

**Rahim ETTOR**

ENCG ,Université IBN ZOHR
Dakhla,Maroc
r.ettor@uiz.ac.ma

**Farid OUBAALI**

FSJES , Université IBN ZOHR
Agadir,Maroc
Oubaali.farid@gmail.com

VERS UN MODELE EXPLICATIF DE L'EFFET DE LA LIBERALISATION FINANCIERE SUR LA CROISSANCE ECONOMIQUE : CAS DES PAYS DE LA ZONE MENA

Résumé : Dans ce travail de recherche, nous avons développé un modèle de recherche théorique expliquant l'effet de la libéralisation financière sur la croissance économique, que nous avons testé auprès d'un échantillon de pays de la Zone Mena. Partant du modèle théorique de McKinnon et Shaw, des arguments de Stiglitz et d'une exploration empirique, nous construisons, par une approche adductive un modèle expliquant l'effet de la libéralisation financière sur la croissance économique à travers l'investissement. Les résultats de test de notre modèle permettent de le conserver et suggèrent qu'en présence d'un cadre légal, institutionnel et politique ne limitant pas l'asymétrie informationnelle dans le secteur financier, la libéralisation financière détériore la croissance économique en allouant les fonds d'emprunts à des investissements destructeurs de valeur. Notre modèle montre aussi que dans de tel contexte d'asymétrie informationnelle, la présence d'un déficit public important, aggrave l'effet de la libéralisation financière sur la croissance économique du pays.

Mots clés : Libéralisation financière ; Croissance économique ; Modèle de McKinnon ; Asymétrie informationnelle ; Méthode des moments généralisé.

Abstract: The aim of this paper is to develop a theoretical research model explaining the effect of financial liberalization on economic growth. To do this we focused a test with a sample of countries in the Mena area. Based on the theoretical model of McKinnon and Shaw, Stiglitz arguments and empirical exploration, we build , an approach adductive a model explaining the effect of financial liberalization non economic growth through investment. Our model test results are used to maintain and suggest that in the presence of a legal, institutional and policy does not limit the information asymmetry in the financial sector. Financial liberalization deteriorating economic growth by allocating the funds borrowing to destructive investment value. Our model also shows that in such a context of asymmetric information, the presence of a large public deficit worsens the effect of financial liberalization on the country's economic growth.

Key Words: financial liberalization; Economic growth; McKinnon Model; Information asymmetry; generalized method of times.

INTRODUCTION

La libéralisation financière traduit le développement du secteur financier d'un pays par la promotion de l'intermédiation financière (Gamra & Plihon 2007). Ce courant se fonde sur les arguments des approches post keynésiennes qui considèrent que la constitution d'une épargne s'avère nécessaire pour l'existence de fonds disponibles à l'octroi des crédits à l'économie (Solhi 2006). Ainsi, une libéralisation financière passant, entre autres, par la maîtrise de l'inflation afin d'assurer un taux d'intérêt réel positif, draine des capitaux qui permettent la constitution de l'épargne. Celle-ci favorise dans un second temps, le financement des investissements et aboutit à la croissance économique (Saada & Khalfaoui 2011).

La relation entre la croissance économique et la libéralisation financière nourrit un vif débat entre les défenseurs de celle-ci, la considérant comme antécédente à la croissance économique (McKinnon 1989b), et détracteurs l'appréhendant comme un frein à cette croissance par le déclenchement des crises bancaires et des craches boursiers (Taylor 1983). Par ailleurs un corpus que fondent certains auteurs, soutient l'endogénéité de la libéralisation financière vis-à-vis de la croissance économique.

Ces approches théoriques donnent lieu à plusieurs études empiriques qui testent les associations entre la libéralisation financière et la croissance économique. Avec des résultats pouvant se qualifier de divergents, l'absence de consensus peut s'imputer à un ensemble de facteurs tels que l'inadaptation du terrain de recherche au cadre de référence qui s'utilise, et/ou le défaut de prise en compte des relations de réciprocité entre la croissance économique et la libéralisation financière. Ainsi, à partir de cet état problématique qu'émerge cette recherche, qui constitue une nouvelle tentative de test des interactions entre la croissance économique et la libéralisation financière.

De ce fait, partant à la fois, des caractéristiques du terrain de recherche et d'un cadre de référence théorique, nous adoptons une méthodologie adductive à travers laquelle nous construisons un modèle de recherche testant les interactions entre la croissance économique et la libéralisation financière. Ce dernier sera testé auprès des pays ayant des caractéristiques socioéconomiques similaires.

Pour cette fin, nous choisissons un échantillon de 17 pays de la zone Mena pour lesquels nous accédons aux données secondaires portant sur certains agrégats macroéconomiques. L'analyse des résultats de test de notre modèle de recherche se termine par une discussion à l'aune de certains faits.

I Caractéristiques du secteur financier et croissance économique des pays en développement : cas des pays de la zone Mena

Le moyen orient et l'Afrique du nord se présentent comme une zone géographique commençant du Maroc et s'étendant à l'Iran tout en incluant les pays de l'Afrique du nord-ouest, du nord et le moyen orient. Les pays constituant cette zone renferment certaines particularités socio-économiques, les rendant semblables sur plusieurs abords.

Dans ce qui suit nous examinons l'état des lieux du secteur financier et de la croissance économique dans un échantillon de pays appartenant à la zone MENA. Nous focalisons notre attention sur le rôle des composantes du secteur financier dans le financement de ces économies, et le degré d'ouverture de ce secteur. En effet, cette exploration empirique nous permet dans un second de concevoir notre modèle de recherche.

I.1 LE TERRAIN DE RECHERCHE ET LA METHODOLOGIE DE L'EXPLORATION EMPIRIQUE

L'exploration empirique constituant l'une des étapes cruciales de la méthodologie abductive. En effet, dans le niveau suprême de cette méthodologie, elle permet de contribuer à la construction théorique, comme elle peut améliorer une théorie ou du moins guider le choix d'un cadre de référence.

I.1.1 Le terrain de recherche pour l'exploration empirique

Pour explorer les caractéristiques du terrain de recherche nous choisissons un échantillon des pays de la zone Mena. L'échantillon que nous utilisons n'est pas probabiliste dans la mesure où les données que nous utilisons sont de nature secondaire que nous extrayons à partir de la base de données de la BM, qui n'offre pas les informations relatives à certains pays. Il s'agit plus particulièrement de la Lybie, l'Iraq et la Syrie, nous poussons à avoir un échantillon de convenance dont le choix des composantes se dicte par la disponibilité des données qu'offre ladite base.

Ainsi, nous portons notre exploration sur un échantillon final de 18 pays appartenant à la zone Mena dont les données s'étalent sur une période de 55 années avec un total de 990 observations pays-année. Les données proviennent de la base de données de la BM qui permet d'accéder aux informations économiques, sociales, démographiques, réglementaire, écologique, politique et financière de la grande majorité des pays du monde.

I.1.2 Méthodologie de l'exploration empirique

L'exploration empirique vise à déterminer au préalable de la construction du modèle de recherche, les spécificités des pays de la Zone Mena au niveau d'un ensemble de facteurs en étroite relation avec la libéralisation financière et la croissance économique. Aussi, une revue de la littérature préliminaire nous éclaire sur l'existence d'un ensemble de modèle théorique étudiant les interactions entre les deux concepts. Ces modèles font appel à un ensemble de facteurs pour expliquer la relation entre lesdits concepts. Ainsi, en s'intéressant aux facteurs se retenant communément par la majorité des modèles théoriques, nous prenons en considération : La croissance économique, le financement bancaire et par le marché des capitaux, le taux d'intérêt réel et celui rémunérant les dépôts, l'inflation et le chômage.

I.2 PRINCIPAUX RESULTATS DE L'EXPLORATION EMPIRIQUE

Dans la phase descriptive de notre analyse, nous commentons quelques statistiques portant sur les variables de l'étude.

En effet, nous avons mis en exergue des éclaircissements sur les caractéristiques du système financier des pays de la zone Mena pendant les 4 dernières décennies. Nous remarquons, à la suite de l'examen des valeurs centrales des variables

Finance banque et Finance bourse que les pays de cette zone se caractérisent par un système financier où le secteur bancaire et le marché des capitaux contribuent parallèlement au financement de l'économie. En effet pour les 18 pays de l'étude et pendant la période allant de 1960 à 2014, le secteur bancaire couvrent en moyenne la moitié des demandes de financement des entreprises, et que le marché des capitaux et le cas échéant la bourse comble l'autre moitié des besoins. Cette égalité des concours des deux composantes du système financier s'appréhende à l'issue de l'examen des valeurs médianes des deux variables.

Dans le second volet de notre analyse descriptive, nous nous attardons sur la nature de la relation existante entre le marché boursier et le secteur bancaire. Cette relation peut être de complémentarité ou de substituabilité. Pour atteindre notre finalité nous recourons au test de causalités récursives de Granger. Ce dernier se base sur l'estimateur des moindres carrés ordinaires (MCO) pour régresser une variable sur le décalage d'ordre k d'une autre variable, et régresser celle-ci sur le décalage d'ordre k de la première.

A l'issue de cette étude descriptive des caractéristiques du secteur financier des 18 pays émergents, nous tirons quelques conclusions. D'abord, la détermination de l'influence de la libéralisation financière sur la croissance économique doit prendre en compte des caractéristiques de chaque pays. Aussi, certains pays présentent un secteur financier à part, avec un financement bancaire marginal au profit d'un marché boursier de taille importante. D'autres ne se dotent pas d'un marché boursier et se basent soit sur les dépenses publiques comme étant la principale source de financement des investissements, ou sur les crédits bancaires.

Notre exploration empirique se complète par une exploration théorique à travers laquelle nous dégageons un ensemble de modèles théoriques pouvant se mobiliser pour étudier la relation entre la libéralisation financière et la croissance économique.

II Modèle de recherche explicatif des interactions entre la libéralisation financière et la croissance économique et méthodologie de test

L'étude de la problématique portant sur les interactions entre la croissance économique et la libéralisation financière, adopte l'approche d'un modèle de recherche. En effet, cette méthodologie s'avère plus pertinente qu'un test unilatéral des hypothèses de recherche (Gavard-Perret *et al.* 2008). Pour construire notre modèle de recherche, nous privilégions une approche adductive.

II.1 HYPOTHESES ET MODELE DE RECHERCHE

Adoptons une démarche adductive, nos hypothèses de recherche, et le cas échéant, notre modèle de recherche dérive du modèle de McKinnon et Shaw. Ce dernier se combine avec les arguments d'auteurs tels que Dornbusch, Reynoso, Stiglitz, Bencivenga et Smith et se complète avec les propositions de la théorie juridique de La porta, Lopez de Silanes

et shleifer (LLS), et certaines évidences empiriques tirées de notre exploration empirique.

Pour conjecturer sur les interactions entre la croissance économique et la libéralisation financière, nous commençons par le modèle de Mckinnon et Shaw. Ce dernier permet de trancher sur le sens de la relation qui va de la finance vers l'économie.

Dans ce sens, nous allons se baser sur quatre hypothèses, à savoir:

H1 : L'augmentation du taux d'intérêt réel sur les dépôts accroît les dépôts dans les banques en présence d'un environnement à faible asymétrie informationnelle et déficit public ;

H2 : L'épargne s'expliquant par le taux d'intérêt réel sur les dépôts, accroît le montant des crédits qu'accordent les banques à l'économie en présence d'un cadre légal à faible asymétrie informationnelle et déficit public ;

H3 : Dans un cadre légal limitant l'asymétrie informationnelle, et en présence d'un faible déficit public, l'accroissement des emprunts bancaires suite à l'augmentation des dépôts, favorise les investissements dans le pays ;

H4 : En présence d'un faible niveau d'asymétrie informationnelle et de déficit public, les investissements se finançant par les crédits bancaires, soutiennent la croissance économique.

L'ensemble des quatre hypothèses forme notre modèle de recherche théorique, se basant sur celui de McKinnon et Shaw, et se complétant par les propositions de Stiglitz, Dornbusch, Reynoso, Bencivenga et Smith ainsi que LLS et les évidences empiriques de l'étude des systèmes financiers des pays émergents et en développement.

Le test du modèle de recherche se fait par l'approche du test bilatéral des hypothèses se concrétisant par le biais d'un modèle empirique. Ce dernier revêt la forme d'un modèle économétrique que nous spécifions en tenant compte d'un ensemble de considérations d'ordre théoriques et empiriques, et que nous estimons auprès de données provenant de certains terrains de recherche.

II.2 METHODOLOGIE DE TEST DU MODELE DE RECHERCHE

La nature des hypothèses de recherche imposant leur test dans le cadre d'un modèle, nous pousse à privilégier une méthodologie de test par un modèle en équations. Par ailleurs, l'interdépendance entre les hypothèses de recherche motive le choix d'une modélisation en équations simultanées. Ainsi, dans notre recherche, nous escomptons d'atteindre un double objectif. Déterminer l'effet de la libéralisation financières sur la croissance économique ainsi que d'expliquer la nature de cet effet. Le cas échéant, nous tentons d'expliquer cet effet par le biais du canal de l'investissement. Toutefois, avant de spécifier le modèle empirique, nous tentons d'opérationnaliser les concepts de notre objet de recherche à savoir : la libéralisation financière, l'investissement et la croissance économique, avant de caractériser le terrain d'étude.

II.2.1 Variables de l'étude et source des données

L'obtention des variables de l'étude se fait suite de l'opérationnalisation des dimensions constituant les concepts de l'objet de recherche. Nous commençons par le concept de la croissance économique que nous captons à travers la variable du **Taux de croissance**

du PIB par habitant. Le choix de cette variable se fait par alignement sur un ensemble d'études empiriques traitant la même problématique de recherche (Kabir & Hoque 2007; Mohamed 2008).

Le concept de la libéralisation financière renferme un ensemble de dimensions dont nous retenons l'épargne, le crédit et le taux d'intérêt. Partant du modèle de McKinnon et Shaw, nous opérationnalisons le taux d'intérêt par le taux sur les dépôts en banque que nous corrigeons de l'effet de l'inflation pour avoir un **Taux d'intérêt réel des dépôts**¹. Nous retenons cette variable car elle s'emploie par McKinnon et Shaw dans leur modèle, pour expliquer le montant des dépôts en banque (McKinnon 1989b). En effet, le modèle de ces auteurs pose ce taux d'intérêt comme un antécédent aux dépôts en banques que nous mesurons par la variable **Dépôts dans les banques commerciales en pourcentage du PIB nominal** suivant la majorité des études empiriques prenant en compte de l'épargne dans leur étude (Chukwu & Agu 2009; Hung 2009; Khalaf & Sanhita 2009).

Pour mesurer le montant des crédits s'octroyant par les banques pour financer les investissements, nous utilisons la variable des **Crédits bancaires au secteur privé en pourcentage du PIB nominal** (Chukwu & Agu 2009) et celle de la **Formation brute du capital fixe en pourcentage du PIB nominal** (Bakhouché 2007; Mohamed 2008) pour quantifier la dimension des investissements. Ce dernier se suppose promouvoir la croissance économique lorsque les projets créent de la valeur. Le même effet de l'investissement sur la croissance économique est attendu dans le modèle de la croissance endogène lorsque le premier se caractérise par des rendements d'échelle croissants (Aghion *et al.* 1998).

Nous contrôlons l'importance du déficit public, dont l'effet que nous attendons sur la croissance économique s'avère non monotone tel que le démontrent un ensemble de récentes études empiriques (Feldstein 1982; Giavazzi & Pagano 1990). Pour cette fin nous utilisons **le montant du déficit public en pourcentage du PIB nominal**. Le déficit public étant un solde des ressources et des dépenses publiques, celles-ci n'intègrent que les intérêts de la dette publique et non le principal de celle-ci. Ainsi, ce dernier se prend en compte dans notre modélisation à travers la variable rapportant le montant du **Principal de la dette publique extérieure au PIB nominal**. En effet, l'importance de la dette publique grève la capacité de l'Etat à financer des investissements technologiques générateurs de croissance économique et réduit ainsi le développement du pays (Masini 1984). Généralement, l'effet de la dette publique sur la croissance économique demeure non monotone puisqu'une telle ressource se consacrant à des investissements novateurs mobilisateurs du progrès technique s'avère bénéfique pour la croissance économique, tandis qu'elle la pénalise lorsqu'elle se voue à des dépenses publiques (Perrot 2010).

Afin d'écarter l'effet du facteur travail s'appréhendant comme un facteur déterminant de la croissance dans l'approche néoclassique, nous utilisons la variable du **Taux de**

¹ Nous corrigeons le taux d'intérêt sur les dépôts de l'effet de l'inflation par la transformation suivante :

$$\text{taux d'intérêt réel sur les dépôts} = \left(\frac{1 + \text{taux d'intérêts nominal sur les dépôts}}{1 + \text{taux d'inflation}} \right) - 1$$

l'accroissement démographique comme nous le trouvons dans le modèle de Solow. Ce modèle de croissance exogène nous suggère aussi de s'avertir à l'influence de la consommation se concevant comme un déterminant de la croissance économique. Celle-ci s'instrumentalise par la variable rapportant les **Dépenses de consommations des ménages au PIB**²(Gaffard 2011).

Nous utilisons, la variable de l'inscription à 'enseignement supérieur comme mesure de l'importance du capital humain dans le pays. Nous retenons aussi la variable : **Nombre d'articles scientifiques et techniques qui se publient pendant une année** pour capter le progrès technique se concevant comme déterminant de la croissance économique. En effet, dans l'approche néoclassique, plusieurs modèles se focalisent sur le rôle substantiel du progrès technique et de l'innovation dans la croissance économique.

Dans notre étude de l'effet de la libéralisation financière sur la croissance économique, nous intégrons l'effet du chômage sur cette croissance comme il découle d'un ensemble de modèles théoriques. Nous évoquons dans ce sens le modèle de la croissance destructrice où une hausse du taux de chômage va de pair avec la croissance économique sous l'impulsion du progrès technologique (Aghion *et al.* 1998).

Aussi, dans notre modélisation sur les données de panel, l'intervention de l'Etat se prend en compte par les variables régime politique et tradition légale. En intégrons la dimension politique dans notre modèle, nous nous inscrivons dans un large débat que créent des approches théoriques discordantes sur le sens de la causalité entre politique et économie. Pour notre part, nous contrôlons cette dimension en se référant à la tradition légale du pays.

De ce fait, nous retenons deux variables binaires, celle captant l'effet de la **Tradition légale civiliste** et celle retenant celui de la **Tradition légale jurisprudentielle**. Ces deux variables nous permettent de définir deux sous échantillons de pays.

Nous contrôlons la religion du pays par la variable Religion Islamique, qui prend la forme d'une variable binaire. En effet, bien que les études théoriques et empiriques n'offrent point d'arguments incisifs sur l'effet d'un tel facteur (Facchini 2007), nous contrôlons son effet. Par ailleurs, nous contrôlons l'effet de la politique de change du pays. Partant des arguments théoriques de l'influence directe du taux de change sur la croissance économique, nous retenons la variable du **Taux de change réel**.

Dans notre étude, la mesure de l'investissement se base sur l'indice se composant au numérateur de l'indicateur de la FBCF. Toutefois en comptabilité nationale, celui-ci n'intègre pas les investissements directs étrangers (IDE) qui se considèrent interagir avec la croissance économique. Nous maîtrisons, à cet égard, l'effet des IDE sur la croissance économique à travers la variable **IDE en pourcentage du PIB nominal**.

Le commerce extérieur et en l'occurrence l'ouverture à l'extérieur, suscite un débat vif entre détracteurs et défenseurs. Nous ne nous contentons pas de l'effet de cette dimension par

² Puisque les dépenses des administrations publiques se prennent en compte dans la variable du déficit budgétaire, et celles des entreprises dans la formation brute du capital fixe.

l'entremise de la variable du **Solde de la balance commerciale en pourcentage du PIB nominal**.

Nous contrôlons finalement, l'effet de l'existence d'un marché boursier de taille importante. Nous écartons, à cet égard, l'effet de l'importance d'un marché boursier à travers la variable de la **Capitalisation boursière en pourcentage du PIB nominal**.

L'ensemble des données relatives aux variables de l'étude proviennent de la base de données de la Banque Mondiale. Pour accroître la fiabilité de nos données, nous procédons à une triangulation des sources de données en comparant les informations que fournit la base de données de la BM avec celles que nous extrayons à partir de la base de données du FMI dont nous disposons sur un cédérom. Cette méthodologie permet de remédier, un temps soit peut, aux limites des données secondaires.

Notre étude s'étale sur la période : 1980-2014, et porte sur un total de 12 pays de la Zone Mena se caractérisant par un secteur financier se composant d'un marché monétaire et un marché financier.

II.2.2 Méthodologie de test du modèle de recherche

En tenant compte de la construction des hypothèses de recherche, nous testons notre modèle par deux approches complémentaires. La première prime par sa généralité, puisqu'elle nous permet de tester notre modèle sur l'ensemble des pays de la zone Mena, tout en contrôlant leur hétérogénéité individuelle, et en déterminant l'effet « moyen » de la libéralisation financière sur la croissance économique. Toutefois, ce modèle de test, ne permet pas d'apprécier le canal d'influence de la libéralisation sur la croissance économique, et se doit de se compléter par un modèle empirique se testant auprès des pays de l'étude pris individuellement. C'est en effet ce dernier modèle qui permet de rejeter ou de non infirmer temporairement les hypothèses de notre modèle de recherche.

Nous commençons par construire le modèle de test des hypothèses de recherche ainsi que la méthodologie statistique pour le tester, avant de bâtir le second modèle général servant à la robustesse des résultats.

La première étape préalable à la construction du modèle empirique de test, consiste à étudier les caractéristiques des variables d'opérationnalisation prenant la forme de série chronologique annuelle. Nous étudions ainsi la stationnarité de celles-ci en utilisant les tests de la racine unitaire.

Pour la première hypothèse, l'épargne s'explique par le taux d'intérêt réel sur les dépôts. Or, les tests de stationnarité montrent que l'épargne revêt la forme d'un processus non stationnaire dont la correction se fait en par une autorégression en différence première. Ainsi, le modèle se présente comme suit :

ÉQUATION 1: MODELE DE REGRESSION LINEAIRE MULTIPLE DE TEST DE L'HYPOTHESE N°1

$$\Delta \text{Epargne}_t = \beta_1 + \beta_2 \cdot \Delta \text{Epargne}_{t-1} + \beta_3 \cdot \text{TirD}_t + \varepsilon_t$$

Le second modèle permet de tester l'hypothèse n°2 qui suppose que l'épargne que mobilise une libéralisation financière s'instaurant, entre autre, par l'application de taux d'intérêt réels sur les dépôts émanant du marché, permet d'améliorer la capacité de financement de l'économie par les banques. Cette capacité s'explique aussi par le taux d'intérêt réel sur les emprunts. Or la variable opérationnalisant cette dimension ressort non stationnaire et prend la forme d'une série non stationnaire devant être différenciée pour devenir stationnaire.

ÉQUATION 2: MODELE DE REGRESSION LINEAIRE MULTIPLE DE TEST DE L'HYPOTHESE N°2

$$\Delta \text{CreditBq}_t = \alpha_1 + \alpha_2. \Delta \widehat{\text{Epargne}}_t + \alpha_3. \text{TirP}_t + \varepsilon'_t$$

Le troisième modèle permet de tester l'hypothèse n°3. Dans ce modèle, nous régressons la variable de l'investissement en différence première sur son décalage d'ordre 3³ et sur la variable des crédits bancaires à l'économie s'expliquant par l'épargne et le taux d'intérêt réel sur les emprunts. Le modèle se présente comme suit :

ÉQUATION 3: MODELE DE REGRESSION LINEAIRE MULTIPLE DE TEST DE L'HYPOTHESE N°3

$$\Delta \text{Invest}_t = \gamma_1 + \gamma_2. \Delta \text{Invest}_{t-3} + \gamma_3. \Delta \widehat{\text{CreditBq}}_t + \varepsilon''_t$$

Le quatrième modèle permettant de tester l'hypothèse n°4, régresse la variable de la croissance économique, sur celle de l'investissement qui s'explique par les dimensions de la libéralisation financière (taux d'intérêt sur les dépôts, taux d'intérêt sur les emprunts, l'épargne, le crédit), et que un ensemble de variables de contrôle. Ce modèle se présente comme suit :

ÉQUATION 4: MODELE DE REGRESSION LINEAIRE MULTIPLE DE TEST DE L'HYPOTHESE N°4

$$\begin{aligned} \Delta \text{CroiEco}_t = & \delta_1 + \delta_2. \Delta \text{CroiEco}_{t-1} + \delta_3. \Delta \text{CroiEco}_{t-2} + \delta_4. \Delta \text{CroiEco}_{t-3} + \delta_5. \Delta \widehat{\text{Invest}}_t \\ & + \delta_6. \text{ProgTech}_{\text{stationnaire}_t} + \delta_7. \text{CapHumain}_{\text{stationnaire}_t} \\ & + \delta_8. \text{Tauxchange}_{\text{stationnaire}_t} + \delta_9. \text{SoldeBC4}_{\text{stationnaire}_t} + \delta_{10}. \text{IDE}_{\text{stationnaire}_t} \\ & + \delta_{11}. \text{DettePub}_{\text{stationnaire}_t} \\ & + \delta_{12}. (\text{DettePub}_{\text{stationnaire}_t})^2 + \delta_{13}. \text{CroiDemo}_{\text{stationnaire}_t} \\ & + \delta_{14}. \text{DemandeM}_{\text{stationnaire}_t} + \delta_{15}. \text{Bourse}_{\text{stationnaire}_t} + \varepsilon'''_t \end{aligned}$$

Pour estimer les paramètres du modèle que nous représentons dans le système n°1, nous sommes tenus d'utiliser une méthode à information complète ou partielle. Dans ce sens, une méthode à information limitée ne s'adapte guère à notre modèle de recherche qui suppose une liaison entre l'ensemble des hypothèses (Greene 2011). C'est dans cet esprit que nous adoptons une estimation en équations simultanées.

³ D'après les tests de la racine unitaire de l'ADF et de Phil

⁴ La stationnarité se fait par la rétention des résidus φ_t de la régression suivante : $\Delta \text{SoldeBC}_t = \vartheta_1. \Delta \text{SoldeBC}_{t-1} + \varphi_t$

Dans le dernier point de cette recherche, nous discutons les résultats que nous obtenons à l'issue de l'estimation des modèles économétriques, à l'aune de certains faits datés.

III Analyse des résultats de l'étude Robustesse et discussion

L'analyse des résultats de l'étude porte sur l'estimation et l'interprétation des coefficients des paramètres des équations du système n°1. La phase de la robustesse porte sur l'estimation et l'interprétation d'un modèle dynamique sur données de panel pour l'ensemble des pays de l'échantillon, tout en écartant leur hétérogénéité individuelle. Les résultats de cette phase de robustesse permettent de consolider ou d'invalider ceux des tests des hypothèses par les équations n°1,2,3 et 4 du système d'équations n°1. Nous concluons ce point par une discussion à l'aune des résultats d'un ensemble de rapports d'évaluation des résultats de la libéralisation financière dans chacun des pays de l'échantillon.

III.1 ANALYSE DES RESULTATS DE L'ETUDE

Pour chacun des pays de l'étude, la spécification des équations du modèle de recherche empirique s'effectue par référence à un ensemble de tests statistiques. Dans ce sens, les retards des variables endogènes, et le choix entre les modèles en niveau et en différence, se fait suite aux tests de la racine unitaire, et en se basant sur la statistiques de Durbin Watson (DW).

Notre modèle de recherche suggère qu'eu égard à un lourd déficit public et un secteur financier empreint d'asymétrie informationnelle, l'instauration de la libéralisation financière ne permet pas d'atteindre les objectifs requis. Nous considérons, en tenant compte des critères de l'asymétrie informationnelle et du déficit public que des pays de la zone Mena ne tirent pas profit de cette libéralisation. Il s'agit essentiellement des pays suivants : le Liban, et l'Egypte. La même conjecture se fait pour le Maroc, la Tunisie, la Jordanie, et l'Oman.

Les résultats de nos estimations des systèmes d'équation confirment nos prédictions avec quelques exceptions. Nous commençons par l'Egypte où le déficit public est important avec un cadre légal ne favorisant pas l'efficience informationnelle, ne permet pas à la libéralisation financière de s'épanouir. Certes, en moyenne la politique monétaire en termes de détermination du taux d'intérêt sur les dépôts arrive à attirer les épargnants puisqu'en moyenne les évolutions à court terme vers la hausse de ce taux d'intérêt, accroît en moyenne l'épargne brut. Toutefois celle-ci ne favorise pas l'octroi de nouveaux crédits, puisque l'accroissement de l'épargne s'accompagne par une baisse du crédit bancaire à l'économie. Dans un pays où le marché boursier est assez important en termes de capitalisation boursière, il est possible de supposer que l'épargne se mobilise en bourse.

En Egypte, l'accroissement du crédit bancaire favorise les investissements puisqu'une augmentation de la part du PIB qu'occupent les crédits bancaire entraîne un accroissement de la FBCF en pourcentage du PIB. Toutefois, les investissements se finançant par les emprunts en provenance de l'épargne mobilisée par un taux d'intérêt

sur les dépôts, ne contribuent pas à la croissance économique. Dans ce sens, nous remarquons qu'un accroissement de ces investissements réduit la croissance économique.

Le Liban constitue un cas similaire à celui de l'Égypte, dans la mesure où la politique des taux parvient à mobiliser l'épargne brute, sans toutefois permettant de doter l'économie de fonds d'emprunt. Ainsi, les investissements se finançant par les fonds d'emprunts en provenance des dépôts qu'attirent les taux d'intérêt, ne permettent pas d'influencer positivement la croissance économique.

Les cas Jordanien, marocain, et tunisien confirment notre modèle de recherche, puisque la libéralisation financière ne permet point d'atteindre les objectifs attendus en termes de croissance économique. En effet avec un déficit public important et un cadre légal de tradition civiliste, la politique des taux en Tunisie influence négativement l'épargne brute dont la réduction altère la capacité de financement des banques de l'économie. Cette détérioration n'influence pas significativement l'investissement prenant forme de projets destructeurs de valeur puisqu'ils influencent négativement la croissance économique. Ce cas de figure s'observe aussi au Maroc avec plus de gravité, puisque non plus la politique des taux handicap le développement d'une épargne brute, mais celle-ci engendre une atrophie du crédit bancaire dont dépendent les investissements. Ainsi en absence d'une alternative au financement comme un marché boursier actif, la baisse de la capacité de financement par les banque réduit significativement les investissements et, eu égard à l'asymétrie informationnelle, les fonds s'allouent à des projets non rentables réduisant ainsi la croissance économique du pays.

Le cas de la Jordanie peut se considérer comme étant très similaire à celui de la Tunisie. En effet, bien que le financement bancaire, souffrant d'ailleurs d'une politique de taux ne permettant pas de mobiliser l'épargne brute, favorise l'investissement, ce dernier revêt la forme, entre autres, de projets destructeurs, en moyenne, de la valeur.

Les conclusions retirées reflètent les résultats de l'estimation des paramètres du système d'équation dans les pays de la zone Mena, avec un cadre légal jurisprudentiel et un déficit public faible. Il s'agit des Emirats arabes Unis, et du Qatar. C'est, derniers pays présentent en effet, des contextes idoines pour la mise en place de la libéralisation financière. Certes, le Qatar offre un environnement plus propice puisque, avec un cadre légal de tradition jurisprudentielle, et un déficit public presque absent durant la période de l'étude, le taux d'intérêt sur les dépôts draine l'épargne en se révélant comme étant un facteur qui l'attire. Par ailleurs, cette épargne à la recherche d'une meilleure rémunération à travers les comptes bancaires d'épargne, améliore grandement la capacité de financement des banques. En effet, les résultats des estimations économétriques montrent qu'en moyenne, un accroissement à court terme du taux d'intérêt sur les dépôts, accroît l'épargne brute en pourcentage du PIB, et c'est celle-ci qui influence positivement mais non significativement la part des investissements dans le PIB nominal. Avec une politique monétaire qui mobilise l'épargne brute se déployant pour financer les investissements par les emprunts bancaires, la croissance économique

se promeuve. Le cas Israélien constitue un cas hétéroclite en termes de contexte légal, de politique budgétaire et aussi au niveau de l'influence de la libéralisation financière sur la croissance économique.

A l'issue de ce premier volet d'analyse, nous pouvons constater que le niveau de l'asymétrie informationnelle est un facteur de poids dans l'explication de l'efficacité de la libéralisation financière. Dans ce sens, seuls les pays se dotant d'un cadre légal jurisprudentiel⁵ qui réussissent à faire de la libéralisation financière un levier pour la croissance économique. Le déficit public n'apparaît pas comme un facteur de médiation dans la relation entre la libéralisation financière et la croissance économique, puisqu'avec un niveau de déficit public similaire, un pays avec un cadre légal de tradition jurisprudentielle a plus de chance de réussir l'ouverture de son secteur financier d'un pays avec un cadre légal civiliste.

Nous procédons à un test non paramétrique de comparaison du coefficient s'associant à la variable opérationnalisant l'investissement, pour comparer entre pays selon leur tradition légale. En outre, les pays de tradition légale civiliste, supposés avec un environnement empreint d'asymétrie informationnelle, où dominent les lobbies industriels et financiers et où le cadre légal et institutionnel n'offre qu'une protection faillible aux investisseurs, ne réussissent pas leur transition vers la libéralisation financière. Par contre les pays avec un cadre légal jurisprudentiel ou mixte (qu'ils se fondent sur les principes des traditions civilistes et jurisprudentielle ou sur l'une d'entre elles et le droit islamique) parviennent à tirer avantage de la libéralisation financière.

Le déficit public peut s'avérer un facteur déterminant de la réussite de la libéralisation financière toutefois il ne semble pas un facteur décisif. En effet, la corrélation non paramétrique entre le coefficient s'associant à l'investissement et le niveau du déficit public ressort positif mais statistiquement non significatif. Dans ce sens, une baisse du déficit public s'associe positivement à l'amélioration de la croissance économique par l'investissement.

A la lumière des résultats de notre analyse, et eu égard aux résultats que nous obtenons dans les pays du Qatar, le Koweït et l'Emirats, nous pouvons conserver les hypothèses 1,2,3 et 4 partiellement. En effet, le taux d'intérêt influence positivement l'épargne (H1), qui améliore la capacité de financement des banques (H2), qui financent les projets d'investissement (H3), se répercutant positivement sur la croissance économique, en présence d'un contexte à faible asymétrie informationnelle. Dans cette étude la condition du faible niveau du déficit public est élémentaire mais n'est pas suffisante au vu des résultats que nous obtenons auprès de l'Israël.

⁵ Bénéficiant ainsi d'un environnement institutionnel limitant la corruption, protégeant les droits des investisseurs et des créanciers et assurant la publication d'informations fiables et pertinentes.

TABLEAU 1: INFLUENCE DE LA LIBERALISATION FINANCIERE SUR LA CROISSANCE ECONOMIQUE ET TRADITION LEGALE DU PAYS

Tradition légale	Civiliste	Jurisprudentielle	Mixte	Islamique	Sig ⁶
Influence de l'investissement ⁷ sur la croissance économique	- 0,880756	1,67542	0,837653	1,851909	(6,56096)*

TABLEAU 2: INFLUENCE DE LA LIBERALISATION FINANCIERE SUR LA CROISSANCE ECONOMIQUE ET NIVEAU DU DEFICIT PUBLIC DU PAYS

	Influence de l'investissement sur la croissance économique
Déficit public	(0,466667) ⁸

III.2 ROBUSTESSE DES RESULTATS ET DISCUSSION

Pour démontrer nos propos, nous estimons le modèle de recherche auprès des pays de l'échantillon pris simultanément. Aussi, au vu des résultats des tests de la Racine unitaire sur données de panel⁹, nous estimons le modèle de recherche par l'estimateur de Blundell et Bond s'utilisant pour les modèles de régression linéaire sur données de panel dynamique. Cet estimateur présente un ensemble d'avantages en termes de robustesse pourvue que l'hétérogénéité individuelle soit stable dans le temps et diffère uniquement d'un individu à l'autre. Cet estimateur se fonde sur les moments généralisés appliqués sur les variables en différence première. Ainsi, la différenciation des variables permet d'atteindre un double objectif à savoir la neutralisation de l'hétérogénéité individuelle inobservable et non mesurable, et la stationnarité des variables (Blundell *et al.*).

La méthode d'estimation de Blundell et Bond distingue entre variable endogène, variables purement exogènes, variables prédéterminées et les variables endogènes et exogènes à la fois. Aussi, dans notre modèle empirique de recherche, la variable endogène est le taux de croissance du PIB par habitant en différence première. Dans le modèle de McKinnon, le taux d'intérêt se suppose émanant de la confrontation entre l'offre et la demande sur le marché monétaire dont se conçoivent dans l'estimation comme des variables purement exogènes. Les variables du crédit, de l'épargne et de l'investissement, se comportent comme des variables endogènes, toutefois le crédit et l'épargne servent de variables exogènes aussi. Toutefois, le développement des équations du modèle de recherche révèle finalement qu'ils s'agissent de variables endogènes. Des variables bien qu'elles ressortent exogènes, s'avèrent d'un point de vue économique et empirique¹⁰ prédéterminées. Nous citons dans ce sens, le taux de change, le niveau de la dette extérieure, l'importance du marché boursier, les IDE, et le capital humain, le progrès technique, le solde de la balance commerciale et la demande des

⁶ Statistique de Van Der Waerden

⁷ Il s'agit de l'investissement se finançant par des fonds d'emprunts provenant de l'épargne que mobilisent les taux d'intérêts sur dépôt se fixant sur le marché monétaire

⁸ Valeur de la statistique de Spearman significative au seuil de 20%

⁹ Pour chacune des variables du modèle, nous effectuons le test de la racine unitaire de l'ADF. Les résultats de ce test nous disent que les variables comportent une racine unitaire et qu'il devient possible de les stationnariser par différence première.

¹⁰ Nos réalisons des testes de causalité de Granger sur l'ensemble des variables auprès des données de panel, et nous confirmons que seule la variable : croissance démographique, est purement exogène.

ménages. Seule la variable : taux de croissance démographique peut s'apercevoir comme étant purement exogène.

Il s'avère qu'après prise en compte de l'hétérogénéité individuelle, et la correction des variables de la racine unitaire, la libéralisation financière se présente, en moyenne, dans les pays de la zone Mena, comme étant un processus entamé dans des conditions inadéquates, puisqu'il détériore la croissance économique. En effet, la politique monétaire, se considérant comme moyen d'agissement des pouvoirs publics sur le marché réel, via le marché monétaire et de capitaux, s'avère inopérable. Dans ce sens, le taux d'intérêt sur les dépôts ni celui sur les prêts, n'agissent pas significativement. Cette politique donne lieu à des fonds d'emprunts sans effet évident sur la croissance économique et des investissements destructeurs de valeur. En effet, un accroissement moyen de ces deniers réduit significativement la croissance économique.

CONCLUSION

Dans cette recherche, nous avons tenté d'adopter une approche explicative de l'effet de la libéralisation financière sur la croissance économique. Ainsi, en adoptant une méthodologie différente de celle des études empiriques, nous démontrons, à travers d'un modèle de recherche développé à partir de celui de McKinnon et Shaw, que l'effet bénéfique présumé de la libéralisation financière sur la croissance économique requiert certaines conditions. Dans ce sens, la libéralisation financière s'avère à tremplin pour une économie dont le cadre légal et institutionnel protège les droits des investisseurs et créancier en leur assurant une information fiable, des mesures évolutives, adaptatives et dissuasives de la fraude. Dans la majorité de la zone Mena, ces conditions ne sont pas présentes, ce qui explique l'échec du processus de la libéralisation financière qui n'a donné lieu qu'à des investissements destructeurs de valeur, annihilant la croissance économique.

Cette étude souffre d'un ensemble de limites. D'une part le modèle que nous élaborons n'est qu'explicatif et ne prétend nullement à la prévision puisqu'il se focalise sur l'outil classique des équations simultanées, témoignant depuis les années 1980 de ses faibles vertus prévisionnelles en cas de modification des conditions économiques. Nous soulignons aussi l'hypothèse forte et simplificatrice sous-tendant le test de notre modèle de recherche, qui capte le niveau de l'asymétrie informationnelle par le cadre légal et qui suppose qu'un cadre de tradition jurisprudentielle garantit une faible asymétrie informationnelle. Nous soulignons aussi, des biais économétriques au niveau de l'estimation des paramètres de certaines équations desquelles nous n'avons pas pu corriger totalement le biais de l'auto corrélation, bien que leurs résidus se révèlent stationnaires. La qualité médiocre des données que nous utilisons, qui sont de nature secondaire, et qui sont empruntées de données manquantes et extrêmes remet en cause la fiabilité des estimations obtenues. Nous suggérons d'approfondir cette étude en la menant auprès de chacun des pays de la zone Mena. L'enrichissement de notre modèle de recherche par d'autres facteurs permettant une meilleure explication de l'effet de la libéralisation financière sur la croissance économique qui ne se limite pas seulement à l'investissement, peut enrichir le débat.

REFERENCES

Aghion, P., Howitt, P., Brant-Collett, M., García-Peñalosa, C., 1998. Endogenous Growth Theory. MIT Press.

Aglietta, M., 1991. Épargne, innovations financières et croissance. *Revue d'économie financière*, 3-31

Alesina, A., Perotti, R., 1994. The Political Economy of Growth: A Critical Survey of the Recent Literature. *The World Bank Economic Review* 8, 351-371

Aloui, C., Sassi, H., 2005. Régime De Change Et Croissance Économique : Une Investigation Empirique. *Economie Internationale*, 97-134

Alsuhaibani, A., 2012. The Expected Impact of IFRS Adoption on Saudi Arabia based on Lessons from other Countries: A Focus on the Telecommunication Business. *Procedia - Social and Behavioral Sciences* 62, 1190-1198

Beim, D.O., Calomiris, C.W., 2001. *Emerging Financial Markets*. McGraw-Hill/Irwin.

Bella, B., 2014. L'influence du cadre légal et du pouvoir du lobbying bancaire sur le développement du marché boursier: cas des pays émergents. Université Caddy Ayad.

Dornbusch, R., Reynoso, A., 1989. Financial Factors in Economic Development. *The American Economic Review* 79, 204-209

Dutt, A.K., 1990. Interest Rate Policy in LDCs: A Post Keynesian View. *Journal of Post Keynesian Economics* 13, 210-232

Facchini, F., 2007. Islam et développement économique. *Sociétal* 0, p. 85

Gaffard, J.L., 2011. *La Croissance Économique*. Armand Colin.

Gamra, S.B., Plihon, D., 2007. Politiques De Libéralisation Financière Et Crises Bancaires. | *Economie internationale* 112, 5-28

Gauthier, B., 2003. Recherche sociale, De la Problématique à la collecte des données. Presses de l'Université du Québec.

Gavard-Perret, M.-L., Gotteland, D., Haon, C., Jolibert, A., 2008. *Méthodologie de la recherche, Réussir son mémoire ou sa thèse en sciences de gestion*. Pearson Education, Montreuil.

Gélineau, L., 2001. Fondements pour une "théorie ancrée" de la conscientisation dans le cadre de la recherche-action participative et de l'éducation dans une perspective mondiale. Université de Montréal.

McKinnon, R.I., 1989b. Financial Liberalization And Economic Development: A Reassessment Of Interest-Rate Policies In Asia And Latin America. *Oxford Review of Economic Policy* 5, 29-54

- Mohamed, E.M.O.S., 2008. Développement Financier Et Croissance Economique En Mauritanie: Opportunités Et Conditions. *African Review of Money Finance and Banking*, 23-44
- Nag, R.N., Mukhopadhyay, M., 1998. Macro-Economic Effects of Stabilisation under Financial Repression. *Indian Economic Review* 33, 1-17
- Okeahalam, C.C., Akinboade, A.O., 2003. A Riview of Corporate governance in Africa : Literature, Issues and Challenges. In: *Global Corporate Governance Forum*, p. 12
- Ozler, S., Roubini, N., Swagel, P., 1992. Political Instability and Economic Growt. *National Bureau Of Economic Research Cambridg*
- Pouillieute, A., 1999. Le financement des entreprises au Maroc et en Tunisie dans le contexte de la mise à niveau : défis et adaptations. *Revue d'économie financière*, 235-251
- Rajan, R.G., Zingales, L., 2003. The great reversals: the politics of financial development in the twentieth century. *Journal of Financial Economics*
- Raphaeli, N., 2005. Demands for Reforms in Saudi Arabia. *Middle Eastern Studies* 41, 517-532
- Taylor, L., 1983. *Structuralist Macroeconomics: Applicable Models for the Third World*. Basic Books.
- Thietar, R.-A., Coll, 2007. *Méthodes de recherche en management*. Dunod, Paris.
- Yoon Je, C., 1986. Inefficiencies from Financial Liberalization in the Absence of Well-Functioning Equity Markets. *Journal of Money, Credit and Banking* 18, 191-199
- Zeileis, A., Wirtschafsuniversit, 2004. Econometric Computing with HC and HAC Covariance Matrix Estimators. *Journal of Statistical Software* 11, 1-17