1 (1.546)
LEGAL	-0.929 (1.127)
Interaction : LEGAL*BLRBA (t-5)	6.947 (2.355)
Ouverture financière (t-5)	0.846 (0.136)
R ²	0.78

	$KAOP_t - KAOP_{t-5}$
BLRBA (t -5)	3.056 (1.292)
CONCOR	-0.593 (0.575)
Interaction : CONCOR*BLRBA (t-5)	6.471 (2.386)
Ouverture financière (t-5)	0.894 (0.155)
R ²	0.88
	$KAOP_t - KAOP_{t-5}$
BLRBA (t -5)	1.915 (1.305)
RUL	0.376 (0.935)
Interaction : RUL*BLRBA (t-5)	3.644 (2.147)

Ouverture financière(t-5)	0.877 (0.14)
R ²	0.88

	KAOP_t-KAOP_{t-5}
BLRBA (t -5)	6.27 (2.31)
VOA	-0.89 (0.489)
Interaction : VOA*BLRBA (t-5)	5.45 (1.92)
Ouverture financière(t-5)	0.868 (0.124)
R ²	0.89

	KAOP_t-KAOP_{t-5}
DCBS (t -5)	-0.076 (0.044)
LEGAL	0.848 (1.362)
Interaction : LEGAL*DCBS (t-5)	0.008 (0.54)
Ouverture financière(t-5)	0.8605 (0.159)
R ²	0.85
	KAOP_t-KAOP_{t-5}
DCBS (t -5)	-0.077 (0.0351)
CONCOR	0.605 (0.569)
Interaction : CONCOR*DCBS (t-5)	0.015 (0.0383)
Ouverture financière(t-5)	0.948 (0.171)
R ²	0.89
	KAOP_t-KAOP_{t-5}
DCBS (t -5)	-0.0715 (0.0291)
RUL	1.823 (0.765)
Interaction : RUL*DCBS (t-5)	-0.022 (0.047)
Ouverture financière(t-5)	0.83 (0.141)
R ²	0.89

	KAOP_t-KAOP_{t-5}
--	--

DCBS (t -5)	-0.0561 (0.0391)
VOA	-0.783 (0.547)
Interaction : VOA*DCBS (t-5)	0.0047 (0.0341)
Ouverture financière(t-5)	0.847 (0.151)
R ²	0.86
KAOP_t-KAOP_{t-5}	
DCPS (t -5)	-2.111 (1.805)
LEGAL	0.36 (1.398)
Interaction : LEGAL*DCPS (t-5)	-2.66 (2.065)
Ouverture financière(t-5)	0.998 (0.185)
R ²	0.84
KAOP_t-KAOP_{t-5}	
DCPS (t -5)	-0.721 (1.174)
CONCOR	0.873 (1.065)
Interaction : CONCOR*DCPS (t-5)	-1.83 (2.238)
Ouverture financière(t-5)	0.945 (0.191)
R ²	0.82

KAOP_t-KAOP_{t-5}	
DCPS (t -5)	-1.101 (1.109)
RUL	2.0188 (0.993)
Interaction : RUL*DCPS (t-5)	-1.14 (1.711)
Ouverture financière(t-5)	1 (0.17)
R ²	0.86
KAOP_t-KAOP_{t-5}	
DCPS (t -5)	-1.51 (1.62)
VOA	-0.769 (1)
Interaction : VOA*DCPS (t-5)	-0.77 (1.33)
Ouverture financière(t-5)	0.948 (0.161)
R ²	0.86

KAOP_t-KAOP_{t-5}	
SMKC (t -5)	0.354 (1.466)
LEGAL	0.865 (1.614)
Interaction : LEGAL*SMKC (t-5)	1.205 (2.667)
Ouverture financière(t-5)	0.933

	(0.216)
R ²	0.86

	KAOP_t-KAOP_{t-5}
SMKC (t -5)	0.835 (1.386)
CONCOR	0.519 (0.7)
Interaction : CONCOR*SMKC (t-5)	-0.272 (1.5)
Ouverture financière(t-5)	1 (0.24)
R ²	0.86
	KAOP_t-KAOP_{t-5}
SMKC (t -5)	-0.659 (1.768)
RUL	1.545 (1.078)
Interaction : RUL*SMKC (t-5)	1.645 (2.346)
Ouverture financière(t-5)	0.92 (0.197)
R ²	0.88
	KAOP_t-KAOP_{t-5}
SMKC (t -5)	0.88 (0.243)
VOA	-1.056 (0.933)
Interaction : VOA*SMKC (t-5)	0.049 (1.188)
Ouverture financière(t-5)	0.863 (0.206)
R ²	0.87