

Ouverture du Compte de Capital et Ordonnancement des Réformes Economiques et Financières¹

Fatma Kchir Jedidi² et Sami Mensi³

Résumé

L'objectif de ce papier consiste à examiner, sous un angle empirique, les séquences du processus de l'ouverture financière des marchés des pays du Moyen Orient et d'Afrique du Nord (MENA). Nous empruntons une démarche en données de panel dynamique (GMM) d'Arellano et Bond sur la période [1993-2007]. Nous prétendons qu'une libéralisation du compte de capital réussie exige des préalables indispensables, dont la stabilité macroéconomique, le développement financier et l'ouverture commerciale. A notre sens, une séquentialisation « optimale » des réformes exige, pour les pays de la zone en question, un ordonnancement des pré-requis. Il s'agit d'entamer une ouverture commerciale cinq ans avant de s'engager dans la libéralisation de son compte de capital, un développement financier et une stabilité macroéconomique de quatre ou cinq ans auparavant.

Abstract

The aim of this paper is to empirically examine the sequences pertaining to financial markets openness process for the Middle-East and North Africa (MENA) countries. We borrow a dynamic panel-based data analysis as proposed by Arellano and Bond over the period [1993-2007]. We assume that a successful capital account liberalization requires essential preliminary steps, including macroeconomic stability, financial development and trade openness. In our opinion, an optimal sequencing of reforms requires, for the countries under consideration, some prerequisites. Among these, we might mention the launching of a trade openness process five years before being committed to capital account liberalization and financial development, plus a macroeconomic stability four or five years ahead of the process.

Mots clés : Séquentialisation /Ordonnancement des réformes, Libéralisation du compte de capital, Préconditions, crises, MENA.

Classification Jel: F21, F36, F41, G15, G18

¹ Ce ci est une traduction de cet article de sa version anglaise

²Ecole Supérieure de Commerce de Tunis, Laboratoire d'Intégration Economique Internationale (LIEI), FSEG Tunis. E-mail: fatmakchir@yahoo.com

³ Ecole Supérieure de Commerce de Tunis, Laboratoire PS2D, FSEG Tunis. E-mail: sami.mensi@fsegt.rnu.tn

I. Introduction

La littérature économique de l'ouverture financière est apparue au début des années 1970 dans les écrits de Mc Kinnon (1973) et Schaw (1973). Ces œuvres mettent en relief les méfaits d'un système financier réprimé, aussi bien sur le plan financier que celui de l'économie réelle et attestent que l'ouverture financière est le moyen le plus adéquat pour développer l'activité bancaire, relancer l'accumulation du capital et stimuler la croissance économique.

L'adoption d'une politique de l'ouverture financière a toujours été considérée comme une condition nécessaire à un développement sain et efficient des systèmes financiers. En effet, l'ouverture financière permet de contourner les entraves causées par la répression financière tout en garantissant une augmentation des taux d'intérêt servis sur les dépôts qui entraîne un accroissement de l'épargne et une stimulation de l'investissement et de la croissance économique.

L'ouverture financière et le développement financier bénéficient d'une attention particulière par la littérature économique moderne. Les prédécesseurs de Mc Kinnon et Schaw se sont intéressés aux conditions requises à la réussite de l'ouverture financière. Il s'agit de réfléchir sur l'enchaînement chronologique de la libéralisation financière ou encore à sa « séquentialisation ». Le problème de la séquentialisation se pose dès lors que l'on essaye d'intégrer des structures financières moins « primitives » que celles suggérées par Mc Kinnon et qui dépassent la simple intermédiation bancaire envisagée par Shaw.

Dans cet article, nous nous proposerons d'étudier l'ordonnancement adéquat des réformes économiques commerciales et financières permettant aux pays de la région du Moyen Orient et de l'Afrique du Nord (MENA) de réussir la libéralisation du compte de capital.

Ce papier est structuré comme suit : La deuxième section traite des approches théoriques traitant de la séquentialisation des réformes. Ensuite, nous présenterons dans la troisième section les caractéristiques des pays de la région MENA. Enfin, la quatrième section est consacrée à l'étude économétrique en données de panel des préconditions de l'ouverture du compte de capital. Enfin, nous concluons.

II. Approches théoriques sur la séquentialisation des réformes

Deux vagues de critiques se sont adressées aux partisans de l'ouverture financière et qui se sont justifiées par la multiplicité des crises financières touchant un grand nombre des pays du monde. La première vague de critique est basée sur les fondements des modèles de McKinnon et Shaw soulignant l'importance de l'environnement économique et institutionnel dans la réussite de la politique de libéralisation. En effet et selon ces deux auteurs, les effets bénéfiques de la libéralisation des mouvements de capitaux dépendent du niveau du développement financier du pays. Les crises coûteuses des économies émergentes ont été essentiellement à l'origine d'un système financier peu développé, d'un manque ou d'une inadéquation des règles prudentielles, de supervision et de régulation ou d'une ouverture du compte de capital prématuré.

Certains analystes ont souligné l'importance de la mise en place des règles prudentielles et de supervision au sein du système bancaire, notamment après les crises reproduites dans les pays émergents (McKinnon et Pill 1997). Soulignons que la réglementation prudentielle peut empêcher la concentration des prêts pour un petit nombre de client, surveiller l'accès au secteur bancaire. Elle peut, aussi, exiger aux banques de diversifier leurs portefeuilles et sauver celles qui sont en difficulté. Lorsque les systèmes bancaires sont mal régulés et sous capitalisés, les afflux de capitaux seront utilisés dans des projets peu rentables, inefficaces ou corrompus (Rossi 1999, Eichengreen 2001).

La relation entre développement du secteur financier et libéralisation du compte de capital a été toujours présentée sous la forme d'argument de séquence : une ouverture totale nécessite un système financier domestique robuste, un marché développé et des structures de supervision qui s'accommodent bien avec la volatilité des flux de capitaux potentiels. De plus, si le marché financier domestique est encore répressif, la libéralisation du compte de capital prématurée peut encourager l'épargne domestique à chercher des rémunérations plus intéressantes à l'étranger, ce qui se traduit par une fuite des capitaux.

D'autre part, comme les barrières commerciales favorisent excessivement la substitution aux importations, la libéralisation du compte de capital précédant celle du compte courant (et l'économie réelle) peut attirer les capitaux étrangers vers des secteurs défavorisés et peu productifs ce qui réduira la croissance économique (Mc Kinnon 1973, 1993 et Edwards 1984).

Selon Edwards (1999), plusieurs analystes affirment, vers la fin des années 1980, que le compte de capital devrait être libéralisé suite à la réforme du secteur financier domestique

et la consolidation de la libéralisation commerciale. Néanmoins, rares sont les pays qui ont suivi réellement cet itinéraire. En comparant les expériences de l'Argentine et de l'Uruguay qui ont commencé par la libéralisation du compte de capital à celle du Chili, qui a privilégié la libéralisation des opérations courantes, Edwards conclut que le bon ordonnancement des réformes est celui du Chili.

A la fin des années 80, la discussion avait évolué dans le sens d'établir les conditions préalables ou les préconditions au processus des réformes telles que l'élimination des déséquilibres fiscaux et la maîtrise de l'inflation. Soulignons que la stabilité macroéconomique n'a pas été prise en considération par les pays émergents et en particulier en Amérique latine et en Afrique (Arteta et al 2001). Nous désignons par stabilité macroéconomique, la stabilité du niveau général des prix et un déficit budgétaire modéré. En effet, l'instabilité des prix augmente la probabilité de crises bancaires et permet d'accroître les taux d'intérêt. Elle se caractérise par les taux d'inflation et d'intérêts élevés et incertains, ces derniers provoquent une baisse de l'épargne et détruisent les opportunités à long terme des investisseurs.

A court terme, l'ajustement budgétaire est fondé sur la réduction des dépenses publiques et la restriction des entreprises publiques déficitaires pour éviter l'effet d'exclusion de l'investissement privé et faire baisser le taux d'inflation. A long terme, le contrôle du budget de l'Etat demande une réforme fiscale favorable, pour ce faire les autorités peuvent procéder à l'élargissement de l'assiette d'imposition et une simplification des structures fiscales et à la correction à la baisse des taux d'impôt pour le rendre plus adéquats. Au total la stabilité macroéconomique est prise comme une condition nécessaire mais non suffisante pour la réussite des réformes financières.

Pour répondre aux problèmes rencontrés par la libéralisation du compte de capital, le courant néo-libéral a construit une approche en termes de périodisation des réformes (timing and sequencing) qui consiste à ne procéder à la libéralisation du compte de capital qu'après que les ressources intérieures auront réagi aux signaux des politiques modifiées (Krueger, 1986, Fontaine & Lanzarotti, 2001). En effet, l'efficacité de la réforme du secteur financier sur la croissance peut être ébranlée si l'environnement économique souffre de forte inflation et des déséquilibres fiscaux insoutenables ce qui risquerait de remettre en cause la crédibilité des réformes. Dans cette optique, Bhagwati (1998) et Cooper (1998) ont montré que dans un monde caractérisé par une information imparfaite et un marché financier fragile, une mobilité des capitaux peut amplifier les distorsions existantes, créer des phénomènes d'aléa moral et d'antisélection augmentant le risque de crises de change.

Contrairement au modèle de Mckinnon et Shaw, la deuxième vague de critique soutenue par les néo structuralistes remet en question la pertinence des politiques de l'ouverture financière et démontrent que cette dernière est source de déséquilibre financier, de faillites bancaires et de stagflation. Pour eux, l'accroissement des taux d'intérêt augmente l'inflation et la dévaluation renchérit le coût des importations et ralentit la croissance.

Les néo structuralistes considèrent que la volatilité des capitaux étrangers de court terme ou à caractère spéculatif serait une source majeure d'instabilité macro-économique. En période d'entrée, ils favoriseraient la surévaluation des monnaies nationales et l'émergence de déficit en compte courant insoutenables à long terme. Ils provoqueraient, lors des inévitables retournements, des dévaluations excessives. Lors des reprises des entrées des capitaux en Amérique Latine au début des années 1990, les néo-structuralistes se sont opposés à l'ouverture non sélective du compte de capital. Ils proposaient une régulation des entrées des capitaux capable, par une taxation ad hoc ou par des contrôles quantitatifs, de décourager l'afflux de capitaux de court terme et spéculatifs, tout en admettant les capitaux canaliables vers l'investissement productif et qui sont les flux d'IDE et les flux de long terme. Seul le Chili a appliqué rigoureusement cette politique, ce qui lui a permis d'échapper à l'effet « tequila ». Cette même configuration se retrouve lors de la crise asiatique en 1997 : afflux de capitaux spéculatifs, appréciation réelle, creusement du déficit extérieur et fuite des capitaux. L'idée de libéraliser le compte de capital à la fin de la réforme, a acquis une nouvelle importance suite à la crise du Sud Est Asiatique, durant la période 1997-98. L'expérience chilienne a été, alors, au centre des débats liés à la prise de consciences des capitaux volatils (French-Davis et al 1994, Fontaine & Lanzarotti, 2001).

Au sein du compte de capital, les flux de long terme sont considérés plus stables que ceux de court terme et plus favorables à la croissance (Reisen et Soto, 2001). Ils devraient être libéralisés avant les mouvements de capitaux de court terme. Autrement dit les capitaux propres et les IDE sont libéralisés avant les crédits commerciaux, les crédits bancaires et les instruments du marché monétaire et les crédits non commerciaux et les dérivés financiers (cf., OCDE, 1990).

III. Aperçu général sur les pays de la région MENA

La région du MENA est constituée d'un groupe varié de pays dont certains sont parmi les plus pauvres du monde et d'autres parmi les plus riches. Il convient de distinguer entre les pays exportateurs de pétrole et de produits de base et les pays importateurs de pétrole. La

région du MENA a enregistré des fluctuations importantes en termes d'échange, de la situation de ses comptes courants et de ses besoins en financement externe. Mais malgré les développements récents sur les marchés mondiaux des matières premières qui ont eu des répercussions négatives sur les économies de la région et malgré le fait que ces changements se sont produits pendant une période de détérioration de la croissance externe et du financement international, le PIB de la région est demeuré inchangé en 2008 à la solide croissance enregistré en 2007.

S'agissant des pays exportateurs de pétrole (PEPMO), l'augmentation du volume des recettes pétrolières ne s'explique pas par une augmentation de la production mais plutôt par une hausse du niveau des cours mondiaux, ce qui a engendré un accroissement des dépenses publiques. En dépit de l'accroissement des dépenses intérieures et des importations, les excédents courants importants ont légèrement diminué pour s'établir à 22,8% du PIB en 2008 soit 400 milliards de dollars EU. Dans les pays du Conseil de Coopération du Golf (CCG)⁴, les pressions inflationnistes se sont intensifiées suite à l'augmentation des loyers en raison de l'insuffisance de l'offre sur le marché immobilier et au renchérissement des produits alimentaires. En ligne avec la baisse des prix des produits alimentaires et pétroliers, l'inflation est en forte baisse par rapport aux niveaux sans précédent de l'été 2008.

Pour ce qui est du développement financier, l'étude de FEMISE (2008) montre qu'en 2006, le ratio de la capitalisation boursière sur le PIB pour la région MENA est en nette expansion depuis 2002 pour atteindre 88% du PIB et s'établir enfin à 73%. Les ratios Turnover et Volume de transactions confirment ces constatations, bien qu'on enregistre un déclin de 82 pour cent en 2005 à moins de 55 pour cent en 2006.

Egalement, en retenant les principaux indicateurs du développement financier, les résultats montrent que dans la dernière décennie, les pays de la zone ont pu asseoir un système financier plus développé en comparaison avec ceux de l'Europe de l'Est. En effet, le ratio M2/PIB est passé de 78 pour cent en 2004 à 60 pour cent en 2006. Cependant, depuis 2004 les ratios de crédits domestiques du secteur bancaire ou les crédits domestiques adressés au secteur privés exprimés en pourcentage du PIB, exhibe une tendance renversée.

Les systèmes financiers des pays de la région MENA n'ont, jusqu'à présent, pas été particulièrement exposés à la crise en raison de leur intégration limitée au sein des institutions financières mondiales. Toutefois, les effets de la récession mondiale sur l'économie réelle se font fortement ressentir dans de nombreux pays de la région. Selon le rapport publié par le

⁴ Arabie Saoudite, Bahreïn, Emirats Arabes Unis, Koweït, Oman et Qatar.

FMI en décembre 2008, les pays du MENA seront affectés par la crise par trois vecteurs indirects : Premièrement, la forte baisse des cours du pétrole qui réduit les recettes des pays exportateurs de pétrole et le coût des importations pour les pays importateurs de pétrole. Deuxièmement, la contraction de la demande, du commerce et de l'activité connexe à l'échelle mondiale qui pèse sur les exportations, le tourisme et les envois de fonds des travailleurs expatriés. Et finalement, le resserrement du crédit au niveau international et une plus grande aversion des investisseurs au risque qui font baisser les entrées de capitaux, les prix des actifs locaux et l'investissement.

La libéralisation des taux d'intérêt constitue la première mesure de la réforme financière. Elle est décrétée comme étant l'une des premières lois visant la libéralisation du système financier. Elle a été mise en œuvre relativement très tôt en Tunisie (entamée Janvier 1987 et achevée en novembre 1996) et au début des années 1990 dans les autres pays à l'exception de la Libye en 2005. Cependant, cette réforme a été paradoxalement très lente en Tunisie (10 ans) et rapide en Egypte (en 2 ans).

La libéralisation financière externe est le deuxième volet de la réforme financière. Avant les années 1990 la majorité des pays de la région était caractérisée par la domination du secteur public dans le système bancaire. A la suite des accords de l'OMC sur la libéralisation des services financiers, plusieurs pays ont réduit les restrictions sur l'entrée des banques étrangères.

La libéralisation des mouvements des capitaux constitue la phase ultime du processus de la libéralisation financière externe. Elle consolide l'intégration financière à l'échelle de la région et à l'échelle internationale. La majorité des pays à l'exception de l'Egypte a adopté une démarche prudente, en renforçant les fondamentaux de l'économie afin d'éviter et de minimiser les risques de la volatilité des mouvements des capitaux. En adoptant, une mise en œuvre assez rapide de la libéralisation financière externe, l'Egypte a connu un certain nombre de problèmes liés à la dollarisation de l'économie et au déséquilibre sur le marché des changes.

IV. Essai de validation empirique d'un modèle dynamique d'ordonnement des réformes économiques et financières

Dans cette section, nous cherchons à déterminer la meilleure séquence d'ouverture dans les pays du Moyen Orient et de l'Afrique du Nord en faisant recours à l'économétrie des données de panel. Nous nous sommes basés sur les approches théoriques, présentées dans les

sections précédentes, affirmant que le développement du Système financier domestique, l'ouverture commerciale et la stabilité macro-économique sont des conditions nécessaires à l'ouverture du compte de capital (McKinnon et Shaw (1973), Mc Kinnon (1991), Tornell (2004)). Nous nous sommes inspirés aussi des travaux empiriques de Chinn et Ito (2002 et 2005), privilégiant la recherche des préconditions à la libéralisation des mouvements de capitaux. Ces travaux ont mis l'accent sur la relation entre l'ouverture du compte de capital et l'ouverture commerciale, d'une part, et le développement financier, la stabilité macro-économique et l'ouverture financière, d'autre part.

Les questions qui nous paraissent être pertinentes dans la recherche de la séquence optimale d'ouverture sont au nombre de trois :

- Quel est l'ordre « optimal » de l'ouverture commerciale et financière. Autrement dit, qui devrait précéder l'autre : l'ouverture commerciale ou financière ?
- La stabilité macro-économique est elle une précondition à l'ouverture financière ?
- Les pays ont-ils besoin de développer leurs systèmes bancaire et boursier avant d'entreprendre la libéralisation du compte de capital?

IV.1. Présentation des modèles et des variables

Pour répondre aux interrogations citées ci-dessus, nous avons élaboré deux modèles de panel dynamique. Dans le premier modèle, nous traiterons de la relation ouverture commerciale, stabilité macro-économique et ouverture financière (voir équation 1). Quant au deuxième modèle, notre intérêt portera sur la relation entre développement boursier, bancaire, stabilité macro-économique et ouverture financière (voir équation 2).

1^{er} modèle :

$$\mathbf{Kaopen}_{i,t} = \mathbf{b}_0 + \mathbf{b}_1 \mathbf{Kaopen}_{i,t-3} + \mathbf{b}_2 \log(\mathbf{TO})_{i,t-5} + \mathbf{b}_3 \mathbf{SB}_{i,t-3} + \mathbf{b}_4 \log \mathbf{PIB}_{i,t-4} + \mathbf{U}_i + \mathbf{V}_t + \mathbf{e}_{i,t} \quad (1)$$

Avec

Kaopen : indice de l'ouverture du compte de capital. Nous avons utilisé l'indice établi par Chinn et Ito (2008).

Log(TO) : logarithme du taux d'ouverture commerciale approximée par le ratio (X+M)/PIB

SB : le solde budgétaire du gouvernement

Log PIB: logarithme du PIB réel par tête

U_i est l'effet spécifique pays

V_t est l'effet spécifique temporel

$e_{i,t}$ est le terme d'erreur

i et t représentent respectivement l'indice pays et l'indice temporel.

j représente le retard

Le solde budgétaire du gouvernement (SB) et le niveau du PIB réel par tête et/ou le taux d'inflation sont les variables exogènes ou de contrôle. Le choix de ces variables relève de la littérature économique passée. En effet, Grilli et Milesi-Ferretti (1995) ont montré qu'un niveau élevé de restriction sur les flux de capitaux est relié empiriquement à des taux d'inflation élevés, des taux d'intérêt faibles et des ratios de (consommations publiques/ PIB) élevés. Leurs résultats démontrent que les contrôles de capitaux sont appliqués dans les pays à système de taxation peu développé. Les contrôles de capitaux représentent, donc, une source de revenu des gouvernements. Johnston et Tamirisa (1998) ont prouvé que les pays appliquent plus de contrôles de capitaux dans les cas suivants :

*Des balances de paiements déficitaires (c'est-à-dire dans le cas des niveaux faibles des réserves internationales)

*Des niveaux élevés des taux d'intérêt et des taux de change.

*Des niveaux élevés de déficits budgétaires (en % PIB)

En se référant aux études citées ci-dessus, nous retenons deux variables macroéconomiques que sont : le surplus budgétaire de l'Etat (SBt-3) et le PIB réel par tête puisqu'elles sont communément affirmées comme des déterminants des contrôles de capitaux. Soulignons que la variable PIB réel par tête sert à contrôler le niveau de développement du système économique ($\log(\text{PIB})_{t-4}$). Étant donné que les deux variables sont utilisées pour contrôler la tendance générale des variables macro-économiques, elles sont prises comme des variables annuelles retardées.

2^{ème} modèle :

$$\text{Kaopen}_{i,t} = b_0 + b_1 \text{Kaopen}_{i,t-5} + b_2 \text{DF}_{i,t-5} + b_3 \log(\text{Inf})_{i,t-j} + b_4 \log \text{PIB}_{i,t-j} + U_i + V_t + e_{i,t}(2)$$

Avec

DF: développement du système financier domestique.

Log Inf: le logarithme du taux d'inflation mesuré par le déflateur du PIB.

Concernant la variable “DF”, nous avons retenu trois variables dont une mesure la liquidité du marché bancaire et deux reflétant le développement du marché boursier. Notons que la variable reflétant la liquidité est le ratio crédit privé sur PIB. En effet, les crédits accordés aux secteurs privés mesurent les crédits distribués par les banques commerciales et par les autres institutions financières destinés au secteur privé. Cet indicateur reflète le rôle du secteur bancaire dans le financement des investissements, et ce à travers l’allocation des ressources au secteur privé, censé être plus impliqué que le secteur public dans la réalisation des projets d’investissement. Quant aux variables reflétant le développement du marché boursier, elles sont les suivantes:

SMKC : le stock de la capitalisation boursière qui représente la valeur des titres cotés. Cette variable mesure la taille du marché boursier. Une valeur élevée de ce ratio implique un marché boursier développé.

SMT0 : le taux de rotation des actifs qui mesure la liquidité du marché boursier.

Aux cotés de ces variables, nous avons introduit les valeurs retardées des variables reflétant le développement et la stabilité macro-économique à savoir le niveau du PIB réel par tête et le taux d’inflation.

IV.2. Présentation de l’échantillon de pays, de la période et de la méthode d’estimation

Concernant l’échantillon de pays, nous avons retenu 15 pays de la région du MENA à cause de l’insuffisance de données des pays ayant connu des crises et conflits politiques les obligeant à rester en autarcie financière et en blocage économique dont l’Irak, la Bande de Gaza, Djibouti, la Mauritanie, la Libye (voir Annexe 1). Pour ce même problème de disponibilité des données, en particulier de nature boursière, la période de notre étude s’étale de 1993 à 2007. Nos données sont extraites de la base de la Banque Mondiale “World Development Indicator 2008” et de l’article de Chinn et Ito (2008).

Étant donnée que la variable dépendante retardée ($Kaopen_{i,t-5}$ ou $Kaopen_{i,t-3}$) figure dans la partie exogène des équations (1) et (2), les techniques des méthodes de Panel standards ne peuvent plus s’appliquer puisqu’elles ne fournissent pas des solutions aux problèmes de biais de simultanéité, de causalité inverse et de variables omises. Dans ce contexte et pour résoudre ces problèmes, nous faisons appel au modèle dynamique. Il s’agit de l’estimateur de la méthode des moments Généralisés en panel dynamique, noté (GMM). Plus précisément, nous avons utilisé l’estimateur en différence première d’Arrelano et Bond (1991) puisqu’il permet d’estimer parfaitement les modèles dynamiques dans lesquels la variable

dépendante retardée est incluse comme variable explicative.

Trois tests sont associés à l'estimateur des GMM en panel dynamique:

- Le test de suridentification de Sargan/Hansen qui permet de tester la validité des variables retardées comme instruments.
- Le test d'autocorrélation d'Arellano et Bond où l'hypothèse nulle est l'absence d'autocorrélation de premier ordre des erreurs de l'équation en différence noté AR (1).
- le test d'autocorrélation d'Arellano et Bond où l'hypothèse nulle est l'absence d'autocorrélation de second ordre des erreurs de l'équation en différence noté AR (2).

IV.3. Résultats des estimations⁵ et interprétations

IV.3.1. La libéralisation commerciale est-elle une précondition à la libéralisation du compte de capital?

Les tests d'Hausman et de Fisher présentés dans le tableau 2 indiquent qu'il s'agit d'un panel hétérogène à effets aléatoires (la probabilité du test d'Hausman est très proche de 1 et celle du test d'Homogénéité de Fisher est nulle). Par conséquent, l'intégration des effets spécifiques individuels et temporels serait nécessaire dans notre régression.

Étant donné que la méthode des GMM en différence première utilisée permet d'éliminer les effets individuels, seuls les effets temporels sont pris en considération. Il s'agit essentiellement des effets relatifs aux années 1993- 1994 et 2002. Les tests de Sargan, d'AR(1) et d'AR(2) mettent en relief la validité des instruments et l'absence d'autocorrélation de second ordre.

D'après le tableau 1, les coefficients des variables $\log(\text{TO})_{i,t-5}$, $\log(\text{PIB})_{i,t-4}$ et $\text{Kaopen}_{i,t-3}$ sont positifs et significatifs dans l'explication de l'ouverture financière. L'ouverture commerciale devrait donc précéder de 5 ans l'ouverture du compte de capital. Le niveau du développement économique $\log(\text{PIB})_{i,t-4}$ affecte positivement l'ouverture financière quand il la précède de 4 ans. Le coefficient de la variable (SB) est positif mais non significatif. La maîtrise du solde budgétaire peut précéder aussi la libéralisation financière de trois ans. Quant aux réformes financières, elles devraient être entreprises trois ans au paravent ($\text{Kaopen}_{i,t-3}$).

⁵ Le logiciel économétrique utilisé est « Stata 8 ».

Tableau 1: Relation Ouverture commerciale - libéralisation des mouvements de capitaux pour la totalité de l'échantillon sur la période (1993-2007)

Méthodes d'estimation Régressions	GMM en différence 1 ^{ère} (1993-2007) (1)
V. endogenous	
V. exogenous	Kaopen $_{i,t}$
Kaopen $_{i,t-1}$	0,54 (5,56)*
Kaopen $_{i,t-3}$	0,10 (2,91)*
log(TO) $_{i,t-5}$	0,51 (2,14)**
SB $_{i,t-3}$	0,008 (1,30)
log(GDP) $_{i,t-4}$	1,81 (3,27)*
F-Test	0,0000
Hausman Test	0,9577 °
Sargan Test	1,000
AR(1)	0,0325
AR(2)	0,0833

* significativité au seuil de 1%; ** significativité au seuil de 5%; *** significativité au seuil de 10%
° Nous avons intégré les effets temporels relatifs aux années 1993, 1994 et 2002.

IV.3.2. Développement financier et libéralisation du compte de capital

D'après le tableau 2, nous pouvons déduire qu'il s'agit des panels hétérogènes à effets aléatoires. Nous avons intégré des effets spécifiques temporels dans chacune des régressions mais qui n'ont pas été rapportés dans le tableau. Ces effets concernent les années: 1993 - 1994- 2002. Les tests de Sargan et d'Arellano et Bond nous confirment la validité des instruments et l'absence d'autocorrélation de second ordre.

Les résultats des régressions nous paraissent satisfaisants, bien que certaines variables soient non significatives. Dans les trois régressions, les coefficients de Kaopen retardés de trois et cinq ans sont soit négatifs et significatifs soit non significatifs. Ce résultat démontre que l'ouverture du compte de capital est la dernière étape du processus d'ouverture financière car son impact ne devient positif que dans le cas où elle la précède d'une année (Kaopen t-1).

Concernant les variables indicatrices du développement financier et boursier, nous constatons que le coefficient de la variable reflétant le crédit privé est positif et significatif dans l'explication de l'ouverture financière (voir la régression 1 du tableau 3). Ce résultat peut être expliqué par le fait que l'accroissement du crédit bancaire est l'un des indicateurs qui permet le mieux de prévoir les crises financières (Kaminski et Reinhart, 1999). L'intensification de la concurrence conduit également les banques à relever les taux d'intérêt créditeurs pour conserver ou attirer les dépôts, ce qui tend à réduire leur marge. Ceci est souvent considéré comme favorable au développement de l'épargne et de l'investissement. Notons que les banques arabes ont une forte aversion pour le risque et que les pays de la région investissent dans des projets rentables. La région du MENA attirent en grande partie des investissements directs étrangers (IDE). Les investissements de court terme et de nature volatil comme les investissements de portefeuille sont très faibles dans cette région (voir annexes 2 et 3).

À partir des deux dernières régressions, nous constatons que les indicateurs du marché boursier (SMKC, SMT0) affectent positivement et significativement l'ouverture financière. La liquidité, la performance et l'élargissement de la taille du marché boursier devraient précéder l'ouverture du compte de capital de quatre voir même cinq ans. Notons que notre échantillon de pays comprend ceux qui ont un système boursier développé et ceux qui ont une bourse quasiment inexistante comme l'Algérie (voir Annexe 4).

Qu'elle soit reflétée par la variable PIB réel par tête ou par le taux d'inflation, la stabilité macro-économique s'avère indispensable dans le processus de libéralisation du compte de capital. En effet, la maîtrise de l'inflation devrait précéder de quatre ans l'ouverture du compte de capital (voir la régression 2 du tableau 2). Quant au niveau du développement économique, il devrait la précéder de cinq ans.

Tableau 2 : Développement bancaire et boursier et ouverture financière pour la totalité de l'échantillon sur la période (1993-2007)

V. endogènes	<i>Kaopen</i> _{<i>i,t</i>} (1)	<i>Kaopen</i> _{<i>i,t</i>} (2)	<i>Kaopen</i> _{<i>i,t</i>} (3)
V. exogènes			
<i>Kaopen</i> _{<i>t-1</i>}	0,68 (8,51)*	0,63 (4,39)*	0,75 (6,78)*
<i>Kaopen</i> _{<i>t-3</i>}	- 0,057 (-1,85)**	-0,14 (-3,08)*	0,012 (0,35)
<i>Kaopen</i> _{<i>t-5</i>}			
(CP/GDP)_{<i>i,t-5</i>}	0,56 (2,28)*		
SMKC_{<i>i,t-4</i>}		0,98 (2,90)*	
SMT0_{<i>i,t-5</i>}			1,49 (2,08)*
log(GDP) _{<i>i,t-4</i>}		-0,83 (-0,44)	
log(GDP) _{<i>i,t-5</i>}	0,73 (1,92)		1,98 (2,02)*
log(Inf) _{<i>i,t-4</i>}		-0,10 (-2,11)*	
log(Inf) _{<i>i,t-5</i>}	0,022 (3,31)*		0,0014 (0,11)
F-Test	0,0000	0,0000	0,0000
Hausman-Test	0,7686°	0,5486°°	0,0742°°
Sargan Test	1,0000	1,0000	1,0000
AR(1)	0,0386	0,0220	0,0338
AR(2)	0,25	0,949	0,1307

* significativité au seuil de 1% ; ** significativité au seuil de 5% ; *** significativité au seuil de 10%

° Nous avons intégré les effets temporels relatifs aux années 1993, 1994 et 2002.

°°: Nous avons intégré les effets temporels relatifs aux années 1993, 1994

En se référant à ces résultats , nous pouvons conclure qu'une ouverture financière réussie se résume par une ouverture du compte de capital précédée par une ouverture commerciale de cinq ans et un niveau développé du système financier domestique de trois ans

et un certain niveau de développement économique de maîtrise d'inflation de quatre ou cinq ans. L'accent est mis sur le développement du marché boursier qui est considéré comme une précondition nécessaire. Soulignons que nos résultats sont conformes à ceux de Ito et Chinn (2005).

Conclusion

La « séquentialisation » est une démarche qui s'exprime à travers un processus à plusieurs étapes distinctes mais complémentaires. Au terme de cette investigation théorique et empirique nous avons pu élaborer un ordonnancement optimal des réformes économiques et financière pour les pays de la région MENA. A notre sens, trois principales séquences doivent impérativement être exécutées au préalable à savoir : la stabilité macro-économique, le développement financier et l'ouverture commerciale.

Les conclusions auxquelles nous avons abouties sont au nombre de quatre :

- L'ouverture commerciale doit être réalisée cinq ans avant la libéralisation du compte de capital et précédée d'un an la concrétisation de la stabilité macro-économique ;
- Le développement bancaire doit être accompagné par un niveau satisfaisant de développement économique (PIB) et une maîtrise de l'inflation cinq ans avant la libéralisation du compte de capital ;
- Le développement boursier reflété par la performance et la taille de sa capitalisation doit être accompagné par une maîtrise de l'inflation quatre ans auparavant ;
- S'agissant de la liquidité du marché boursier et parallèlement au développement économique (mesuré par le niveau du PIB réel par tête), nous recommandons qu'ils soient effectués cinq ans avant la libéralisation du compte de capital.

Références Bibliographiques

- ▲ **Arellano, M., Bond, S. (1991)**, «Some Tests of Specification for Panel Data : Monte Carlo Evidence and Application to Employment Equation», *Review of Economic Studies*, vol.58, pp.277-297.
- ▲ **Arteta, C., Eichengreen, B., Wyplosz, C. (2001)**, « When Capital Account

Liberalization Help More Than it Hurts? », NBER Working Paper, n° 8414.

- ▲ **Bhagwati, J. (1998)**, « The Capital Myth », Foreign Affairs.
- ▲ **Chan Lee James, H. (2002)**, « Beyond Sequencing: What does a Risk Based Analysis of Core Institutions, Domestic Financial and Capital Account Liberalization Reveal About Systemic Risk in Asian Emerging Market Economies », ADB Institute Research Paper, n°46.
- ▲ **Chanda, A. (2001)**, « The Influence of Capital Controls on Long Run Growth: Where and How Much? » (Unpublished; providence, Rhode Island: Brown University).
- ▲ **Chan-Lau, J. A., Chen, Z. (2001)**, « Crash-free Sequencing Strategies for Financial Development and Liberalization ». IMF Staff Paper. Vol. 48, n°1, pp.179-196.
- ▲ **Cherif, M., Bennaceur, S. (2008)**, « Financial Development, Economic Growth and Poverty Alleviation in MENA region », Rapport FEMISE.
- ▲ **Chinn, M., Ito, H. (2002)**, « Capital Account Liberalization, Institutions and Financial Development: Cross Country Evidence ». NBER Working Paper, n° 8967.
- ▲ **Chinn, M., Ito, H. (2005)**, « What Matters for Financial Development? Capital Controls Institutions and Interactions ». NBER Working Paper n° .11370, pp1-43.
- ▲ **Chinn, M., Ito, H. (2008)**, « A New Measure of Financial Openness », Journal of Comparative Policy Analysis, Vol. 10, N°. 3, pp. 309-322.
- ▲ **Edwards, S. (1984)**, « The Order of Liberalization of the Current and Capital Accounts of the Balance of Payments », NBER Working Paper n°.1507
- ▲ **Edwards, S. (1998)**, « Capital Flows, Real Exchange Rates and Capital Controls: Some Latin American Experiences ». NBER Working Paper n°. 6800.
- ▲ **Edwards, S. (1999)**, « How Effective are Capital Controls? ». Journal of Economic Perspectives, vol. 13, n°.4, pp 65-84.
- ▲ **Edwards, S. (2001)**, « Capital Mobility and Economic Performance: Are Emerging Economies Different? ». NBER Working Paper n°.8076.
- ▲ **Eichengreen, B. (2001)**, « International Financial Crises: Is the Crisis Problem Growing. », Mimeo. University of California, Berkeley, CA.
- ▲ **Eichengreen, B., Leblang, D. (2002)**, « Capital Account Liberalization and Growth: Was Mr.Mahathir Right ? ». NBER Working Paper no.9427.
- ▲ **Fontaine, J.M., Lanzarotti, M. (2001)**, « le Néo-Structuralisme : de la Critique du Consensus de Washington à l'Emergence d'un Nouveau Paradigme. » Mondes en Développement, Tome 29-113/114. p55.
- ▲ **Grilli, V., Milesi-Ferretti, G. (1995)**, « Economic Effects and Structural Determinants of Capital Controls ». International Monetary Fund Staff Papers, Vol.42, n°.3, pp.517-551.
- ▲ **Ito, H. (2004)**, « Is Financial Openness a Bad Thing? An Analysis on the Correlation Between Financial Liberalization and the Output Performance of Crisis-hit Economies ». UCSC Working Paper Series.
- ▲ **Johnston, R. B., Tamirisa, N. T. (1998)**, « Why do Countries use Capital Controls? ». IMF, Working Paper WP/98/181. Washington, D.C.: IMF.
- ▲ **Kaminsky, G., Reinhart, C. (1999)**. « The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems ». The American Economic Review, n°.89, pp.473-500
- ▲ **Mc Kinnon R.I. (1973)**: « Money and capital in economic development ». The Brooking Institution, Washington.
- ▲ **McKinnon, R. (1993)**, « The Order of Economic Liberalization: Financial Control in the Transition to a Market Economy », 2nd Edition, Johns Hopkins University Press.

- ▲ **McKinnon, R., Huw, P. (1997)**, « Overborrowing: A Decomposition of Credit and Currency Risk ». Unpublished manuscript. Harvard Business School. November.
- ▲ **Reisen, H., Soto, M. (2001)**, «Which Types of Capital Inflows Foster Developing-Country Growth? », International Finance, Blackwell Publishing, vol. 4, n°.1, pp 1-14.
- ▲ **Shaw E.S (1973)**, « Financial deepening in Economic Development », Oxford University Press, New York.
- ▲ **Tornell, A., Westermann, F., Martinez, L. (2004)**, « The positive link between financial liberalization, growth and crises ». NBER Working Paper n°10293, February.

Rapports et Statistiques

- ▲ Arab Monetary Fund Report (2007).
- ▲ International Economic Perspectives (2009) for the MENA region.
- ▲ World Bank Annual Report (2008).
- ▲ IMF Annual Report (2008).
- ▲ World Development Indicators (WDI 2008).
- ▲ OCDE (1990) « Libéralisation des mouvements des capitaux et des services financiers dans la zone de l'OCDE », OCDE Paris, pp 25-31.

Annexes

Annexe 1 : Liste des pays de notre échantillon

<i>Algérie</i> <i>Bahrein</i> <i>Liban</i> <i>Emirates</i> <i>Syrie</i>	<i>Malte</i> <i>Koweit</i> <i>Iran</i> <i>Egypte</i> <i>Jordanie</i>	<i>Oman</i> <i>Maroc</i> <i>Tunisie</i> <i>Arabie Saoudite</i> <i>Israel</i>
---	--	--

Annexe 2: Moyennes annuelles des entrées nettes des IDE et des investissements en Portefeuille (IP en pourcentage du PIB) reçus par la région MENA

Année	IDE	IP
1993	0.53	0.0144
1994	1.57	0.0770
1995	1.13	0.0088
1996	3.49	0.0442
1997	2.29	0.0164
1998	2.39	0.0391
1999	3.24	0.1596
2000	3.35	0.0501
2001	1.87	-2.0548E-05
2002	0.73	-0.1127
2003	4.22	0.0402
2004	2.93	0.1378
2005	4.68	0.3523
2006	9.23	0.2186

Source : Calculs des auteurs

Annexe 3 : Moyennes des entrées nettes des IDE et des entrées nettes des investissements en portefeuille (IP en pourcentage du PIB) sur la période [1993-2006]

Pays	IDE	IP
Algérie	0.87	0
Bahreïn	6.31	0
Egypte	2.05	0.21
Iran	0.13	0
Israël	2.71	NA
Jordan	5.14	-0.09
Kuwait	0.13	NA
Liban	6.80	1.01
Malte	9.47	0
Maroc	1.29	0.14
Oman	0.84	0.65
Arabie Saoudite	0.15	NA
Syrie	1.10	0
Tunisie	3.11	0.08
Émiraties	NA	NA
Moyenne de la région MENA	2.86	0.13

Source : Calculs des auteurs

Annexe 4 : Caractéristiques des bourses arabes en 2007

Bourses Arabes	Capitalisation boursière	Nombre de Sociétés cotées	Volume des transactions
Les bourses arabes les plus développées			
- Arabie Saoudite	518964	111	682 287
- United Arab Emirates	121128	64	47746
- Egypte	138828	435	64772
- Maroc	75495	73	22009
- Dubai	138179	55	103297
Les bourses arabes les moins développées			
-Algérie	97	2	0,207
- Tunisie	5339	51	727
- Palestine	2474	35	817

Source : Fond Monétaire Arabe