

**Intégration financière internationale, développement financier et croissance économique
dans les pays émergents et en développement : estimations d'un modèle à équations
simultanées**

JEAN-PIERRE ALLEGRET† et SANA AZZABI‡

†*EconomiX – UMR 7235 CNRS (National Centre for Scientific Research) and the University of Paris Ouest Nanterre La Défense*

(e-mail: jallegret@u-paris10.fr) (tel: 0033 1 40 97 40 85) (address : Université de Paris Ouest Nanterre La Défense Bâtiments G, bureau 603bis, 200 Avenue de la République, 92001 Nanterre)

‡*Laboratoire Prospective, Stratégie et Développement Durable (PS2D) – Faculty of Economics and Management of Tunis (University of Tunis El Manar, Tunisia).*

(e-mail: azzabisana@yahoo.fr) (tel: 00 216 22 55 90 19) (address : zone stade, Immeuble D, appartement 52, Monastir 5000, Tunisie)

Résumé : Dans cet article, nous testons les implications empiriques de l'ouverture financière sur la croissance de long terme *via* le canal du niveau de développement financier. Notre travail se démarque de la littérature empirique existante sur un certain nombre de points, le plus important d'entre eux réside en l'étude du lien entre l'ouverture financière, le développement financier et la croissance moyennant l'estimation d'un modèle à équations simultanées. A partir de la Méthode des Moments Généralisés sur panel dynamique, et pour 112 pays émergents et en développement entre 1975 et 2007, les résultats confirment les conclusions de la littérature antérieure quant à la présence d'un lien significativement favorable entre le développement financier et la croissance de long terme. Néanmoins, contrairement aux résultats d'une abondante littérature empirique étayant des retombées positives significatives de l'ouverture financière sur le développement financier, nous démontrons qu'une telle relation est nuancée dans le cas des pays émergents et en développement. Le signe de cette relation varie selon qu'il s'agit d'étudier les conséquences sur la taille, sur l'activité ou sur l'efficacité du système financier. Les résultats montrent enfin que le développement financier présente un canal de transmission indirect par lequel l'ouverture financière pourrait impacter le rythme de croissance de long terme dans les pays émergents et en développement.

Mots clés : Intégration financière internationale, Développement financier, Croissance économique, Méthode des Moments Généralisés, Panel dynamique, Equations simultanées.

JEL: C23, E44, F21, F36.

Introduction

Les différences de niveau de développement financier entre les pays semblent expliquer celles enregistrées en matière de croissance de long terme comme en témoigne une abondante littérature économique. La relation entre le développement financier et la croissance n'a, en effet, cessé d'animer les débats et ce, depuis la fin des années soixante (Levine [2005], Ang [2008]). La littérature théorique et empirique tend à souligner les effets positifs du développement financier sur la croissance de long terme (Greenwood et Jovanovic [1990], Bencivenga et Smith [1991, 1993], King et Levine [1993 a et b], Greenwood et Smith [1997], Beck *et al.* [2000b], Levine *et al.* [2000], Beck et Levine [2004], McCaig et Stengos [2005]).

Au cours des années quatre-vingt-dix, une abondante littérature s'est intéressée aux implications sur la croissance et la stabilité macrofinancière des politiques cherchant à accroître le degré d'intégration financière internationale. L'approche dominante met en avant l'effet positif des entrées de capitaux étrangers sur le rythme d'accumulation du capital, et donc sur celui de la croissance et de la convergence des économies hôtes vers leurs états réguliers respectifs (Barro *et al.* [1995]). Cependant, des modélisations théoriques plus récentes ont souligné que les effets positifs de l'intégration financière internationale sur la croissance ne résident pas uniquement dans les flux financiers directs eux-mêmes, mais aussi et surtout dans les effets induits par eux. L'intégration financière internationale sert de catalyseur important pour un certain nombre d'avantages indirects appelés aussi « avantages collatéraux potentiels », notamment : le développement du système financier domestique, l'amélioration de la qualité institutionnelle et la discipline des politiques macroéconomiques intérieures (Kose *et al.* [2006, 2009b]). Si les fondements théoriques défendant la présence d'effets positifs non négligeables de l'ouverture financière sur la croissance de long terme apparaissent solides, il convient de souligner que l'évidence empirique en la matière se révèle très peu concluante. Les auteurs ne parviennent pas, jusque-là, à déceler - d'une manière claire et robuste - des effets favorables de l'ouverture financière sur la croissance de long terme. L'un des principaux arguments avancés dans la littérature pour expliquer un tel écart entre les prédictions théoriques et les résultats empiriques est que c'est essentiellement à travers les canaux indirects que l'intégration financière internationale agirait favorablement sur la croissance de long terme. La prise en compte - dans les analyses empiriques - de ces canaux collatéraux permettrait, selon bien des auteurs, de mieux étayer les mérites d'une telle politique.

Cet article focalise son attention sur l'étude d'un canal particulier de transmission entre l'ouverture financière et la croissance de long terme, à savoir celui du niveau de développement financier. Une vaste littérature économique étudie les conséquences de l'ouverture financière sur

le développement du système financier domestique. Les travaux théoriques conduisent à des prévisions mitigées (Levine [1996], Levine et Zervos [1998a], Berger *et al.* [2000, 2001], Dell’Ariccia et Marquez [2004], Mishkin [2006], Cull et Martinez Peria [2007], Sengupta [2007], Goldberg [2007, 2009]). Sur le plan empirique en revanche, les applications concluent - dans leur plus grande majorité - à des effets positifs importants de l’ouverture financière sur le développement financier (Chinn et Ito [2002, 2005], Klein et Olivei [2006], Calderón et Kubota [2009], Beck et Martinez Peria [2010], de la Torre *et al.* [2007]). Notre article discute - plus précisément - du lien tripartite intégration financière internationale - développement financier - croissance de long terme dans les pays émergents et en développement.

Par rapport à la littérature empirique existante, notre approche se démarque sur un certain nombre de points. Le plus important d’entre eux réside sans nul doute en l’étude de la relation entre les trois variables intégration financière internationale, développement financier et croissance moyennant l’estimation d’un modèle à équations simultanées. Ce dernier se compose de deux équations, à savoir une première qui explique la croissance économique et une seconde qui explique le développement financier. Les investigations empiriques existantes analysent souvent - d’une manière séparée - le lien empirique entre l’ouverture financière et le développement financier et celui entre le développement financier et la croissance. Les travaux qui étudient les deux relations simultanément sont plus rares. Contrairement à ces travaux, nous étudions, au niveau de cet article, les deux relations, non seulement séparément, mais aussi et surtout simultanément et ce, afin de prendre en compte l’ensemble des interactions possibles pouvant exister entre les variables étudiées. Il nous semble que l’estimation d’un tel modèle (à équations simultanées) permet d’évaluer plus convenablement la nature de la connexion entre l’ouverture financière, le développement financier et la croissance. Nous contribuons également, au niveau de cet article, à l’amélioration et l’approfondissement de la littérature existante sur plusieurs points. Premièrement, nous adoptons une approche purement macroéconomique de la question ouverture financière développement financier. Les investigations empiriques sur le sujet privilégient, pour l’essentiel, des approches microéconomiques¹. Deuxièmement, nous étudions exclusivement l’expérience particulière des pays émergents et en développement. Nous nous distinguons ainsi en traitant un échantillon homogène de pays et excluant les pays développés de l’analyse. Nous jugeons que les conclusions susceptibles d’être tirées pour les pays émergents et en développement peuvent différer grandement de celles pouvant être décelées pour les pays développés (ou encore pour un échantillon hétérogène de pays). Troisièmement et enfin, nous utilisons une large panoplie d’indicateurs de développement financier jusque-là jamais utilisée - à

¹ Voir Clark *et al.* [2001] et Cull et Martinez Peria [2007, 2010] pour une revue intéressante de ces travaux.

notre connaissance - dans la littérature sur le sujet. Ce jeu d'indicateurs saisit aussi bien le développement - taille, activité et efficacité - de l'intermédiation financière que celui - taille, liquidité et efficacité - du marché boursier. La plupart des travaux empiriques se limitent, pour l'essentiel, à des indicateurs traditionnels de développement du secteur bancaire (passifs liquides, crédit bancaire).

Nos principaux résultats sont les suivants. En premier lieu, nous confirmons les conclusions de la littérature antérieure quant à la présence d'un lien significativement favorable entre le développement financier et la croissance de long terme, dans les pays émergents et en développement. En deuxième lieu, contrairement aux résultats d'une abondante littérature empirique étayant des retombées positives significatives de l'ouverture financière sur le développement financier, nous démontrons qu'une telle relation (positive) est nuancée dans le cas des pays émergents et en développement. En troisième lieu, l'estimation du modèle à équations simultanées montre que le développement financier présente un canal de transmission indirect par lequel l'ouverture financière pourrait impacter le rythme de croissance de long terme dans les pays émergents et en développement.

La suite de l'article est structurée de la manière suivante. Dans une première section, nous présentons l'échantillon de pays étudiés, le choix des variables et les méthodes d'estimation utilisées. La deuxième section discute du lien empirique développement financier - croissance de long terme. La troisième section teste les implications empiriques de l'ouverture financière sur la croissance de long terme *via* le canal du niveau de développement financier. Enfin, la quatrième et dernière section présente les principales conclusions et les confronte à celles des principaux travaux en la matière.

1. Estimation économétrique

1.1 Echantillon et période d'analyse

Nous mettons en œuvre des estimations économétriques portant sur un panel de 112 pays émergents et en développement entre 1975 et 2007 (voir liste A de l'annexe 2 pour la composition détaillée de l'échantillon de pays). Nous utilisons, plus précisément, la classification de la Banque Mondiale de juillet 2008 qui distingue les pays en fonction du Revenu National Brut (RNB) par habitant de l'année 2007, et retenons : les pays à faible revenu (RNB par habitant inférieur ou égal à 935\$), les pays à revenu moyen inférieur (RNB par habitant compris entre 936\$ et 3 705\$), et les pays à revenu moyen supérieur (RNB par habitant compris entre 3 706\$ et 11 455\$). La période d'étude est dictée par la disponibilité des données. Les données utilisées sont calculées en moyenne sur 7 sous-périodes non chevauchées de cinq années chacune. Le but est de lisser les variations de court terme du niveau de la croissance, variations essentiellement liées au

cycle des affaires. L'utilisation de données de panel se justifie bien évidemment par l'ensemble d'avantages que celle-ci procure, notamment en termes de prise en compte de la dimension temporelle et de contrôle de l'hétérogénéité inobservée des pays.

1.2 Présentation des variables

1.2.1 Le développement financier (DF)

Nous retenons un large jeu d'indicateurs de développement financier jusque-là rarement utilisé au niveau des travaux empiriques. Ce jeu rend compte des multiples aspects afférents au développement du système financier. Il englobe pour l'essentiel :

- des indicateurs de la taille (absolue et relative) des intermédiaires financiers, notamment : le ratio des passifs liquides du système financier rapportés au PIB (*ly*), le ratio des actifs des banques commerciales sur la somme de ces actifs plus ceux de la banque centrale (*dbcba*), et le ratio de l'actif total des banques de dépôts rapporté au PIB (*dbay*) ;
- des mesures du niveau d'activité des intermédiaires financiers, notamment : le crédit au secteur privé accordé par les banques de dépôts sur le PIB (*privdby*), le crédit au secteur privé accordé par les banques commerciales et autres institutions financières sur le PIB (*privy*), les dépôts des banques commerciales rapportés au PIB (*bdy*), et les dépôts du système financier sur le PIB (*fdy*) ;
- des indicateurs d'efficacité du secteur bancaire, à savoir : le ratio des frais généraux des banques (*overhead*) et celui de la marge nette d'intérêts (*margin*) ;
- et enfin des indicateurs de développement du marché boursier. Nous utilisons, à ce titre, le ratio de capitalisation boursière (*cap*), le ratio de la valeur échangée (*traded*), le taux de rotation des actifs (*turnover*) et le nombre de firmes cotées par habitant (*list*).

Les données relatives à ces indicateurs proviennent de la base de données élaborée par Beck, Demirgüç-Kunt et Levine en 2000 et mise à jour en novembre 2010².

1.2.2 La variable de l'intégration financière internationale (OF)

Nous employons deux catégories de mesures du degré d'intégration financière internationale, à savoir : une mesure *de jure* - l'indice de Chinn et Ito de libéralisation du compte financier (*kopen*) - et des mesures *de facto* - la somme rapportée au PIB des stocks bruts d'avoirs et d'engagements extérieurs (*assetliab*), la valeur rapportée au PIB des stocks bruts d'avoirs extérieurs (*asset*) et la valeur rapportée au PIB des stocks bruts d'engagements extérieurs (*liab*) (stocks tels qu'évalués par Lane et Milesi-Ferretti [2007]).

a) L'indice binaire de Chinn et Ito [2002, 2005] de libéralisation du compte financier

Chinn et Ito [2002, 2005] mesurent le degré d'intégration financière internationale *de jure* en estimant un indice défini comme la première composante principale standardisée (normalisée) des

² Pour plus de détails sur la définition de ces indicateurs, voir Beck *et al.* [2000a], Levine *et al.* [2000] et Beck et Demirgüç-Kunt [2009].

quatre variables muettes rapportées dans « le rapport annuel sur les régimes et les restrictions de change » du FMI (k_1 , k_2 , k_3 et k_4 avec : k_1 variable indiquant l'existence de multiples taux de change ; k_2 variable relative aux restrictions sur les transactions du compte courant ; k_3 variable relative aux restrictions sur les transactions en capital et k_4 variable indiquant l'obligation de rapatriement des revenus en provenance de l'activité d'exportation). Des valeurs élevées de cet indice indiquent l'absence de restrictions et *vice versa*. Comparativement aux autres mesures *de jure* du degré d'ouverture financière (la mesure binaire du FMI, l'indicateur de pourcentage de [Klein et Olivei \[2006\]](#)), l'indice de Chinn et Ito présente l'avantage de refléter - non seulement l'existence ou non de restrictions réglementaires sur les mouvements de capitaux internationaux - mais aussi l'intensité avec laquelle celles-ci sont mises en vigueur. Cet indice présente par ailleurs l'avantage d'être disponible pour un large échantillon de pays (plus de 100 pays) sur une longue période (entre 1970 et 2008)³.

b) Les mesures en stocks de [Lane et Milesi-Ferretti \[2007\]](#)

Lane et Milesi-Ferretti calculent la valeur des stocks bruts d'avoirs et d'engagements extérieurs afin d'offrir une caractérisation effective, plus fine et plus concrète du degré d'intégration financière internationale des pays. Ces stocks sont une version cumulée et raffinée des flux sous-jacents de capitaux internationaux, corrigée des effets d'évaluation ([Lane et Milesi-Ferretti \[2001\]](#)). Lane et Milesi-Ferretti utilisent les données sur les positions d'investissement international publiées par les banques centrales des différents pays. Contrairement aux indicateurs en flux bien souvent employés dans les travaux, les mesures en stocks fournies par Lane et Milesi-Ferretti présentent une meilleure indication du niveau d'ouverture financière *de facto*. Elles font éviter plusieurs des problèmes associés aux mesures en flux dès lors qu'elles sont moins sensibles aux changements de courte période de politiques économiques (et donc moins instables), et moins sujettes aux erreurs de mesure⁴.

1.2.3 Les variables de contrôle

Par référence à la littérature économique existante, nous tenons compte d'un ensemble de variables de contrôle. Il s'agit :

- pour la première investigation empirique (lien développement financier - croissance économique) : du PIB réel initial par habitant (*PIB initial*) qui reflète la prise en compte de la convergence conditionnelle, du degré de développement éducatif (*prim*) pour mesurer le stock de capital humain, du taux d'inflation domestique (*inf*) et du taux des dépenses publiques en pourcentage du PIB (*gov*) comme indicateurs de la stabilité macroéconomique ([Easterly et Rebelo \[1993\]](#), [Fischer \[1993\]](#)), du degré d'ouverture commerciale (*trade*) comme indicateur

³ Pour plus de détails sur la méthodologie de construction de cet indice, voir [Chinn et Ito \[2002, annexe 2\]](#).

⁴ La base de données construite par Lane et Milesi-Ferretti concerne 178 pays entre 1970 et 2007.

global des distorsions en commerce et, enfin, de la prime du marché de change parallèle (*bmp*) comme indicateur global des distorsions intérieures dans l'économie (Dollar [1992]) ;

- pour la seconde investigation empirique (lien ouverture financière - développement financier) : du PIB réel par habitant (*ycap*) et du taux d'inflation (*inf*) afin de rendre compte des effets de l'environnement macroéconomique sur le développement financier (Huybens et Smith [1999], Chinn et Ito [2002, 2005], Khan *et al.* [2006]), et du degré d'ouverture commerciale (*trade*) comme un déterminant potentiel du développement financier par référence aux travaux de Rajan et Zingales [2003] et Svaleryd et Vlachos [2002].

Une description détaillée de toutes les variables décrites ci-haut, ainsi que des diverses sources de données est fournie au niveau du tableau 1 de l'annexe 1.

1.3 Méthodologie économétrique

Nos estimations empiriques « séparées » des relations ouverture financière - développement financier (section 3) et développement financier - croissance économique de long terme (section 2) se basent sur la Méthode des Moments Généralisés sur panel dynamique. Cette méthode permet de traiter le problème d'endogénéité potentielle de l'ensemble des variables explicatives des modèles estimés (non seulement celui de la variable d'intérêt comme c'est le cas avec la technique des variables instrumentales). Elle présente, par ailleurs, l'avantage de générer des instruments *internes* à partir des variables explicatives endogènes du modèle. L'estimateur utilisé est celui de la Méthode des Moments Généralisés en système proposé par Blundell et Bond [1998]. Cet estimateur combine, dans un seul système, le modèle en niveau avec celui en différence première⁵. Les instruments pour la régression en différence sont ceux préconisés par Arellano et Bond [1991]. On instrumentalise ainsi les différences premières des variables explicatives endogènes du modèle par leurs valeurs retardées (d'au moins deux périodes) en niveau. Les variables explicatives endogènes du modèle en niveau sont, quant à elles, instrumentées par leur différence première la plus récente, et ce, sous l'hypothèse de « quasi stationnarité » de ces variables⁶. Le système d'équations ainsi obtenu est estimé à l'aide de la Méthode des Moments Généralisés. Les estimations effectuées correspondent à la procédure d'estimation en deux étapes (*two step estimation*). Lors de la première étape, la structure d'auto-corrélation des perturbations est prise en compte et les termes d'erreur sont supposés être indépendants et homoscédastiques aussi bien dans le temps qu'entre les individus. Le vecteur des résidus estimés lors de cette première étape est par la suite utilisé, au cours de la seconde étape,

⁵ A partir d'une étude de simulation, Blundell et Bond [1998] montrent que l'inclusion de la régression en niveau améliore sensiblement la qualité de l'estimation et réduit les biais potentiels associés à l'estimateur en différence.

⁶ Selon cette hypothèse, la corrélation entre l'effet individuel et les variables explicatives endogènes du modèle en niveau est constante dans le temps.

afin d'estimer de façon convergente la matrice de variances-covariances des perturbations. Nous avons préféré cette procédure d'estimation à l'estimation en une étape (*one step estimation*) étant donné sa plus grande efficacité asymptotique (Sevestre [2002], Roodman [2006, 2009]). Afin de tester la validité des instruments utilisés, nous avons eu recours au test de Hansen [1982] de sur-identification des restrictions sur les moments, tel que suggéré par Arellano et Bond [1991], Arellano et Bover [1995] et Blundell et Bond [1998]. Il permet de tester la validité des valeurs retardées - en niveau et en différence - comme instruments (Kpodar [2007]). Nous avons également procédé au test d'auto-corrélation des erreurs d'Arellano et Bond [1991]. Celui-ci teste la corrélation sérielle de premier ordre des résidus en niveau en testant la corrélation sérielle de second ordre des erreurs en différence.

Les estimations du modèle à équations simultanées décrivant la relation tripartite ouverture financière - développement financier - croissance (section 3) sont quant à elles effectuées moyennant la technique des triples moindres carrés.

2. Développement financier et croissance économique de long terme

2.1 Modèle testé

Afin d'examiner la relation entre le développement financier et la croissance économique de long terme, nous estimons le modèle spécifié dans l'équation suivante :

$$(1) \quad y_{it} - y_{it-1} = \alpha_0 + \gamma y_{it-1} + \alpha_1 DF_{it} + \alpha_2 X_{it} + \mu_i + \lambda_t + \varepsilon_{it}$$

avec y , le PIB réel par habitant exprimé en logarithme, DF , le degré de développement financier, X un jeu de variables de contrôle (degré de développement éducatif, taux d'inflation, dépenses publiques, degré d'ouverture commerciale et prime du marché de change parallèle)⁷, μ_i l'effet spécifique au pays, λ_t l'effet spécifique au temps et ε le terme d'erreur. Les indices i et t désignent respectivement les pays ($i = 1, 2, \dots, N$) et les périodes ($t = 1, 2, \dots, T$).

2.2 Principaux résultats

Les tableaux 2 et 3 de l'annexe fournissent les résultats des estimations - moyennant la Méthode des Moments Généralisés sur panel dynamique - de l'équation (1) et ce, pour notre échantillon de pays émergents et en développement. Les résultats obtenus confirment les prévisions de la littérature - théorique et empirique - étudiant le lien entre le développement financier et la croissance de long terme (King et Levine [1993 a et b], Levine [1999], Beck *et al.* [2000b], Benhabib et Spiegel [2000], Levine *et al.* [2000], Calderon et Liu [2003], Christopoulos et Tsionas [2004], McCraig et Stengos [2005])⁸. Le développement de l'intermédiation financière présente

⁷ L'ensemble de ces variables est exprimé en logarithme, ce qui permet d'interpréter les coefficients estimés du modèle comme des élasticités.

⁸ Le test de Hansen [1982] de sur-identification des restrictions sur les moments et le test d'auto-corrélation des erreurs d'Arellano et Bond [1991] montrent que nous ne pouvons rejeter l'hypothèse nulle de validité des instruments utilisés ainsi que celle d'absence de corrélation sérielle d'ordre 2 des termes d'erreur.

ainsi un coefficient significativement positif au seuil d'erreur de 1 % et ce, quelle que soit la mesure de développement financier utilisée. Ce coefficient suggère qu'une augmentation de 10 % du niveau de développement des intermédiaires financiers provoque une hausse de la croissance du PIB réel par habitant comprise entre 1,08 % (hausse la plus faible obtenue suite à l'accroissement du taux de crédit bancaire au secteur privé) et 2,1 % (hausse la plus élevée procurée par le relèvement de l'importance des banques commerciales comparativement à la banque centrale dans l'allocation de l'épargne). Une meilleure efficacité des banques domestiques (*i.e.* de faibles ratios de frais généraux et/ou marge nette d'intérêts) semble également, d'après les résultats trouvés, favoriser significativement la croissance dans les pays émergents et en développement (coefficients significativement négatifs pour ces deux indicateurs d'efficacité bancaire et ce, conformément à ce qui est prévu). Le développement du marché boursier importe aussi significativement dans le processus de croissance des pays émergents et en développement et ce, conformément aux résultats de la littérature empirique précédente (Levine et Zervos [1998b], Rousseau et Wachtel [2000], Beck et Levine [2004], Saci *et al.* [2009]). La taille (capitalisation boursière) et l'activité (valeur échangée) de ce marché présentent toutes les deux une corrélation significativement positive (au seuil de 5 %) avec la croissance du PIB réel par habitant. Le degré de rotation des actifs (mesure du niveau d'efficacité du marché boursier) ne semble pas, en revanche, impacter significativement sur le rythme de croissance au sein de ces économies. Le lien entre le développement du système financier et la croissance de long terme semble ainsi être, d'après les résultats de nos estimations, important - pour les économies émergentes et en développement - et ce, conformément à l'ensemble des résultats émergeant de la littérature empirique existante.

2.3 Analyse de robustesse

Nous proposons, dans ce qui suit, de tester la robustesse des résultats obtenus à travers l'estimation du modèle de base. Nous apportons, pour ce faire, quelques modifications à ce dernier, modifications qui portent en particulier sur : l'introduction de nouvelles variables de contrôle, l'élimination des observations aberrantes du développement financier et la modification de l'échantillon de pays considéré⁹.

Les estimations sur panel dynamique de l'équation (1) ont été refaites en introduisant de nouvelles variables de contrôle. Celles-ci sont susceptibles d'altérer le pouvoir explicatif du développement financier dans le modèle estimé. Il s'agit de la croissance de la population (*pop*), la variation des termes de l'échange (*te*) (Levine *et al.* [2000]), la qualité de la bureaucratie (*bq*), le niveau de corruption du système politique (*cor*), le profil d'investissement (*inv*), l'indice des

⁹ Les résultats ne sont pas reproduits mais sont disponibles auprès des auteurs sur simple demande.

libertés civiles (*libci*) et l'indice des droits politiques (*libpol*). Une large littérature défend l'importance de la contribution du développement institutionnel dans le processus de croissance (Shleifer et Vishny [1993], Mauro [1995], La Porta *et al.* [1997, 1998], Rodrik [2003], Acemoglu *et al.* [2004]). Les résultats des estimations montrent que l'introduction de nouvelles variables de contrôle n'affecte nullement les conclusions précédemment discernées. Pareillement aux résultats précédents, le coefficient de la variable « développement financier » se montre significativement positif. Dans la plupart des cas étudiés, ce coefficient avoisine les valeurs trouvées à partir des estimations initiales. Ces résultats viennent conforter davantage la primauté du rôle que peut jouer le système financier dans l'accélération du rythme de croissance au sein des pays émergents et en développement.

Afin de nous assurer que l'impact significativement positif du développement financier sur la croissance de long terme - décelé auparavant - ne relève pas - au final - de l'effet des observations aberrantes, nous proposons également de revenir sur le modèle de base et restreindre l'échantillon aux observations du développement financier pour lesquelles l'écart (en valeur absolue) du taux de croissance de celui-ci ($d(DF)$) par rapport à sa moyenne ($\mu_{d(DF)}$) ne dépasse pas deux fois son écart type ($\sigma_{d(DF)}$) et ce, comme suit : $|d(DF) - \mu_{d(DF)}| < 2 \cdot \sigma_{d(DF)}$. Les résultats trouvés témoignent de la robustesse des résultats précédents. Le coefficient estimé de la variable « développement financier » apparaît, pour l'ensemble des cas étudiés (*i.e.* quel que soit l'indicateur de développement financier utilisé), significativement positif (au seuil de 1 %) et contenu dans une fourchette tout à fait attendue.

Enfin, afin de confirmer que nos résultats ne proviennent pas de la nature de l'échantillon étudié, nous procédons à la réestimation du modèle de base (équation (1)) pour un échantillon composé de 30 pays émergents et frontière (voir liste B de l'annexe 2). Nous nous sommes référés ici à la classification proposée par MSCI Barra de juin 2009. Les pays émergents et frontière se caractérisent par des systèmes financiers développés, et surtout par des marchés boursiers relativement actifs et ce, comparativement aux autres pays en développement pris en compte dans l'échantillon étudié. A nouveau, les estimations du modèle de base se montrent robustes en raisonnant sur des sous-échantillons de pays. Les résultats trouvés mettent en avant l'effet significativement positif du développement du système financier - dans ses deux composantes intermédiaires financiers et marché boursier - sur la croissance de long terme des pays émergents et frontière. La taille (capitalisation boursière) et la liquidité (valeur échangée) de la bourse des valeurs mobilières semblent, par ailleurs, jouer un rôle positif statistiquement plus significatif - dans le processus de croissance de ces économies - comparativement à la taille et la liquidité des

intermédiaires financiers. Ce résultat témoigne du rôle de plus en plus important des marchés boursiers dans le financement et le développement de ces pays.

Au final, au terme de l'ensemble de ces analyses de robustesse, nous pouvons conclure que nos résultats sont robustes à l'introduction de plusieurs modifications au niveau du modèle initial. Le développement financier semble, ainsi, constituer un moteur important de la croissance économique de long terme dans les pays émergents et en développement.

3. Lien intégration financière internationale - croissance de long terme *via* le canal du niveau de développement financier

Partant des résultats précédents, nous cherchons, au niveau de cette section, à voir si ce déterminant de la croissance dans les pays émergents et en développement - qui est le développement du système financier domestique - constitue (ou non) en soi un canal de transmission entre l'ouverture financière et la croissance dans ces économies. Deux principales investigations empiriques sont menées. Au niveau de la première, nous testons le lien empirique entre l'intégration financière internationale et le développement financier. Au niveau de la seconde investigation, nous étudions la relation entre les trois variables ouverture financière, développement financier et croissance. Nous construisons et estimons, pour ce faire, un modèle économétrique à équations simultanées.

3.1 Intégration financière internationale et développement du système financier domestique : évidences empiriques d'un point de vue macroéconomique

Nous étudions ici les implications empiriques d'une variation du degré d'intégration financière internationale sur celui de développement du système financier domestique dans sa conception la plus large (intermédiation financière et marché boursier). La littérature empirique existante privilégie pour l'essentiel des approches microéconomiques afin d'étudier la question de l'ouverture financière et du développement financier. Contrairement à celle-ci, nous adoptons une approche purement macroéconomique.

3.1.1 Modèle estimé

En s'inspirant de la littérature existante (Chinn et Ito [2002], Baltagi *et al.* [2007, 2009], Calderón et Kubota [2009]), nous estimons le modèle suivant :

$$(2) \quad DF_{it} = \beta_0 + \tau DF_{it-1} + \beta_1 OF_{it-1} + \beta_2 Z_{it-1} + \mu_i + \lambda_t + \zeta_{it}$$

DF représente le degré de développement financier, OF est une mesure du degré d'ouverture financière et Z est un jeu de variables de contrôle (PIB réel par habitant, taux d'inflation et degré d'ouverture commerciale)¹⁰. μ_i représente l'effet spécifique au pays, λ_t l'effet spécifique au temps et ζ est un terme d'erreur. Les indices i et t désignent respectivement les pays ($i = 1, 2, \dots, N$) et les

¹⁰ L'ensemble de ces variables est exprimé en logarithme.

périodes ($t = 1, 2, \dots, T$). De la même façon que Chinn et Ito [2002, 2005], Law et Demetriades [2004], Huang [2006] et Baltagi *et al.* [2007, 2009], nous tenons compte de l'histoire passée du développement financier en tant que déterminant du développement financier actuel. Nous considérons, par ailleurs, les valeurs retardées des différentes variables explicatives et ce, afin d'éviter tout biais dû à un problème de causalité inverse ou de simultanéité (Chinn et Ito [2002, 2005], Baltagi *et al.* [2007, 2009] et Calderón et Kubota [2009]). Comme précisé auparavant, la technique d'estimation employée est celle des moments généralisés sur panel dynamique en système de Blundell et Bond [1998].

3.1.2 Principaux résultats

Les tableaux 4 à 7 de l'annexe présentent les résultats des estimations sur panel dynamique de l'équation (2). Les résultats présentés au niveau des tableaux 4, 5 et 6 sont relatifs à la relation entre l'ouverture financière et le développement - taille, activité et efficacité - de l'intermédiation financière, alors que ceux rapportés au niveau du tableau 7 font référence aux estimations pour les indicateurs de développement du marché boursier¹¹. Les résultats conduisent à des conclusions nuancées quant au lien ouverture financière - développement financier dans les pays émergents et en développement. L'ouverture financière semble, en effet, bénéficier au développement de l'intermédiation financière, en termes d'une meilleure efficacité des banques locales et d'une plus grande taille des intermédiaires financiers bancaires et non bancaires. L'intégration financière internationale serait, en revanche, d'après les résultats des estimations, à l'origine d'une baisse de l'activité des intermédiaires financiers. La déréglementation financière semble, enfin, impacter défavorablement le développement des marchés boursiers locaux, dans les économies émergentes et en développement.

- *Taille des intermédiaires financiers*

Les résultats affichés au niveau du tableau 4 de l'annexe montrent que l'ouverture financière impacte favorablement mais d'une manière non significative la taille (absolue et relative) des intermédiaires financiers bancaires et non bancaires. Ce résultat est vérifié quel que soit l'indicateur d'ouverture financière utilisé (ouverture *de jure versus* ouverture *de facto*). Ainsi, une augmentation de 10 % de la somme (rapportée au PIB) des stocks bruts d'avoirs et d'engagements extérieurs est associée à un accroissement de 0,60 % du ratio des passifs liquides, de 0,12 % de celui des actifs des banques de dépôts sur leur somme avec ceux de la banque centrale, et de près de 1 % du ratio de ces actifs rapportés au PIB. Une amélioration d'un point de l'indice de Chinn et Ito de libéralisation du compte financier implique, de son côté - toutes choses égales par ailleurs - une hausse de 0,82 % des actifs bancaires rapportés à leur somme avec

¹¹ Toutes les spécifications sont exemptes du risque d'auto-corrélation sérielle d'ordre 2 des termes d'erreur, ainsi que de celui de non validité des instruments internes utilisés.

ceux de la banque centrale, de 1 % du ratio des passifs liquides, et de 2,34 % des actifs bancaires sur le PIB. Nos résultats se révèlent partiellement comparables à ceux issus de la littérature empirique précédente, notamment [Calderón et Kubota \[2009\]](#). Ces derniers décèlent un impact positif, de même ordre de grandeur et non significativement différent de zéro d'une variation de l'indice de Chinn et Ito sur le ratio des passifs liquides du système financier. Ils trouvent, en revanche, un effet positif statistiquement significatif de la variation de cet indice sur le ratio des actifs bancaires et celui des actifs bancaires rapportés à la somme de ces actifs plus ceux de la banque centrale, ce qui n'est pas le cas de nos estimations. Les passifs liquides et les actifs bancaires seraient, par ailleurs, d'après les auteurs et conformément à nos résultats positivement mais non significativement corrélés à la somme rapportée au PIB des stocks bruts d'avoirs et d'engagements extérieurs. Une accumulation accrue de ces stocks entraînerait, en revanche, selon [Calderón et Kubota \[2009\]](#) et contrairement à ce que nous avons pu déceler, une chute significative des actifs des banques commerciales rapportés à leur somme avec ceux de la banque centrale.

- *Activité des intermédiaires financiers*

L'intégration financière internationale réduirait, d'après les résultats des estimations (tableau 5 de l'annexe), l'activité des intermédiaires financiers. Cet effet (négatif) concerne l'ensemble des indicateurs de l'activité financière utilisés. Il se montre, en outre, statistiquement significatif (aux seuils d'erreur de 5 % et 10 %) lorsqu'il s'agit d'étudier les conséquences (sur l'activité financière) d'une variation de l'indice de Chinn et Ito. Cet effet perd, en revanche, sa significativité quand il s'agit de tester les implications de l'ouverture financière *de facto* mesurée par la somme (rapportée au PIB) des stocks bruts d'avoirs et d'engagements extérieurs. Nos résultats corroborent les prévisions des modélisations de [Detragiache et al. \[2006\]](#) et [Gormley \[2011\]](#) en ce qui concerne les implications de l'ouverture financière sur le volume de crédit au secteur privé (voir aussi [Stiglitz \[1993\]](#)). Ces auteurs démontrent que l'ouverture financière (celle du secteur bancaire en particulier) est susceptible d'entraîner une segmentation du marché de crédit intérieur, avec des effets (éventuellement) négatifs sur le volume (total) de crédit octroyé localement. D'après ces auteurs, ceci est particulièrement le cas des pays peu développés et ceux en développement, là où l'information est imparfaite et son acquisition coûteuse (voir aussi [Detragiache et al. \[2006\]](#)). Nos résultats contredisent, en revanche, ceux de [Chinn et Ito \[2002\]](#), [Law et Demetriades \[2004\]](#) et [Calderón et Kubota \[2009\]](#) qui démontrent la présence d'une relation positive entre l'intégration financière internationale, d'une part, et les mesures de l'activité du système financier, d'autre part.

- *Efficacité des banques de dépôts*

Conformément aux prévisions de la littérature théorique (Levine [1996], Berger *et al.* [2000], Mishkin [2006]), les résultats du tableau 6 de l'annexe démontrent la présence d'un lien positif - certes non statistiquement significatif - entre l'efficacité des banques locales et le degré d'intégration financière internationale. Une hausse du degré d'ouverture financière - *de jure* comme *de facto* - réduit, d'après les estimations, le niveau des frais généraux et celui des marges bénéficiaires des banques locales. Cet impact (négatif) n'est pas toutefois statistiquement significatif et ce, dans l'ensemble des spécifications estimées. Calderón et Kubota [2009] aboutissent à des conclusions empiriques en partie similaires. Ils démontrent le déclin du ratio des frais généraux et celui des marges nettes d'intérêts des banques avec une plus grande intégration effective de l'économie nationale au sein des marchés financiers mondiaux. Cette relation négative disparaît, en revanche, lorsque les auteurs mesurent l'ouverture financière moyennant l'indice de Chinn et Ito de libéralisation du compte financier (coefficients significativement positifs, contrairement aux prévisions de la théorie).

- *Développement du marché boursier*

Nos résultats s'avèrent non concluants en ce qui concerne la nature du lien entre l'ouverture financière et le développement des marchés boursiers dans les pays émergents et en développement (tableau 7 de l'annexe). Les indicateurs d'intégration financière internationale (*de facto* ici) montrent des coefficients positifs lorsque nous testons les implications d'une telle politique sur le degré de capitalisation boursière¹². Ces coefficients changent de signe et deviennent, en revanche, significativement négatifs (aux seuils de 10 % et 5 %) quand il s'agit d'étudier l'effet sur les autres indicateurs de développement du marché boursier, notamment : le ratio de la valeur échangée, le ratio de rotation et le nombre de firmes cotées par habitant. Ces résultats empiriques non concluants viennent contredire les prévisions de la littérature théorique ainsi que les résultats des travaux empiriques défendant la présence d'une connexion favorable entre l'ouverture financière et le développement du marché boursier (Levine et Zervos [1998a], Kim et Singhal [2000], Fuchs-Schündeln et Funke [2001], Jain-Chandra [2002], de la Torre *et al.* [2007]). Ils confortent, cependant, ceux trouvés par Calderón et Kubota [2009] pour un échantillon de pays en développement entre 1974 et 2007. Pareillement, ces auteurs mettent en lumière une relation ouverture financière - développement du marché boursier dont le signe dépend aussi bien de l'indicateur de développement boursier utilisé que de la mesure d'ouverture financière employée. Ben Naceur *et al.* [2008] montrent également, pour un panel de 11 pays de la

¹² Seule la relation entre l'ouverture financière *de facto* et le développement du marché boursier est estimée. En effet, lorsque le degré d'ouverture financière est mesuré par l'indice de Chinn et Ito de libéralisation du compte financier, le nombre d'observations se montre trop faible, ce qui rend les résultats trouvés pour cet indicateur peu fiables et explique le fait que nous ne les rapportons pas ici.

région MENA entre 1979 et 2005, que l'ouverture du marché boursier exerce un impact significativement défavorable à court terme sur le développement de ce dernier.

En conclusion, les estimations empiriques que nous avons menées, sur un échantillon de 112 pays émergents et en développement entre 1975 et 2007, mettent en avant des résultats mitigés concernant la nature du lien entre l'intégration financière internationale et le développement du système financier dans ces économies (avec toutefois une tendance à défendre une relation négative entre les deux variables). Nous avons voulu, dans ce qui suit, voir si ces conclusions tirées ne dissimulent pas en réalité des différences entre les pays de l'échantillon.

- *Analyse par sous-groupe de pays : pays émergents et frontière versus pays les moins développés*

Nous avons procédé à la ré-estimation du modèle initial (équation (2)) pour deux sous-groupes de pays de notre échantillon de départ, à savoir : les pays émergents et frontière, d'une part, et les pays les moins développés, d'autre part (voir listes B et C de l'annexe)¹³.

Les résultats trouvés montrent clairement la présence de divergences significatives, entre les deux groupes de pays, eu égard aux effets de l'ouverture financière sur les indicateurs de développement financier¹⁴. D'après le tableau 8 de l'annexe, il apparaît clairement qu'une plus grande intégration des pays émergents et frontière au sein de la sphère financière mondiale favorise, d'une manière significative, le développement - taille, activité et efficacité - des intermédiaires financiers. Cet effet statistiquement significatif est essentiellement constaté pour l'indice de Chinn et Ito de libéralisation du compte financier. Il n'en demeure pas moins que l'ouverture financière *de facto* est toute aussi déterminante pour le développement de l'intermédiation financière, certes d'une manière un peu moins souvent significative. Les résultats du tableau 9 mettent, toutefois, en avant un impact non significativement différent de zéro de l'ouverture financière (qu'elle soit *de jure* ou *de facto*) sur les indicateurs de développement du marché boursier (hormis le ratio de capitalisation boursière). *A contrario*, les résultats pour les pays les moins développés montrent que l'ouverture financière n'exerce pas d'effets statistiquement significatifs sur la taille et/ou l'activité des intermédiaires financiers¹⁵. Les résultats révèlent même, pour ces pays, des coefficients négatifs (certes non significatifs) de l'ouverture financière sur les indicateurs d'activité du système financier. Le développement du système financier dans ces économies est probablement tributaire de facteurs autres que le degré d'ouverture financière.

¹³ Les estimations sont effectuées moyennant des données en panel dynamique. Contrairement aux précédentes analyses, nous employons ici des données annuelles (plutôt que des données en moyenne quinquennale comme ce fut le cas précédemment). Le but est d'accroître le nombre d'observations pour des estimations élaborées sur des échantillons réduits de pays (30 pays dans chaque groupe). Des estimations faites moyennant des données exprimées en moyenne de 3 ans donnent des résultats similaires.

¹⁴ L'ensemble des spécifications estimées est exempt du risque d'auto-corrélation sérielle d'ordre 2 des termes d'erreur, ainsi que de celui de non validité des instruments internes utilisés.

¹⁵ Les résultats ne sont pas reproduits mais sont disponibles auprès des auteurs sur simple demande.

3.1.3 Etude de sensibilité et de robustesse

Nous apportons quelques modifications au modèle de base afin de tester la sensibilité des résultats précédents¹⁶. Les tableaux allant de 10 à 13 de l'annexe rapportent les résultats des estimations sur panel dynamique de l'équation (2) après prise en compte de trois nouvelles variables de contrôle. Il s'agit notamment de : l'indice de risque politique (*risque politique*), l'indice de protection des droits des créanciers (*creditor*) et un indice composite (*instii*) de « la corruption », « la démocratie », « la qualité de la bureaucratie », « le respect des lois » et « la stabilité du gouvernement ». Le rôle des institutions dans la détermination du développement des systèmes financiers a reçu une attention considérable dans la littérature économique (Knack et Keifer [1995], La Porta *et al.* [1997], Acemoglu *et al.* [2004], Demetriades et Andrianova [2004], McDonald et Schumacher [2007], Yartey [2007], Andrianova *et al.* [2011], Law [2008, 2009]). Les résultats trouvés attestent de la robustesse des conclusions préalablement obtenues. Ils suggèrent que l'introduction de nouvelles variables de contrôle n'altère pas d'une manière substantielle les résultats précédents. Ces derniers se trouvent, bien au contraire, fortement confortés voire améliorés, puisque l'introduction de nouvelles variables de contrôle augmente la significativité des coefficients estimés. De la même façon que précédemment, l'impact empirique de l'ouverture financière sur le développement financier - dans les pays émergents et en développement - se montre non concluant. Il varie selon qu'il s'agit d'étudier les conséquences sur le développement des intermédiaires financiers ou les implications sur celui des marchés boursiers.

De retour au modèle initial, nous proposons de tester la solidité des résultats précédents en utilisant une mesure alternative de l'instabilité macroéconomique. Nous gardons, à ce titre, la même spécification empirique de départ, sauf que nous remplaçons la variable « taux d'inflation » par celle du « taux d'intérêt réel » (*ir*) (tableaux 14 et 15 de l'annexe) (Fry [1997], Law et Demetriades [2004]). Les résultats trouvés confirment encore une fois ceux préalablement décelés avec le taux d'inflation comme variable de contrôle. Pareillement, ils mettent en avant le caractère non concluant de l'évidence empirique sur le lien intégration financière internationale - développement financier dans les pays émergents et en développement.

Enfin, des résultats similaires sont décelés lorsque nous décidons de tester la sensibilité des conclusions antérieures à l'élimination des observations aberrantes du développement financier. Comme précédemment, nous excluons les observations du développement financier pour lesquelles l'écart (en valeur absolue) du taux de croissance de celui-ci par rapport à sa moyenne dépasse deux fois son écart type. Le but est de voir si les résultats précédents ne sont pas en réalité tirés ou influencés par de fortes variations dans les indicateurs de développement financier,

¹⁶ L'ensemble des spécifications estimées lors de l'analyse de robustesse est exempt du risque d'auto-corrélation sérielle d'ordre 2 des termes d'erreur, ainsi que de celui de non validité des instruments internes utilisés.

variations pouvant être liées à des épisodes de *boom* de crédit, de bulles sur le marché boursier ou d'effondrement des prix des actifs financiers. Les résultats trouvés attestent une nouvelle fois de la robustesse de ceux obtenus auparavant (tableau 16 de l'annexe). L'élimination des observations aberrantes du développement financier semble même améliorer d'une façon considérable la qualité des résultats. Plusieurs coefficients de la variable « ouverture financière » deviennent statistiquement significatifs alors qu'ils ne l'étaient pas lors des estimations précédentes.

Au vu de l'ensemble de ces tests de sensibilité, il apparaît clairement que les conclusions empiriques précédemment dégagées sont robustes. Celles-ci se montrent insensibles à l'ensemble des remaniements apportés au modèle initial.

Au final, nous pouvons conclure que la thèse selon laquelle l'ouverture financière favorise le développement des systèmes financiers domestiques, dans les pays émergents et en développement, n'est que partiellement validée par notre étude empirique. Nos résultats montrent que la nature (le signe) du lien entre l'ouverture financière et le développement financier varie, pour ces pays, selon qu'il s'agit d'étudier les conséquences sur la taille, sur l'efficacité ou sur le volume d'activité du système financier (intermédiaires financiers et marché boursier). D'après nos résultats, l'intégration financière internationale des pays émergents et en développement semble impacter favorablement l'efficacité des banques locales et la taille des intermédiaires financiers bancaires et non bancaires. Elle serait, en revanche, à l'origine d'une baisse de l'activité des intermédiaires financiers. Les conséquences d'une telle politique sur le développement du marché boursier se montrent - également - mitigées (effet positif sur la taille de ce marché contre un impact négatif sur sa liquidité et son efficacité). Les résultats décelés pour le sous-groupe de pays émergents et frontière de l'échantillon de départ (30 pays) se révèlent plus concluants. Ces résultats défendent sans ambiguïté aucune l'hypothèse selon laquelle une plus grande insertion (de ces économies) dans la sphère financière mondiale favorise le développement du secteur financier (de l'intermédiation financière en particulier).

Après avoir étudié la relation entre l'ouverture financière et le développement financier, testons dans ce qui suit celle s'initiant entre les trois variables ouverture financière, développement financier et croissance.

3.2 Intégration financière internationale, développement financier et croissance de long terme : estimation d'un modèle à équations simultanées

Les résultats empiriques des estimations précédemment élaborées (estimations « séparées » équation par équation) laissent penser que le degré de développement financier pourrait constituer un canal de transmission entre l'ouverture financière et la croissance de long terme dans les pays émergents et en développement. Partant de ces résultats, nous tâchons, dans ce qui

suit, d'étudier la relation tripartite ouverture financière - développement financier - croissance moyennant l'estimation d'un modèle à équations simultanées. Contrairement aux estimations « séparées », l'estimation d'un tel modèle présente l'avantage de permettre la prise en compte dans l'analyse de l'ensemble des interactions possibles pouvant exister entre les variables étudiées. Elle serait donc plus convenable pour évaluer correctement la nature du lien entre ces trois variables. L'estimation d'un modèle à équations simultanées permet par ailleurs de vérifier la robustesse des conclusions empiriques antérieurement trouvées.

3.2.1 Présentation du modèle

Le modèle que nous estimons se compose de deux équations. La variable du développement financier est une variable explicative au niveau de la première équation (équation de croissance). Elle se transforme en une variable expliquée au niveau de la deuxième équation (équation qui explique le degré de développement financier et au sein de laquelle « l'ouverture financière » est introduite en tant que variable explicative) et ce, comme suit :

$$(3) \quad \begin{cases} y_{it} - y_{it-1} = \alpha_0 + \gamma y_{it-1} + \alpha_1 DF_{it} + \alpha_2 X_{it} + \mu_i + \lambda_t + \varepsilon_{it} \\ DF_{it} = \beta_0 + \tau DF_{it-1} + \beta_1 OF_{it-1} + \beta_2 Z_{it-1} + \mu_i + \lambda_t + \zeta_{it} \end{cases}$$

y est le PIB réel par habitant, DF est le degré de développement financier, OF est une mesure du degré d'ouverture financière¹⁷, X et Z représentent deux jeux de variables de contrôle. μ_i représente l'effet spécifique au pays, λ_t l'effet spécifique au temps et ε et ζ sont des termes d'erreur. Les indices i et t désignent respectivement les pays ($i = 1, 2, \dots, N$) et les périodes ($t = 1, 2, \dots, T$). La technique d'estimation employée est celle des triples moindres carrés, méthode adaptée au cas de panels non cylindrés.

3.2.2 Principaux résultats

Les résultats des estimations du modèle à équations simultanées (modèle (3)) sont présentés au niveau du tableau 17 de l'annexe. Le principal constat qui se dégage à la lumière de ces résultats est leur similitude avec ceux précédemment trouvés lors des estimations équation par équation. En premier lieu, le degré de développement du système financier domestique (intermédiation financière et marché boursier) apparaît comme un déterminant significatif du taux de croissance du PIB réel par habitant dans les pays émergents et en développement. Conformément aux prévisions de la littérature et aux résultats empiriques précédents, la variable « développement financier » présente dans tous les cas étudiés un coefficient significativement différent de zéro. En second lieu, le degré d'intégration financière internationale (*de facto*) affecte d'une manière statistiquement significative le niveau de développement financier dans les pays émergents et en

¹⁷ Nous nous limitons à l'emploi d'une seule mesure du degré d'intégration financière internationale (*de facto* plus précisément), à savoir celle de la valeur rapportée au PIB des stocks bruts d'avoirs et d'engagements extérieurs (*assetliab*). Un tel choix se justifie par le souci de vouloir assurer un nombre suffisamment élevé d'observations.

développement. Ce résultat est valable quel que soit l'indicateur de développement financier employé, hormis pour le ratio de capitalisation boursière et celui de la marge nette d'intérêts. Pareillement aux résultats antérieurs (résultats de base et ceux de l'analyse de robustesse), l'effet de l'ouverture financière sur le développement financier se montre : (i) significativement positif lorsque nous testons les implications sur la taille des intermédiaires financiers, (ii) significativement négatif quand il s'agit d'étudier les conséquences sur l'activité de ces derniers et enfin (iii) significativement négatif pour les indicateurs d'activité et d'efficacité du marché boursier domestique. Comparativement aux résultats préalablement décelés, nous remarquons que l'estimation par la méthode des équations simultanées rend les coefficients de la variable « ouverture financière » - dans l'équation du développement financier - beaucoup plus significatifs, ce qui conforte les résultats antérieurs. Nous pouvons ainsi conclure, à partir de l'ensemble de ces résultats, que le développement financier présente un canal de transmission indirect *via* lequel l'ouverture financière pourrait impacter le rythme de croissance dans les pays émergents et en développement. Les résultats des estimations montrent - à titre d'exemple - qu'une hausse de 10 % de la valeur rapportée au PIB des stocks bruts d'avoirs et d'engagements extérieurs augmenterait de 0,6 % le ratio des passifs liquides qui, à son tour, relèverait de 0,08 % ($0,6 \% * 0,137$) le taux de croissance du PIB réel par habitant. Une hausse de même ampleur du degré d'ouverture financière *de facto* est susceptible, en revanche, de baisser les dépôts bancaires, le crédit privé, la valeur des parts échangées en bourse, le taux de rotation des actifs et le nombre de firmes cotées en bourse par habitant de, respectivement, 1,43 %, 1 %, 7,46 %, 4,3 % et 4,5 % . De pareilles baisses dans les indicateurs de développement financier diminueraient à leur tour le taux de croissance économique de, respectivement, 0,06 %, 0,05 %, 0,15 %, 0,13 % et 0,09 %.

Nous effectuons des estimations similaires pour le sous-groupe de 30 pays émergents et frontière dont la composition détaillée est décrite au niveau de l'annexe 2. Pareillement, les résultats trouvés (tableau 18 de l'annexe) confirment largement ceux des estimations précédentes effectuées équation par équation. Ils montrent clairement que l'intégration financière internationale favorise significativement le développement du secteur financier domestique. Le développement financier exerce, à son tour, un impact significativement positif sur la croissance du PIB réel par habitant. Quel que soit l'indicateur de développement financier employé, les variables « développement financier » et « ouverture financière » entrent - toutes les deux - avec des coefficients significativement positifs (dans, respectivement, la régression de croissance et celle du développement financier). La plupart des coefficients affichés pour ces deux variables sont significatifs au seuil de 1 %, attestant ainsi de l'importance du lien tripartite intégration financière internationale - développement financier - croissance pour les marchés émergents et

frontière étudiés. Il appartient donc aux autorités nationales de ces pays de veiller à une plus grande ouverture de leurs économies aux flux financiers transfrontaliers. Le but est de pouvoir espérer une croissance plus rapide et mieux soutenue (*via* le canal du développement financier). Au final, la principale conclusion qui peut être dégagée de l'analyse à équations simultanées est que le développement financier constitue un canal de transmission indirect entre l'intégration financière internationale et la croissance dans les pays émergents et en développement. Les estimations montrent que le degré d'ouverture financière affecte significativement celui de développement du système financier qui, à son tour, impacte significativement le rythme de croissance dans ces pays. Nos résultats viennent fournir une explication plausible à l'absence de liens statistiquement significatifs entre l'intégration financière internationale et la croissance dans bien des travaux empiriques. Ces travaux testent la relation entre les deux variables moyennant l'estimation d'une régression de croissance qui contrôle le niveau de développement financier (parmi les variables explicatives du modèle estimé). Nous avons démontré ici que c'est à travers cette variable - ce canal indirect et collatéral - que l'ouverture financière pourrait impacter (soit positivement soit négativement) le rythme de croissance. Par conséquent, si le développement financier est pris en compte dans l'analyse du lien ouverture financière - croissance, il est tout à fait attendu que l'impact résiduel estimé de l'ouverture financière (sur la croissance) ne soit statistiquement significatif.

4. Conclusion

Dans cet article, nous avons cherché à voir dans quelle mesure le développement du système financier constitue un déterminant clé de la croissance de long terme dans les pays émergents et en développement et, par conséquent, un canal de transmission indirect entre l'intégration financière internationale et la croissance économique dans ces pays.

Trois principales investigations empiriques ont été menées moyennant des données en panel dynamique relatives à 112 pays émergents et en développement entre 1975 et 2007. Au niveau de la première étude, nous avons proposé un réexamen empirique du lien entre le développement financier et la croissance de long terme dans les marchés émergents et en développement. Lors de la deuxième étude, nous avons testé les implications empiriques d'une variation du degré d'intégration financière internationale sur celui de développement du système financier domestique. La troisième et dernière application s'est, finalement, attachée à analyser empiriquement la relation tripartite ouverture financière - développement financier - croissance de long terme, moyennant l'estimation d'un modèle à équations simultanées.

Les principaux résultats obtenus aux termes des diverses estimations effectuées sont les suivants. En premier lieu, nous avons pu confirmer les prédictions de la littérature antérieure quant à la

présence d'un lien significativement favorable entre le développement financier et la croissance de long terme, dans les pays émergents et en développement. En deuxième lieu, contrairement aux résultats d'une abondante littérature empirique défendant une connexion positive significative entre l'ouverture financière et le développement financier, nous avons démontré qu'une telle relation est nuancée dans le cas des pays émergents et en développement. En effet, le signe de cette relation dépend du choix de l'indicateur de développement financier. Il varie selon qu'il s'agit d'étudier les conséquences sur la taille, sur l'activité ou sur l'efficacité du système financier. Nous avons ainsi montré qu'une plus grande intégration financière internationale des pays émergents et en développement bénéficie au développement de l'intermédiation financière en termes d'une meilleure efficacité des banques locales et d'une plus grande taille des intermédiaires financiers bancaires et non bancaires. Une telle politique réduirait, en revanche, le volume d'activité des intermédiaires financiers. Les conséquences de l'ouverture financière sur le développement du marché boursier se montrent quant à eux assez peu concluants. Nos résultats se sont, par ailleurs, révélés très concluants pour les pays émergents et frontière de l'échantillon étudié (lien ouverture financière - développement financier significativement positif pour ces marchés). En troisième lieu, l'estimation du modèle à équations simultanées a permis de conclure que le développement financier présente bien un canal de transmission indirect par lequel l'intégration financière internationale pourrait impacter le rythme de croissance de long terme dans les pays émergents et en développement. Le degré d'ouverture financière de ces pays semble affecter d'une manière significative celui de développement du système financier domestique qui, à son tour, altérerait significativement la croissance de long terme de ces pays.

Plusieurs voies de recherche future peuvent être poursuivies afin de compléter et approfondir les travaux entamés au niveau de cet article. Premièrement, il est possible de tester si la structure des stocks bruts d'avoirs et d'engagements extérieurs (stocks en actions *versus* stocks sous forme de dette) impacte (ou non) significativement le lien entre l'intégration financière internationale et le développement financier. Nous devons nous attendre à ce que l'accumulation d'avoirs/engagements extérieurs risqués (investissements directs étrangers, investissements de portefeuille en actions) ait un effet différent - sur le développement du système financier - que celle d'avoirs/engagements extérieurs peu risqués (stocks sous forme de dette). Deuxièmement, partant des conclusions d'une abondante littérature récente sur les effets de seuil ([Kose et al. \[2009a\]](#), [Allegret et Azzabi \[2012\]](#)), nous pouvons également évaluer à quel point, certaines caractéristiques structurelles - le niveau de développement financier, la qualité des institutions locales et le degré d'ouverture commerciale à titre d'exemple - conditionnent la réponse du développement financier à une plus forte intégration financière internationale. Plus précisément,

il s'agirait de voir si le caractère non concluant des résultats empiriques trouvés - quant à la nature du lien entre l'ouverture financière et le développement financier dans les pays émergents et en développement - n'est pas expliqué par l'absence - au sein de ces pays - de certaines pré-conditions nécessaires pour une libéralisation réussie du compte financier. Troisièmement, les travaux empiriques élaborés au niveau de cet article n'intègrent pas les effets possibles de l'intégration financière internationale sur l'instabilité financière et - indirectement - sur le développement financier, ni non plus les implications de l'instabilité financière - pouvant accompagner le développement financier dans certains cas - sur le lien entre le développement financier et la croissance ([Kaminsky et Schmukler \[2008\]](#)). Nous pouvons, dans le cadre de travaux futurs de recherche, voir si la prise en compte de la composante « instabilité financière » affecte le lien tripartite ouverture financière - développement du système financier - croissance. Quatrièmement, une autre extension possible est relative à l'étude du degré de stabilité dans le temps de la connexion ouverture financière - développement financier. Il nous appartient, à titre d'exemple, de voir si le signe ou l'ampleur de cette relation varie entre une période de stabilité financière et une période de turbulence. Cinquièmement et finalement, les investigations empiriques menées dans cet article peuvent être étendues moyennant la construction et l'utilisation d'indices composites afin de saisir le degré de développement financier ou celui d'intégration financière internationale (indices synthétiques définis comme une combinaison pondérée de plusieurs indicateurs individuels mesurant le niveau d'une même variable). L'utilisation de tels indices permet la prise en compte de plusieurs aspects afférents aux phénomènes étudiés.

Annexes

Annexe 1 : Présentation des variables

Tableau 1 - Définition des variables

Variabiles	Définition	Sources
Variable « développement financier »		
Passifs liquides	Passifs liquides rapportés au PIB.	Beck et Demirgüç-Kunt (2009)
Actifs banques de dépôts/banque centrale	Actifs des banques commerciales sur la somme de ces actifs plus ceux de la banque centrale.	Beck et Demirgüç-Kunt (2009)
Actifs bancaires	Actifs bancaires rapportés au PIB.	Beck et Demirgüç-Kunt (2009)
Dépôts bancaires	Ratio des dépôts des banques commerciales rapportés au PIB.	Beck et Demirgüç-Kunt (2009)
Dépôts du système financier	Ratio des dépôts du système financier rapportés au PIB.	Beck et Demirgüç-Kunt (2009)
Crédits au secteur privé	Crédits au secteur privé rapportés au PIB.	Beck et Demirgüç-Kunt (2009)
Crédits bancaires	Crédits bancaires au secteur privé rapportés au PIB.	Beck et Demirgüç-Kunt (2009)
Marge nette d'intérêts	Revenu net d'intérêts (intérêts reçus moins intérêts versés)/actif total des banques.	Beck et Demirgüç-Kunt (2009)
Frais généraux	Frais généraux des banques/actif total des banques.	Beck et Demirgüç-Kunt (2009)
Capitalisation	Valeur totale des parts cotées en bourse rapportée au PIB.	Beck et Demirgüç-Kunt (2009)
Valeur échangée	Valeur totale des parts échangées en bourse rapportée au PIB.	Beck et Demirgüç-Kunt (2009)
Rotation	Valeur totale des actions échangées en bourse rapportée à la valeur totale des actions cotées.	Beck et Demirgüç-Kunt (2009)
Nombre de firmes cotées	Nombre de firmes cotées en bourse par habitant.	Beck et Demirgüç-Kunt (2009)
Variable « ouverture financière »		
kopen	Indice de Chinn et Ito de libéralisation du compte financier (Voir chapitre 2 pour définition).	Chinn et Ito (2008)
Avoirs et engagements extérieurs	Stocks bruts d'avoirs et d'engagements extérieurs rapportés au PIB.	Lane et Milesi-Ferretti (2007)
Avoirs extérieurs	Stocks bruts d'avoirs extérieurs rapportés au PIB.	Lane et Milesi-Ferretti (2007)
Engagements extérieurs	Stocks bruts d'engagements extérieurs rapportés au PIB.	Lane et Milesi-Ferretti (2007)
Variabiles de contrôle		
PIB réel par tête	PIB par tête en dollars constants (2000).	World Development Indicators (2008)
Education	Taux de scolarisation primaire (% brut) : part de la population scolarisée en primaire dans la population en âge de l'être.	World Development Indicators (2008)
Inflation	Taux de variation de l'indice des prix à la consommation (annuel %)	World Development Indicators (2008)
Taille du gouvernement	Dépenses de consommation finale du gouvernement incluant les dépenses courantes d'achat de biens et services (en % du PIB).	World Development Indicators (2008)
Ouverture commerciale	La valeur de la somme des exportations et des importations de biens et services (en % du PIB).	World Development Indicators (2008)
Prime du marché de change parallèle	La différence entre le taux de change sur le marché parallèle et le taux de change officiel en % de ce dernier.	Global Development Network Database (2001)
Population	Taux de croissance de la population.	World Development Indicators (2008)
Variation des termes de l'échange	Variation de l'indice des termes de l'échange de marchandises nets (indice calculé comme le rapport de l'indice de la valeur unitaire des exportations sur l'indice de la valeur unitaire des importations, mesuré sur l'année de référence 2000).	World Development Indicators (2008)
Bureaucratie	Les points sont attribués lorsque la bureaucratie est indépendante de la pression politique. Le score maximum est de 4 points.	International Country Risk Guide (ICRG)
Corruption	Les notes sont attribuées suivant la corruption financière sur les licences d'exportation ou d'importation, les contrôles de change, taxes etc ... mais aussi sur le népotisme, le financement des partis, les contrôles inefficaces des biens publics qui encouragent tous le développement du marché noir. Le score maximum est de 6 points, avec des valeurs élevées de cet indice indique un risque (une corruption) faible tandis que des valeurs faibles qualifient les pays les plus risqués (i.e. les plus corrompus).	International Country Risk Guide (ICRG)
Profil d'investissement	Il contient trois composantes qui obtiennent chacune entre 0 et 4 points, à savoir : la viabilité des contrats/le degré d'expropriation, le rapatriement des profits et les délais de paiement. Un score de 4 points correspond à un risque très faible alors qu'un score de 0 points indique un risque très élevé.	International Country Risk Guide (ICRG)
Indice des libertés civiles	Les critères de notation des pays se réfèrent essentiellement au degré de liberté d'expression, de manifestation, d'éducation, de religion ...	Freedom House (2008)
Indice des libertés politiques	Les critères de notation des pays se réfèrent essentiellement au degré de transparence, de justesse et de liberté des élections.	Freedom House (2008)
Taux d'intérêt réel	Taux d'intérêt débiteur ajusté en fonction de l'inflation telle que mesurée par le déflateur du PIB.	World Development Indicators (2008)
Risque politique	Indicateur agrégé qui comprend plusieurs indices : la stabilité gouvernementale , les conditions socio économiques , le profil des investissements et les conflits internes et externes indexés sur 12 points, la corruption , les militaires en politique , les tensions religieuses , la loi , les tensions ethniques et le respect de la démocratie avec 6 points, et, enfin, la qualité bureaucratique indexée sur 4 points. Les valeurs élevées de cet indice indiquent un risque faible tandis que les valeurs faibles de cet indice qualifient les pays les plus risqués.	International Country Risk Guide (ICRG)
Stabilité gouvernementale	Elle comprend trois composantes à savoir : l'unité gouvernementale, la force législative et le soutien populaire. Chacune de ces composantes obtient un score minimum de 0 points (risque très élevé) et maximum de 4 points (risque très faible).	International Country Risk Guide (ICRG)
Corruption	Les notes sont attribuées suivant la corruption financière sur les licences d'exportation ou d'importation, les contrôles de change, taxes etc ... mais aussi sur le népotisme, le financement des partis, les contrôles inefficaces des biens publics qui encouragent tous le développement du marché noir. Le score maximum est de 6 points, avec des valeurs élevées de cet indice indique un risque (une corruption) faible tandis que des valeurs faibles qualifient les pays les plus risqués (i.e. les plus corrompus).	International Country Risk Guide (ICRG)
Règle de droit	Elle comprend deux composantes et chacune est notée de 0 à 3. La première est une évaluation de la puissance et de l'impartialité des systèmes judiciaires et légaux et la deuxième est une évaluation du respect de la loi. Un faible score sur cet indice indique une plus grande fragilité réglementaire.	International Country Risk Guide (ICRG)
Démocratie	C'est une mesure de la façon avec laquelle le gouvernement est réceptif à son peuple. Les points sont attribués sur la base du type de gouvernance que connaît le pays en question. A ce titre, cinq types de gouvernance sont définis, à savoir : la démocratie alternée, la démocratie dominée, l'état à une partie <i>de jure</i> , l'état à une partie <i>de facto</i> , l'état à une partie <i>de jure</i> et l'autarcie. La mesure obtient un score minimum de 0 points (démocratie faible) et maximum de 6 points (démocratie élevée).	International Country Risk Guide (ICRG)
Qualité de la bureaucratie	Les points sont attribués lorsque la bureaucratie est indépendante de la pression politique. Le score maximum est de 4 points.	International Country Risk Guide (ICRG)
Droits des créanciers	Indice agrégé des droits des créanciers tel que défini par La Porta <i>et al.</i> [1998]. Un score de « 1 » est assigné lorsque chacun des droits (des créanciers) suivants est défini dans la loi et la législation : (i) il existe des restrictions (les dividendes minimums à titre d'exemple) pour que l'emprunteur puisse demander une réorganisation de sa dette, (ii) les créanciers protégés peuvent saisir leurs garanties après qu'une requête de réorganisation est approuvée, (iii) les créanciers protégés sont les premiers à être remboursés, à la suite d'une liquidation, comparativement aux autres créanciers tels que les gouvernements ou les employés, enfin (iv) le score d'un point est attribué lorsque la direction ne conserve pas l'administration de sa propriété en attendant la résolution de la réorganisation. L'indice varie de « 0 » (faible protection des droits des créanciers) à « 4 » (forte protection des droits des créanciers), et est construit au mois de janvier de chaque année entre 1978 et 2003.	Djankov <i>et al.</i> (2007)

Annexe 2 : Classement des pays de l'échantillon

Liste A : Liste des pays de l'échantillon (112 pays émergents et en développement)

Albanie, Algérie, Angola, Argentine, Arménie, Bangladesh, Belize, Bénin, Bhoutan, Bolivie, Botswana, Brésil, Bulgarie, Burkina Faso, Burundi, Cambodge, Cameroun, Cap-Vert, République centrafricaine, Tchad, Chili, Colombie, République démocratique du Congo, République du Congo, Costa Rica, Côte d'Ivoire, Dominique, République dominicaine, Equateur, Égypte, Salvador, Éthiopie, Fidji, Gabon, Gambie, Géorgie, Ghana, Grenade, Guatemala, Guinée-Bissau, Guyane, Haïti, Honduras, Inde, Indonésie, République islamique d'Iran, Jamaïque, Jordanie, Kazakhstan, Kenya, Kirghizie, République démocratique populaire du Lao, Lettonie, Lesotho, Libye, Lituanie, ex-République yougoslave de Macédoine, Madagascar, Malawi, Malaisie, Maldives, Mali, Mauritanie, Île Maurice, Mexique, République de Moldova, Mongolie, Maroc, Mozambique, Népal, Nicaragua, Niger, Nigéria, Pakistan, Panama, Papouasie-Nouvelle-Guinée, Paraguay, Pérou, Philippines, Pologne, Roumanie, Rwanda, Samoa, Sénégal, Serbie, Seychelles, Sierra Leone, Îles Salomon, Afrique du Sud, Sri Lanka, Saint Kitts-et-Nevis, Sainte-Lucie, Saint-Vincent-et-les Grenadines, Soudan, Suriname, Royaume du Swaziland, République arabe syrienne, Tanzanie, Thaïlande, Timor-Leste, Togo, Tonga, Tunisie, Turquie, Ouganda, Uruguay, Vanuatu, Venezuela, Vietnam, République du Yémen, Zambie, Zimbabwe.

Liste B : Liste des pays émergents (MSCI Barra juin 2009)

Afrique du Sud, Argentine, Bangladesh, Brésil, Bulgarie, Chili, Colombie, Égypte, Inde, Îles Maurice, Indonésie, Jordanie, Kenya, Kazakhstan, Lituanie, Malaisie, Maroc, Mexique, Nigeria, Pakistan, Pérou, Philippines, Pologne, Roumanie, Serbie, Sri Lanka, Thaïlande, Tunisie, Turquie, Vietnam.

Liste C : Liste des pays les moins développés (pays à revenu bas selon la classification de la Banque Mondiale de juillet 2008)

Bénin, Burkina Faso, Burundi, Cambodge, République centrafricaine, Tchad, République démocratique du Congo, Éthiopie, Gambie, Ghana, Guinée-Bissau, Haïti, République de Kirghize, République démocratique populaire du Lao, Madagascar, Malawi, Mali, Mauritanie, Mozambique, Népal, Niger, Rwanda, Sénégal, Sierra Leone, Tanzanie, Togo, Ouganda, République du Yémen, Zambie, Zimbabwe.

Annexe 3 : Résultats des estimations

Tableau 2 - Développement des intermédiaires financiers et croissance économique^a

Echantillon : 112 pays émergents et en développement entre 1975 et 2007 (données quinquennales)

Méthodologie : Méthode des Moments Généralisés en système

Variables	Signe attendu	TAILLE			ACTIVITE				EFFICIENCE	
		Passifs liquides	Actifs banques de dépôts/banque centrale	Actifs bancaires	Crédit privé	Crédit bancaire	Dépôts bancaires	Dépôts du système financier	Marge d'intérêts	Frais généraux
PIB initial	(-)	-0,056*** (0,000)	-0,068*** (0,000)	-0,101*** (0,000)	-0,106*** (0,000)	-0,112*** (0,000)	-0,066*** (0,000)	-0,064*** (0,000)	-0,001*** (0,000)	0,028*** (0,000)
DF	(+)	0,179*** (6,84e-05)	0,210*** (0,009)	0,133*** (0,005)	0,117*** (0,001)	0,108*** (0,007)	0,158*** (1,81e-05)	0,164*** (6,75e-06)	-0,311*** (1,33e-06)	-0,281*** (0,000)
prim	(+)	0,088 (0,419)	0,201*** (0,007)	0,182* (0,089)	0,195* (0,068)	0,211* (0,065)	0,119 (0,380)	0,113 (0,420)	0,119 (0,182)	0,172 (0,111)
inf	(-)	-0,002 (0,889)	-0,020 (0,403)	-0,008 (0,678)	-0,008 (0,589)	-0,010 (0,551)	0,005 (0,647)	0,007 (0,531)	-0,019 (0,601)	-0,050 (0,171)
gov	(-)	-0,142* (0,092)	-0,168* (0,081)	-0,159* (0,073)	-0,161 (0,112)	-0,143* (0,090)	-0,216** (0,032)	-0,205* (0,051)	-0,032 (0,555)	-0,003 (0,972)
trade	(+)	0,078 (0,331)	0,041 (0,481)	0,091 (0,263)	0,123 (0,133)	0,121 (0,145)	0,053 (0,606)	0,053 (0,614)	-0,0552 (0,485)	-0,202 (0,132)
bmp	(-)	-0,119*** (0,000)	-0,092*** (0,001)	-0,118*** (0,000)	-0,096*** (0,007)	-0,089** (0,019)	-0,111*** (0,001)	-0,112*** (0,002)		
Observations		283	287	282	281	281	279	279	301	305
Nombre de groupes		99	100	99	99	99	99	99	91	92
Test de Hansen (<i>p-value</i>)		0,177	0,375	0,346	0,468	0,403	0,104	0,110	0,952	0,792
Test AR (2) (<i>p-value</i>)		0,238	0,295	0,509	0,682	0,681	0,464	0,497	0,479	0,201
Nombre d'instruments		38	38	39	39	39	21	22	28	21

Source : calculs faits par les auteurs

Notes La variable dépendante est le taux de croissance du PIB réel par habitant. La période d'étude 1975 - 2007 est subdivisée en 7 sous-périodes de cinq années chacune. PIB initial = PIB réel par habitant de début de période, DF = indicateurs de développement financier (passifs liquides rapportés au PIB, actifs des banques commerciales sur la somme de ces actifs plus ceux de la banque centrale, actifs bancaires rapportés au PIB, crédits au secteur privé rapportés au PIB, crédits bancaires au secteur privé rapportés au PIB, dépôts bancaires, dépôts du système financier, marge d'intérêts, frais généraux), prim = Taux de scolarisation primaire, inf = Taux d'inflation, gov = Dépenses gouvernementales de consommation finale rapportées au PIB, trade = Taux d'ouverture commerciale et bmp = Prime du marché de change parallèle. Toutes les variables sont introduites en logarithme sauf l'inflation (log (1+taux d'inflation)). Toutes les régressions incluent des variables muettes temporelles et une constante. Pour le test de Hansen, l'hypothèse nulle indique que les instruments utilisés sont valides (non corrélés avec les résidus). Pour le test AR(2), l'hypothèse nulle indique l'absence de corrélation sérielle de second ordre des erreurs en différence. ^a *p-value* entre parenthèses ; * significatif au seuil d'erreur de 10 %, ** significatif au seuil d'erreur de 5 %, *** significatif au seuil d'erreur de 1 %.

Tableau 3 - Développement du marché boursier et croissance économique^a*Echantillon : 112 pays émergents et en développement entre 1975 et 2007 (données quinquennales)**Méthodologie : Méthode des Moments Généralisés en système*

Variables	Signe attendu	Capitalisation	Valeur échangée	Rotation
PIB initial	(-)	-0,055*** (0,000)	-0,064*** (0,000)	-0,020*** (0,000)
DF	(+)	0,052** (0,033)	0,042** (0,035)	0,044 (0,654)
prim	(+)	0,022 (0,903)	-0,014 (0,967)	-0,026 (0,961)
inf	(-)	-0,119** (0,044)	-0,153* (0,061)	-0,170* (0,063)
gov	(-)	-0,067 (0,606)	-0,072 (0,572)	-0,122 (0,578)
trade	(+)	0,068 (0,413)	0,045 (0,469)	0,047 (0,650)
bmp	(-)	-0,040 (0,222)	-0,018 (0,583)	-0,055 (0,149)
Observations		124	119	124
Nombre de groupes		52	52	52
Test de Hansen (<i>p-value</i>)		0,157	0,195	0,121
Test AR (2) (<i>p-value</i>)		0,410	0,211	0,215
Nombre d'instruments		27	21	22

Source : calculs faits par les auteurs

Notes La variable dépendante est le taux de croissance du PIB réel par habitant. La période d'étude 1975 - 2007 est subdivisée en 7 sous-périodes de cinq années chacune. PIB initial = PIB réel par habitant de début de période, DF = indicateurs de développement financier (valeur totale des parts cotées rapportée au PIB, valeur totale des parts échangées rapportée au PIB, ratio de rotation), prim = Taux de scolarisation primaire, inf = Taux d'inflation, gov = Dépenses gouvernementales de consommation finale rapportées au PIB, trade = Taux d'ouverture commerciale et bmp = Prime du marché de change parallèle. Toutes les variables sont introduites en logarithme sauf l'inflation (log (1+taux d'inflation)). Toutes les régressions incluent des variables muettes temporelles et une constante. Pour le test de Hansen, l'hypothèse nulle indique que les instruments utilisés sont valides (non corrélés avec les résidus). Pour le test AR(2), l'hypothèse nulle indique l'absence de corrélation sérielle de second ordre des erreurs en différence. ^a *p-value* entre parenthèses ; * significatif au seuil d'erreur de 10 %, ** significatif au seuil d'erreur de 5 %, *** significatif au seuil d'erreur de 1 %.

Tableau 4 - Intégration financière internationale et taille des intermédiaires financiers^a

Echantillon : 112 pays émergents et en développement entre 1975 et 2007 (données quinquennales)

Méthodologie : Méthode des Moments Généralisés en système

Variables	Signe attendu	Passifs liquides				Actifs banques de dépôts/banque centrale				Actifs bancaires			
		[1]	[2]	[3]	[4]	[1]	[2]	[3]	[4]	[1]	[2]	[3]	[4]
DF [retardé]	(+)	0,760*** (5,83e-08)	0,940*** (2,34e-09)	0,997*** (1,00e-09)	0,911*** (0,000)	0,520* (0,087)	0,638*** (0,000)	0,553*** (3,52e-09)	0,588*** (0,001)	0,842*** (1,14e-05)	1,090*** (1,13e-06)	0,836*** (2,29e-08)	0,823*** (2,20e-10)
kopen [retardé]	(+/-)	0,019 (0,840)				0,008 (0,932)				0,023 (0,794)			
asset [retardé]	(+/-)		0,075 (0,592)				0,011 (0,943)				0,191 (0,670)		
liab [retardé]	(+/-)			0,074 (0,366)				0,004 (0,933)				0,134 (0,364)	
assetliab [retardé]	(+/-)				0,060 (0,600)				0,012 (0,965)				0,097 (0,592)
ycap [retardé]	(+)	0,036 (0,713)	0,193* (0,092)	0,166*** (0,007)	0,141** (0,022)	-0,108 (0,135)	-0,042 (0,550)	0,010 (0,819)	-0,018 (0,801)	0,047 (0,687)	0,376* (0,084)	0,112 (0,374)	0,110 (0,384)
inf [retardé]	(-)	-0,042 (0,536)	-0,022 (0,592)	-0,053* (0,059)	-0,034 (0,252)	-0,007 (0,857)	0,065 (0,562)	-0,003 (0,921)	0,061 (0,534)	-0,153* (0,093)	-0,069 (0,327)	0,039 (0,671)	0,046 (0,612)
trade [retardé]	(+)	0,292* (0,067)	-0,289 (0,374)	-0,162 (0,249)	0,001 (0,991)	0,002 (0,983)	0,494** (0,013)	0,265** (0,011)	0,497** (0,014)	0,147 (0,628)	-0,617 (0,219)	0,143 (0,661)	0,183 (0,568)
Observations		108	507	507	507	108	513	513	513	107	506	506	506
Nombre de groupes		43	108	108	108	43	109	109	109	43	108	108	108
Test de Hansen (<i>p-value</i>)		0,217	0,116	0,282	0,126	0,518	0,919	0,704	0,952	0,355	0,792	0,124	0,120
Test AR (2) (<i>p-value</i>)		0,703	0,734	0,775	0,793	0,329	0,744	0,105	0,706	0,945	0,149	0,125	0,184
Nombre d'instruments		23	22	19	32	26	13	26	13	19	15	18	18

Source : calculs faits par les auteurs

Notes La variable dépendante est le développement financier. La période d'étude 1975 – 2007 est subdivisée en 7 sous-périodes de cinq années chacune. DF = Développement financier, kopen = Indice de Chinn et Ito de libéralisation du compte financier, asset = Stocks bruts d'avoires extérieurs (rapportés au PIB), liab = Stocks bruts d'engagements extérieurs (rapportés au PIB), assetliab = Stocks bruts d'avoires et d'engagements extérieurs (rapportés au PIB), ycap = PIB réel par habitant, inf = Taux d'inflation, trade = Taux d'ouverture commerciale. Toutes les variables sont introduites en logarithme. Toutes les régressions incluent des variables muettes temporelles et une constante. Pour le test de Hansen, l'hypothèse nulle indique que les instruments utilisés sont valides (non corrélés avec les résidus). Pour le test AR(2), l'hypothèse nulle indique l'absence de corrélation sérielle de second ordre des erreurs en différence. ^a *p-value* entre parenthèses ; * significatif au seuil d'erreur de 10 %, ** significatif au seuil d'erreur de 5 %, *** significatif au seuil d'erreur de 1 %.

Tableau 5 - Intégration financière internationale et activité des intermédiaires financiers^a

Echantillon : 112 pays émergents et en développement entre 1975 et 2007 (données quinquennales)

Méthodologie : Méthode des Moments Généralisés en système

Variables	Signe attendu	Dépôts bancaires				Dépôts du système financier				Crédit au secteur privé				Crédit bancaire			
		[1]	[2]	[3]	[4]	[1]	[2]	[3]	[4]	[1]	[2]	[3]	[4]	[1]	[2]	[3]	[4]
DF [retardé]	(+)	0,661*** (1,03e-05)	0,683*** (0,000)	0,795*** (0,000)	0,753*** (0,000)	0,673*** (1,61e-05)	0,688*** (0,000)	0,830** (0,031)	0,753*** (0,000)	0,887*** (1,82e-05)	1,064*** (6,66e-06)	1,260*** (0,007)	0,992*** (4,63e-05)	0,920*** (8,43e-07)	1,055*** (1,33e-05)	1,193*** (9,46e-10)	1,192*** (1,37e-09)
kopen [retardé]	(+/-)	-0,147* (0,085)				-0,173* (0,093)				-0,110** (0,027)				-0,124** (0,030)			
asset [retardé]	(+/-)		-0,569 (0,263)				-0,555 (0,247)				-0,868* (0,058)				-0,833* (0,096)		
liab [retardé]	(+/-)			-0,009 (0,918)				-1,637 (0,340)				-0,768 (0,752)				-0,426 (0,285)	
assetliab [retardé]	(+/-)				-0,031 (0,840)				-0,075 (0,628)				-0,344 (0,537)				-0,463 (0,259)
ycap [retardé]	(+)	-0,056 (0,588)	0,195 (0,240)	0,083 (0,248)	0,100 (0,210)	-0,093 (0,540)	0,191 (0,218)	-0,440 (0,507)	0,092 (0,252)	-0,195 (0,166)	0,032 (0,888)	-0,376 (0,710)	-0,014 (0,962)	-0,177 (0,279)	0,068 (0,759)	-0,094 (0,534)	0,019 (0,921)
inf [retardé]	(-)	-0,108** (0,016)	-0,319 (0,364)	-0,002 (0,963)	-0,028 (0,741)	-0,147** (0,044)	-0,290 (0,393)	-0,242 (0,594)	-0,041 (0,613)	-0,120 (0,364)	-0,087 (0,603)	0,618 (0,496)	0,025 (0,906)	-0,116 (0,408)	-0,058 (0,751)	-0,080 (0,476)	-0,075 (0,366)
trade [retardé]	(+)	0,060 (0,751)	0,087 (0,893)	0,028 (0,834)	0,182 (0,231)	0,026 (0,895)	0,143 (0,812)	0,000 (0,999)	0,179 (0,240)	0,183* (0,081)	0,311 (0,499)	1,322 (0,496)	-0,043 (0,937)	0,155* (0,085)	0,212 (0,657)	-0,276 (0,366)	-0,298 (0,379)
Observations		134	502	502	502	134	502	502	502	107	506	506	506	107	505	505	505
Nombre de groupes		51	106	106	106	51	106	106	106	43	108	108	108	43	108	108	108
Test de Hansen (<i>p-value</i>)		0,543	0,308	0,140	0,271	0,291	0,238	0,290	0,338	0,775	0,756	0,524	0,196	0,681	0,624	0,222	0,179
Test AR (2) (<i>p-value</i>)		0,101	0,743	0,177	0,163	0,125	0,613	0,409	0,205	0,242	0,100	0,556	0,377	0,284	0,168	0,105	0,125
Nombre d'instruments		28	12	25	17	24	12	12	17	30	16	12	15	30	16	15	19

Source : calculs faits par les auteurs

Notes La variable dépendante est le développement financier. La période d'étude 1975 – 2007 est subdivisée en 7 sous-périodes de cinq années chacune. DF = Développement financier, kopen = Indice de Chinn et Ito de libéralisation du compte financier, asset = Stocks bruts d'avoires extérieurs (rapportés au PIB), liab = Stocks bruts d'engagements extérieurs (rapportés au PIB), assetliab = Stocks bruts d'avoires et d'engagements extérieurs (rapportés au PIB), ycap = PIB réel par habitant, inf = Taux d'inflation, trade = Taux d'ouverture commerciale. Toutes les variables sont introduites en logarithme. Toutes les régressions incluent des variables muettes temporelles et une constante. Pour le test de Hansen, l'hypothèse nulle indique que les instruments utilisés sont valides (non corrélés avec les résidus). Pour le test AR(2), l'hypothèse nulle indique l'absence de corrélation sérielle de second ordre des erreurs en différence. ^a *p-value* entre parenthèses ; * significatif au seuil d'erreur de 10 %, ** significatif au seuil d'erreur de 5 %, *** significatif au seuil d'erreur de 1 %.

Tableau 6 - Intégration financière internationale et efficience des intermédiaires financiers^a

Echantillon : 112 pays émergents et en développement entre 1975 et 2007 (données quinquennales)

Méthodologie : Méthode des Moments Généralisés en système

Variables	Signe attendu	Marge nette d'intérêts				Frais généraux			
		[1]	[2]	[3]	[4]	[1]	[2]	[3]	[4]
DF [retardé]	(+)	0,446*** (0,000)	0,552 (0,107)	0,545** (0,014)	0,680*** (0,005)	0,901* (0,060)	0,787*** (0,000)	0,826*** (7,86e-06)	0,703*** (0,001)
kopen [retardé]	(+/-)	-0,062 (0,700)				-0,021 (0,870)			
asset [retardé]	(+/-)		-0,004 (0,993)				-0,061 (0,722)		
liab [retardé]	(+/-)			-0,015 (0,918)				-0,011 (0,938)	
assetliab [retardé]	(+/-)				-0,023 (0,924)				-0,063 (0,749)
ycap [retardé]	(+)	-0,354* (0,054)	-0,270 (0,353)	-0,429* (0,072)	-0,190* (0,050)	0,190 (0,408)	-0,171 (0,353)	-0,158* (0,097)	-0,222** (0,027)
inf [retardé]	(-)	0,121 (0,183)	0,006 (0,938)	-0,071* (0,081)	-0,071 (0,185)	0,297** (0,016)	0,037 (0,655)	0,029 (0,630)	0,029 (0,720)
trade [retardé]	(+)	-0,629*** (0,003)	-0,015 (0,951)	-0,165 (0,431)	0,398 (0,145)	-0,160 (0,727)	0,406* (0,091)	0,261 (0,313)	0,304 (0,316)
Observations		96	227	227	227	96	231	231	231
Nombre de groupes		45	92	92	92	45	92	92	92
Test de Hansen (<i>p-value</i>)		0,942	0,256	0,215	0,693	0,574	0,287	0,491	0,245
Test AR (2) (<i>p-value</i>)		0,317	0,590	0,117	0,752	0,333	0,223	0,158	0,189
Nombre d'instruments		15	13	15	13	15	22	15	21

Source : calculs faits par les auteurs

Notes La variable dépendante est le développement financier. La période d'étude 1975 – 2007 est subdivisée en 7 sous-périodes de cinq années chacune. DF = Développement financier, kopen = Indice de Chinn et Ito de libéralisation du compte financier, asset = Stocks bruts d'avoires extérieurs (rapportés au PIB), liab = Stocks bruts d'engagements extérieurs (rapportés au PIB), assetliab = Stocks bruts d'avoires et d'engagements extérieurs (rapportés au PIB), ycap = PIB réel par habitant, inf = Taux d'inflation, trade = Taux d'ouverture commerciale. Toutes les variables sont introduites en logarithme. Toutes les régressions incluent des variables muettes temporelles et une constante. Pour le test de Hansen, l'hypothèse nulle indique que les instruments utilisés sont valides (non corrélés avec les résidus). Pour le test AR(2), l'hypothèse nulle indique l'absence de corrélation sérielle de second ordre des erreurs en différence. ^a *p-value* entre parenthèses ; * significatif au seuil d'erreur de 10 %, ** significatif au seuil d'erreur de 5 %, *** significatif au seuil d'erreur de 1 %.

Tableau 7 - Intégration financière internationale et développement du marché boursier^a

Echantillon : 112 pays émergents et en développement entre 1975 et 2007 (données quinquennales)

Méthodologie : Méthode des Moments Généralisés en système

Variables	Signe attendu	Capitalisation boursière			Rotation			Valeur échangée			N° Firms cotées		
		[2]	[3]	[4]	[2]	[3]	[4]	[2]	[3]	[4]	[2]	[3]	[4]
DF [retardé]	(+)	0,511*** (2,16e-05)	0,630*** (1,92e-07)	0,529*** (8,27e-05)	0,819*** (0,002)	0,579** (0,039)	0,522** (0,032)	0,925*** (1,66e-09)	0,682*** (0,000)	0,649*** (0,001)	0,419** (0,035)	0,463*** (0,000)	0,383*** (0,006)
asset [retardé]	(+/-)	0,888* (0,069)			-1,344** (0,037)			-1,172* (0,076)			-0,456 (0,265)		
liab [retardé]	(+/-)		0,493 (0,273)			-1,387* (0,052)			-1,114** (0,015)			-0,664* (0,090)	
assetliab [retardé]	(+/-)			0,190 (0,682)			-1,269* (0,056)			-1,300* (0,080)			-0,680* (0,087)
ycap [retardé]	(+)	0,066 (0,708)	-0,095 (0,781)	0,106 (0,713)	0,391 (0,332)	-0,509 (0,321)	-0,798* (0,096)	0,396 (0,310)	-0,132 (0,715)	-1,555 (0,110)	0,336 (0,429)	0,064 (0,809)	0,321* (0,053)
inf [retardé]	(-)	-0,148** (0,011)	-0,167** (0,020)	-0,140* (0,074)	0,203 (0,101)	0,153 (0,168)	0,228** (0,010)	0,149 (0,211)	0,085 (0,557)	0,089 (0,450)	0,078 (0,498)	0,131 (0,234)	0,137 (0,230)
trade [retardé]	(+)	-0,969 (0,134)	-0,307 (0,519)	0,187 (0,769)	1,302* (0,099)	2,141** (0,012)	2,898*** (0,000)	0,971 (0,274)	1,371* (0,094)	2,907*** (0,002)	1,433* (0,091)	1,682* (0,095)	1,585*** (0,005)
Observations		206	206	206	204	204	204	208	208	208	214	214	214
Nombre de groupes		62	62	62	62	62	62	62	62	62	63	63	63
Test de Hansen (<i>p-value</i>)		0,569	0,914	0,132	0,266	0,767	0,884	0,194	0,249	0,960	0,257	0,177	0,787
Test AR (2) (<i>p-value</i>)		0,979	0,291	0,886	0,141	0,120	0,178	0,279	0,203	0,253	0,279	0,280	0,232
Nombre d'instruments		25	15	17	21	21	23	25	27	22	19	34	28

Source : calculs faits par les auteurs

^{Notes} La variable dépendante est le développement financier. La période d'étude 1975 – 2007 est subdivisée en 7 sous-périodes de cinq années chacune. DF = Développement financier, asset = Stocks bruts d'avoirs extérieurs (rapportés au PIB), liab = Stocks bruts d'engagements extérieurs (rapportés au PIB), assetliab = Stocks bruts d'avoirs et d'engagements extérieurs (rapportés au PIB), ycap = PIB réel par habitant, inf = Taux d'inflation, trade = Taux d'ouverture commerciale. Toutes les variables sont introduites en logarithme. Toutes les régressions incluent des variables muettes temporelles et une constante. Pour le test de Hansen, l'hypothèse nulle indique que les instruments utilisés sont valides (non corrélés avec les résidus). Pour le test AR(2), l'hypothèse nulle indique l'absence de corrélation sérielle de second ordre des erreurs en différence. ^a *p-value* entre parenthèses ; * significatif au seuil d'erreur de 10 %, ** significatif au seuil d'erreur de 5 %, *** significatif au seuil d'erreur de 1 %.

Tableau 8 - Intégration financière internationale et développement des intermédiaires financiers : cas des pays émergents et frontière^a

Echantillon : 30 pays émergents et frontière entre 1975 et 2007 (données annuelles)

Méthodologie : Méthode des Moments Généralisés en système

Variables	Signe attendu	TAILLE						ACTIVITE						EFFICIENCE					
		Passifs liquides		Actifs banques de dépôts/banque centrale		Actifs bancaires		Dépôts bancaires		Dépôts du système financier		Crédit privé		Crédit bancaire		Marge nette d'intérêts		Frais généraux	
		[1]	[2]	[1]	[2]	[1]	[2]	[1]	[2]	[1]	[2]	[1]	[2]	[1]	[2]	[1]	[2]	[1]	[2]
DF [retardé]	(+)	0,895*** (6,18e-07)	1,169* (0,089)	0,645*** (0,003)	0,775*** (1,09e-06)	0,866 (0,114)	0,557** (0,031)	0,764*** (0,001)	0,904*** (3,55e-08)	0,753*** (0,001)	0,914*** (7,26e-09)	1,059*** (1,59e-07)	0,569** (0,044)	1,061*** (4,53e-09)	0,618** (0,037)	0,539** (0,048)	0,631*** (3,26e-05)	0,369* (0,070)	1,150*** (0,001)
kopen [retardé]	(+/-)	0,057* (0,061)		0,011 (0,794)		0,185** (0,019)		0,132*** (0,004)		0,130*** (0,001)		0,200* (0,069)		0,202** (0,040)		-0,044 (0,774)		-0,138** (0,048)	
assetliab [retardé]	(+/-)		-0,179 (0,788)		0,154* (0,067)		0,005 (0,989)		0,279* (0,076)		0,294* (0,068)		0,102 (0,698)		0,046 (0,881)		-0,550*** (0,004)		-0,123 (0,800)
ycap [retardé]	(+)	-0,028 (0,614)	0,203 (0,329)	0,017 (0,625)	0,079 (0,340)	0,012 (0,946)	0,098 (0,807)	-0,034 (0,595)	0,027 (0,784)	-0,035 (0,597)	0,025 (0,811)	-0,088 (0,327)	0,122 (0,661)	-0,103 (0,247)	0,269 (0,467)	-0,082 (0,625)	0,135 (0,407)	0,003 (0,977)	-0,114 (0,702)
inf [retardé]	(-)	-0,044** (0,045)	0,000 (0,998)	-0,005 (0,921)	-0,054*** (0,005)	0,015 (0,895)	-0,060 (0,552)	-0,075*** (0,007)	-0,058* (0,069)	-0,076*** (0,005)	-0,058* (0,072)	-0,094** (0,022)	-0,058 (0,317)	-0,088** (0,025)	-0,061 (0,426)	-0,077 (0,401)	-0,029 (0,478)	0,018 (0,785)	-0,091 (0,448)
trade [retardé]	(+)	-0,003 (0,971)	0,113 (0,877)	0,014 (0,765)	-0,133 (0,286)	0,333 (0,620)	0,716 (0,261)	0,586 (0,130)	0,005 (0,985)	0,586 (0,111)	0,014 (0,966)	0,164 (0,291)	0,666 (0,208)	0,168 (0,358)	0,841* (0,069)	-0,181 (0,685)	-0,052 (0,808)	-0,821*** (4,51e-05)	0,204 (0,644)
Observations		207	722	195	742	201	713	201	713	201	713	201	710	201	701	167	442	167	446
Nombre de groupes		17	30	16	30	17	30	17	30	17	30	17	30	17	30	17	29	17	29
Test de Hansen (<i>p-value</i>)		0,657	0,965	0,516	0,815	0,164	0,795	0,198	0,522	0,198	0,506	0,174	0,406	0,148	0,812	0,567	0,132	0,545	0,609
Test AR (2) (<i>p-value</i>)		0,205	0,374	0,925	0,200	0,845	0,788	0,492	0,117	0,500	0,116	0,526	0,291	0,647	0,652	0,719	0,375	0,294	0,873
Nombre d'instruments		13	13	13	19	13	15	13	18	13	18	13	16	13	17	13	15	13	14

Source : calculs faits par les auteurs

Notes La variable dépendante est le développement financier. DF = Développement financier, kopen = Indice de Chinn et Ito de libéralisation du compte financier, assetliab = Stocks bruts d'avoirs et d'engagements extérieurs (rapportés au PIB), ycap = PIB réel par habitant, inf = Taux d'inflation, trade = Taux d'ouverture commerciale. Toutes les variables sont introduites en logarithme. Toutes les régressions incluent des variables muettes temporelles et une constante. Pour le test de Hansen, l'hypothèse nulle indique que les instruments utilisés sont valides (non corrélés avec les résidus). Pour le test AR(2), l'hypothèse nulle indique l'absence de corrélation sérielle de second ordre des erreurs en différence. ^a *p-value* entre parenthèses ; * significatif au seuil d'erreur de 10 %, ** significatif au seuil d'erreur de 5 %, *** significatif au seuil d'erreur de 1 %.

Tableau 9 - Intégration financière internationale et développement du marché boursier : cas des pays émergents et frontière^a

Echantillon : 30 pays émergents et frontière entre 1975 et 2007 (données annuelles)

Méthodologie : Méthode des Moments Généralisés en système

Variables	Signe attendu	Capitalisation boursière		Valeur échangée		Rotation		N° Firmes cotées	
		[1]	[2]	[1]	[2]	[1]	[2]	[1]	[2]
DF [retardé]	(+)	0,599* (0,059)	0,278 (0,670)	0,549 (0,379)	0,888*** (1,13e-10)	0,518* (0,072)	0,701*** (0,001)	0,886*** (5,77e-05)	0,951*** (0,000)
kopen [retardé]	(+/-)	0,225* (0,088)		0,076 (0,646)		0,176 (0,736)		0,097 (0,882)	
assetliab [retardé]	(+/-)		0,364 (0,719)		0,123 (0,858)		0,056 (0,942)		0,035 (0,968)
ycaap [retardé]	(+)	0,203 (0,707)	-0,832 (0,607)	-0,125 (0,726)	-0,338 (0,620)	0,350 (0,477)	-0,622 (0,422)	0,028 (0,924)	-0,072 (0,867)
inf [retardé]	(-)	0,125 (0,611)	0,092 (0,636)	0,034 (0,888)	0,057 (0,808)	0,158 (0,463)	0,077 (0,637)	0,073 (0,344)	0,222 (0,333)
trade [retardé]	(+)	0,470 (0,151)	-0,163 (0,881)	0,752 (0,573)	-0,197 (0,770)	0,542 (0,552)	-0,375 (0,721)	0,171 (0,722)	-0,255 (0,587)
Observations		210	629	206	655	204	639	207	656
Nombre de groupes		17	30	17	30	17	30	17	30
Test de Hansen (<i>p-value</i>)		0,759	0,610	0,173	0,847	0,480	0,716	0,252	0,764
Test AR (2) (<i>p-value</i>)		0,889	0,111	0,289	0,349	0,230	0,411	0,712	0,494
Nombre d'instruments		13	13	13	15	13	15	13	16

Source : calculs faits par les auteurs

Notes La variable dépendante est le développement financier. DF = Développement financier, kopen = Indice de Chinn et Ito de libéralisation du compte financier, assetliab = Stocks bruts d'avoirs et d'engagements extérieurs (rapportés au PIB), ycaap = PIB réel par habitant, inf = Taux d'inflation, trade = Taux d'ouverture commerciale. Toutes les variables sont introduites en logarithme. Toutes les régressions incluent des variables muettes temporelles et une constante. Pour le test de Hansen, l'hypothèse nulle indique que les instruments utilisés sont valides (non corrélés avec les résidus). Pour le test AR(2), l'hypothèse nulle indique l'absence de corrélation sérielle de second ordre des erreurs en différence. ^a *p-value* entre parenthèses ; * significatif au seuil d'erreur de 10 %, ** significatif au seuil d'erreur de 5 %, *** significatif au seuil d'erreur de 1 %.

Tableau 10 - Intégration financière internationale et taille des intermédiaires financiers : plus de variables de contrôle^a

Echantillon : 112 pays émergents et en développement entre 1975 et 2007 (données quinquennales)

Méthodologie : Méthode des Moments Généralisés en système

Variables	Signe attendu	Passifs liquides						Actifs banques de dépôts/banque centrale						Actifs bancaires					
		[1]	[2]	[1]	[2]	[1]	[2]	[1]	[2]	[1]	[2]	[1]	[2]	[1]	[2]	[1]	[2]		
DF [retardé]	(+)	0,679*** (2,87e-07)	0,833*** (6,78e-06)	0,760*** (2,25e-07)	0,863*** (2,40e-09)	0,681*** (0,000)	0,727*** (1,15e-07)	0,151 (0,625)	0,662*** (2,79e-10)	0,215 (0,183)	1,047*** (0,000)	0,423*** (0,004)	0,935*** (3,95e-07)	0,723*** (1,79e-05)	0,857*** (0,000)	0,743*** (0,000)	0,911*** (0,000)	0,716*** (0,000)	0,849*** (1,16e-07)
kopen [retardé]	(+/-)	0,015 (0,707)		0,040 (0,262)		0,027 (0,749)		0,126* (0,093)		0,099* (0,072)		0,031* (0,094)		0,014 (0,760)		0,026 (0,744)		0,041 (0,624)	
assetliab [retardé]	(+/-)		0,173 (0,408)		0,022 (0,910)		0,019 (0,887)		0,008 (0,938)		0,058 (0,837)		0,016 (0,887)		0,094 (0,716)		-0,065 (0,886)		0,029 (0,821)
ycap [retardé]	(+)	-0,214** (0,013)	0,034 (0,713)	-0,062 (0,717)	0,089 (0,397)	0,003 (0,984)	0,046 (0,720)	0,070 (0,467)	-0,009 (0,899)	0,019 (0,884)	-0,260* (0,067)	0,055 (0,397)	-0,035 (0,593)	-0,037 (0,762)	0,068 (0,633)	0,001 (0,994)	0,288 (0,328)	0,000 (0,997)	0,129 (0,261)
inf [retardé]	(-)	-0,008 (0,872)	-0,019 (0,727)	-0,056* (0,080)	0,105 (0,101)	-0,056 (0,395)	-0,020 (0,592)	0,040** (0,033)	0,006 (0,821)	0,041 (0,104)	0,050 (0,257)	-0,013 (0,763)	0,035 (0,101)	-0,109 (0,287)	-0,033 (0,492)	-0,091 (0,514)	-0,073 (0,357)	-0,269*** (0,001)	-0,108* (0,077)
trade [retardé]	(+)	0,164 (0,280)	-0,476** (0,028)	0,160 (0,258)	-0,092 (0,673)	0,314** (0,011)	0,140 (0,583)	0,000 (0,996)	0,038 (0,754)	-0,038 (0,778)	0,662** (0,044)	0,143 (0,102)	0,134 (0,306)	0,147 (0,428)	-0,709** (0,029)	0,113 (0,526)	-0,883 (0,215)	0,223 (0,659)	0,222 (0,448)
risque politique [retardé]	(+)	1,373* (0,076)	1,089** (0,032)					0,216 (0,602)	0,506* (0,052)					0,586 (0,495)	1,179* (0,090)				
instiit [retardé]	(+)			0,233 (0,729)	0,078 (0,873)					0,333 (0,108)	0,572 (0,327)					-0,085 (0,923)	-0,304 (0,614)		
creditor [retardé]	(+)					0,097 (0,800)	0,819* (0,095)					-0,030 (0,880)	0,394* (0,067)					-0,029 (0,943)	-0,249 (0,615)
Observations		75	275	75	275	75	311	75	279	75	279	75	314	75	274	75	274	74	311
Nombre de groupes		34	78	34	78	30	68	34	79	34	79	30	68	34	78	34	78	30	68
Test de Hansen (<i>p-value</i>)		0,610	0,455	0,353	0,355	0,710	0,178	0,728	0,233	0,880	0,204	0,199	0,911	0,388	0,773	0,396	0,192	0,555	0,295
Test AR (2) (<i>p-value</i>)		0,661	0,516	0,126	0,644	0,673	0,335	0,272	0,352	0,226	0,997	0,458	0,180	0,197	0,119	0,267	0,412	0,267	0,186
Nombre d'instruments		28	27	23	21	21	28	28	18	21	13	21	24	23	35	23	18	21	31

Source : calculs faits par les auteurs

Notes La variable dépendante est le développement financier. La période d'étude 1975 – 2007 est subdivisée en 7 sous-périodes de cinq années chacune. DF = Développement financier, kopen = Indice de Chinn et Ito de libéralisation du compte financier, assetliab = Stocks bruts d'avoirs et d'engagements extérieurs (rapportés au PIB), ycap = PIB réel par habitant, inf = Taux d'inflation, trade = Taux d'ouverture commerciale, risque politique = Indice composite de « la stabilité gouvernementale », « les conditions socio économiques », « le profil des investissements », « les conflits internes et externes », « la corruption », « les militaires en politique », « les tensions religieuses », « la loi », « les tensions ethniques », « le respect de la démocratie » et « la qualité bureaucratique », instiit = Indice composite de « la règle de droit », « la qualité de la bureaucratie », « la démocratie », « la stabilité gouvernementale » et « la corruption », creditor = Indice de protection des droits des créanciers. Toutes les variables sont introduites en logarithme. Toutes les régressions incluent des variables muettes temporelles et une constante. Pour le test de Hansen, l'hypothèse nulle indique que les instruments utilisés sont valides (non corrélés avec les résidus). Pour le test AR(2), l'hypothèse nulle indique l'absence de corrélation sérielle de second ordre des erreurs en différence. ^a *p-value* entre parenthèses ; * significatif au seuil d'erreur de 10 %, ** significatif au seuil d'erreur de 5 %, *** significatif au seuil d'erreur de 1 %.

Tableau 11 - Intégration financière internationale et activité des intermédiaires financiers : plus de variables de contrôle^a

Echantillon : 112 pays émergents et en développement entre 1975 et 2007 (données quinquennales)

Méthodologie : Méthode des Moments Généralisés en système

Variables	Signe attendu	Dépôts bancaires						Dépôts du système financier					
		[1]	[2]	[1]	[2]	[1]	[2]	[1]	[2]	[1]	[2]		
DF [retardé]	(+)	0,627*** (9,30e-06)	0,871*** (5,90e-07)	0,684*** (0,000)	0,798*** (1,89e-08)	0,519*** (0,001)	0,719*** (2,31e-09)	0,841*** (2,57e-05)	0,869*** (6,74e-07)	0,803*** (0,001)	0,841*** (3,83e-09)	0,528*** (0,003)	0,721*** (2,84e-09)
kopen [retardé]	(+/-)	-0,062* (0,086)		-0,114* (0,098)		-0,191* (0,086)		-0,264* (0,050)		-0,267** (0,049)		-0,200* (0,087)	
assetliab [retardé]	(+/-)		-0,021 (0,906)		-0,383* (0,089)		-0,206* (0,080)		-0,062 (0,714)		-0,329* (0,084)		-0,203* (0,089)
ycap [retardé]	(+)	-0,316 (0,120)	0,007 (0,957)	-0,340 (0,209)	0,061 (0,552)	-0,278 (0,474)	-0,035 (0,724)	-0,318 (0,129)	-0,009 (0,945)	-0,271 (0,200)	0,024 (0,842)	-0,248 (0,572)	-0,040 (0,687)
inf [retardé]	(-)	-0,026 (0,451)	0,040 (0,539)	-0,058 (0,489)	-0,035 (0,444)	-0,086 (0,529)	-0,121 (0,205)	-0,136 (0,272)	0,039 (0,514)	-0,120 (0,309)	-0,032 (0,483)	-0,095 (0,518)	-0,122 (0,203)
trade [retardé]	(+)	0,033 (0,833)	-0,615** (0,040)	-0,136 (0,837)	-0,203 (0,503)	0,305 (0,600)	0,502** (0,035)	-0,705** (0,032)	-0,583* (0,053)	-0,798** (0,034)	-0,155 (0,645)	0,238 (0,721)	0,502** (0,038)
risque politique [retardé]	(+)	0,386 (0,564)	1,357* (0,068)					2,120** (0,034)	1,352** (0,047)				
instit [retardé]	(+)			0,849 (0,436)	-0,278 (0,419)					1,163* (0,080)	-0,086 (0,821)		
creditor [retardé]	(+)					0,374 (0,482)	-0,038 (0,947)					0,420 (0,491)	0,007 (0,989)
Observations		74	270	74	270	73	306	107	270	107	270	73	306
Nombre de groupes		33	76	33	76	29	66	40	76	40	76	29	66
Test de Hansen (<i>p-value</i>)		0,863	0,280	0,731	0,131	0,645	0,444	0,531	0,255	0,328	0,090	0,616	0,440
Test AR (2) (<i>p-value</i>)		0,198	0,771	0,447	0,829	0,345	0,299	0,386	0,504	0,985	0,913	0,411	0,340
Nombre d'instruments		25	23	17	34	19	16	17	23	16	27	19	16

Source : calculs faits par les auteurs

Notes La variable dépendante est le développement financier. La période d'étude 1975 – 2007 est subdivisée en 7 sous-périodes de cinq années chacune. DF = Développement financier, kopen = Indice de Chinn et Ito de libéralisation du compte financier, assetliab = Stocks bruts d'avoirs et d'engagements extérieurs (rapportés au PIB), ycap = PIB réel par habitant, inf = Taux d'inflation, trade = Taux d'ouverture commerciale, risque politique = Indice composite de « la stabilité gouvernementale », « les conditions socio économiques », « le profil des investissements », « les conflits internes et externes », « la corruption », « les militaires en politique », « les tensions religieuses », « la loi », « les tensions ethniques », « le respect de la démocratie » et « la qualité bureaucratique », instit = Indice composite de « la règle de droit », « la qualité de la bureaucratie », « la démocratie », « la stabilité gouvernementale » et « la corruption », creditor = Indice de protection des droits des créanciers. Toutes les variables sont introduites en logarithme. Toutes les régressions incluent des variables muettes temporelles et une constante. Pour le test de Hansen, l'hypothèse nulle indique que les instruments utilisés sont valides (non corrélés avec les résidus). Pour le test AR(2), l'hypothèse nulle indique l'absence de corrélation sérielle de second ordre des erreurs en différence. ^a *p-value* entre parenthèses ; * significatif au seuil d'erreur de 10 %, ** significatif au seuil d'erreur de 5 %, *** significatif au seuil d'erreur de 1 %.

Tableau 11bis - Intégration financière internationale et activité des intermédiaires financiers : plus de variables de contrôle (suite)^a

Echantillon : 112 pays émergents et en développement entre 1975 et 2007 (données quinquennales)

Méthodologie : Méthode des Moments Généralisés en système

Variables	Signe attendu	Crédit privé						Crédit bancaire					
		[1]	[2]	[1]	[2]	[1]	[2]	[1]	[2]	[1]	[2]		
DF [retardé]	(+)	0,663*** (0,000)	0,937*** (1,09e-06)	0,646*** (2,60e-05)	0,859*** (0,000)	0,668*** (2,29e-05)	0,664*** (0,000)	0,672*** (0,000)	0,924*** (2,26e-05)	0,588*** (6,79e-05)	0,992*** (6,26e-05)	0,699*** (2,96e-06)	0,607*** (1,52e-06)
kopen [retardé]	(+/-)	-0,178** (0,040)		-0,157* (0,084)		-0,138* (0,068)		-0,183** (0,014)		-0,169* (0,090)		-0,128* (0,062)	
assetliab [retardé]	(+/-)		-0,115 (0,820)		-0,163 (0,623)		-0,140 (0,567)		-0,167 (0,862)		-0,113 (0,748)		-0,256 (0,206)
ycap [retardé]	(+)	-0,273 (0,244)	0,009 (0,944)	0,183 (0,323)	0,218 (0,391)	0,311 (0,486)	0,031 (0,881)	-0,315 (0,181)	-0,006 (0,971)	0,238 (0,241)	0,201 (0,428)	0,300 (0,537)	-0,095 (0,688)
inf [retardé]	(-)	-0,122 (0,235)	0,079 (0,580)	-0,031 (0,791)	-0,073 (0,247)	-0,256** (0,013)	-0,045 (0,812)	-0,123 (0,289)	0,048 (0,863)	-0,032 (0,784)	-0,021 (0,808)	-0,211** (0,011)	-0,178 (0,142)
trade [retardé]	(+)	0,104 (0,631)	0,195 (0,727)	0,078 (0,777)	-0,513 (0,439)	0,225 (0,624)	0,998* (0,087)	0,119 (0,622)	0,326 (0,631)	0,039 (0,890)	-0,725 (0,263)	0,103 (0,816)	1,098* (0,066)
risque politique [retardé]	(+)	2,177** (0,047)	-0,378 (0,786)					2,295* (0,053)	-0,587 (0,826)				
instit [retardé]	(+)			-0,201 (0,648)	-0,246 (0,567)					-0,147 (0,750)	-0,425 (0,447)		
creditor [retardé]	(+)					-0,023 (0,958)	-0,142 (0,907)					0,129 (0,786)	0,224 (0,776)
Observations		75	273	75	273	74	311	75	273	75	273	74	310
Nombre de groupes		34	78	34	78	30	68	34	78	34	78	30	68
Test de Hansen (<i>p-value</i>)		0,897	0,064	0,766	0,106	0,942	0,632	0,910	0,106	0,753	0,186	0,903	0,558
Test AR (2) (<i>p-value</i>)		0,191	0,081	0,143	0,126	0,283	0,513	0,205	0,338	0,141	0,107	0,325	0,186
Nombre d'instruments		21	14	19	24	19	15	21	13	19	20	19	16

Source : calculs faits par les auteurs

Notes La variable dépendante est le développement financier. La période d'étude 1975 – 2007 est subdivisée en 7 sous-périodes de cinq années chacune. DF = Développement financier, kopen = Indice de Chinn et Ito de libéralisation du compte financier, assetliab = Stocks bruts d'avoirs et d'engagements extérieurs (rapportés au PIB), ycap = PIB réel par habitant, inf = Taux d'inflation, trade = Taux d'ouverture commerciale, risque politique = Indice composite de « la stabilité gouvernementale », « les conditions socio économiques », « le profil des investissements », « les conflits internes et externes », « la corruption », « les militaires en politique », « les tensions religieuses », « la loi », « les tensions ethniques », « le respect de la démocratie » et « la qualité bureaucratique », instit = Indice composite de « la règle de droit », « la qualité de la bureaucratie », « la démocratie », « la stabilité gouvernementale » et « la corruption », creditor = Indice de protection des droits des créanciers. Toutes les variables sont introduites en logarithme. Toutes les régressions incluent des variables muettes temporelles et une constante. Pour le test de Hansen, l'hypothèse nulle indique que les instruments utilisés sont valides (non corrélés avec les résidus). Pour le test AR(2), l'hypothèse nulle indique l'absence de corrélation sérielle de second ordre des erreurs en différence. ^a *p-value* entre parenthèses ; * significatif au seuil d'erreur de 10 %, ** significatif au seuil d'erreur de 5 %, *** significatif au seuil d'erreur de 1 %.

Tableau 12 - Intégration financière internationale et efficacité des intermédiaires financiers : plus de variables de contrôle^a

Echantillon : 112 pays émergents et en développement entre 1975 et 2007 (données quinquennales)

Méthodologie : Méthode des Moments Généralisés en système

Variables	Signe attendu	Marge nette d'intérêts				Frais généraux			
		[1]	[2]	[1]	[2]	[1]	[2]	[1]	[2]
DF [retardé]	(+)	0,402***	0,896***	0,416***	0,743**	0,979*	0,913***	1,000***	0,840***
		(0,001)	(0,001)	(2,51e-05)	(0,014)	(0,054)	(9,62e-07)	(0,001)	(6,37e-05)
kopen [retardé]	(+/-)	-0,014		-0,034		-0,214		-0,036	
		(0,917)		(0,781)		(0,314)		(0,786)	
assetliab [retardé]	(+/-)		-0,062		-0,040		-0,501*		-0,572*
			(0,851)		(0,933)		(0,055)		(0,097)
ycap [retardé]	(+)	-0,291	-0,020	-0,262*	-0,025	-0,032	-0,048	-0,121	-0,092
		(0,106)	(0,867)	(0,076)	(0,753)	(0,850)	(0,589)	(0,528)	(0,300)
inf [retardé]	(-)	-0,012	-0,133*	0,001	-0,099	0,415**	-0,128*	0,109	-0,089
		(0,897)	(0,058)	(0,989)	(0,307)	(0,037)	(0,055)	(0,328)	(0,157)
trade [retardé]	(+)	-0,349*	0,078	-0,357**	0,008	0,174	0,108	0,202	0,110
		(0,055)	(0,711)	(0,018)	(0,976)	(0,773)	(0,541)	(0,807)	(0,610)
risque politique [retardé]	(+)	-0,679	-0,250			0,403	-1,054		
		(0,458)	(0,689)			(0,844)	(0,103)		
instit [retardé]	(+)			-0,471	-0,420			-0,879	-0,664
				(0,415)	(0,500)			(0,683)	(0,118)
Observations		88	196	88	196	88	200	88	200
Nombre de groupes		40	76	40	76	40	76	40	76
Test de Hansen (<i>p-value</i>)		0,445	0,415	0,583	0,083	0,765	0,796	0,470	0,641
Test AR (2) (<i>p-value</i>)		0,693	0,952	0,784	0,777	0,292	0,804	0,303	0,969
Nombre d'instruments		26	24	26	16	16	20	13	18

Source : calculs faits par les auteurs

Notes La variable dépendante est le développement financier. La période d'étude 1975 – 2007 est subdivisée en 7 sous-périodes de cinq années chacune. DF = Développement financier, kopen = Indice de Chinn et Ito de libéralisation du compte financier, assetliab = Stocks bruts d'avoirs et d'engagements extérieurs (rapportés au PIB), ycap = PIB réel par habitant, inf = Taux d'inflation, trade = Taux d'ouverture commerciale, risque politique = Indice composite de « la stabilité gouvernementale », « les conditions socio économiques », « le profil des investissements », « les conflits internes et externes », « la corruption », « les militaires en politique », « les tensions religieuses », « la loi », « les tensions ethniques », « le respect de la démocratie » et « la qualité bureaucratique », instit = Indice composite de « la règle de droit », « la qualité de la bureaucratie », « la démocratie », « la stabilité gouvernementale » et « la corruption ». Toutes les variables sont introduites en logarithme. Toutes les régressions incluent des variables muettes temporelles et une constante. Pour le test de Hansen, l'hypothèse nulle indique que les instruments utilisés sont valides (non corrélés avec les résidus). Pour le test AR(2), l'hypothèse nulle indique l'absence de corrélation sérielle de second ordre des erreurs en différence. ^a *p-value* entre parenthèses ; * significatif au seuil d'erreur de 10 %, ** significatif au seuil d'erreur de 5 %, *** significatif au seuil d'erreur de 1 %.

Tableau 13 - Intégration financière internationale et développement du marché boursier : plus de variables de contrôle^a

Echantillon : 112 pays émergents et en développement entre 1975 et 2007 (données quinquennales)

Méthodologie : Méthode des Moments Généralisés en système

Variables	Signe attendu	Capitalisation boursière			Valeur échangée			Rotation			N° Firmes cotées		
DF [retardé]	(+)	0,468** (0,037)	0,535** (0,011)	0,614*** (8,24e-09)	0,750*** (0,000)	0,896*** (1,93e-08)	0,740*** (6,92e-06)	0,488** (0,026)	0,492*** (0,000)	0,654*** (0,000)	0,566*** (0,001)	0,420** (0,017)	0,409** (0,035)
assetliab [retardé]	(+/-)	0,234 (0,733)	-0,434 (0,407)	0,115 (0,789)	-1,912* (0,080)	-1,280* (0,057)	-1,636* (0,081)	-1,456** (0,049)	-1,183* (0,087)	-1,599* (0,052)	-0,376* (0,077)	-0,620* (0,056)	-0,345 (0,685)
ycap [retardé]	(+)	0,359 (0,164)	0,341* (0,070)	0,190 (0,399)	-0,192 (0,713)	0,115 (0,715)	-1,653** (0,024)	-1,229 (0,323)	-1,350*** (0,006)	-0,790 (0,378)	0,180 (0,440)	0,248 (0,312)	0,807* (0,073)
inf [retardé]	(-)	-0,120 (0,293)	-0,170*** (0,002)	-0,242** (0,017)	-0,014 (0,932)	-0,161 (0,303)	-0,007 (0,961)	0,084 (0,428)	0,039 (0,573)	0,183 (0,230)	0,023 (0,760)	0,051 (0,562)	0,128 (0,358)
trade [retardé]	(+)	-0,852 (0,512)	-0,087 (0,896)	-0,417 (0,549)	1,951* (0,095)	0,701 (0,558)	2,428* (0,068)	2,695** (0,015)	2,416*** (0,001)	1,895* (0,065)	1,280*** (0,004)	1,062* (0,088)	1,029 (0,338)
risque politique [retardé]	(+)	-1,208 (0,208)			-2,346 (0,282)			0,904 (0,758)			0,702 (0,403)		
instiit [retardé]	(+)		-1,699* (0,052)			0,435 (0,805)		2,657** (0,026)				-0,273 (0,730)	
creditor [retardé]	(+)			-0,813 (0,322)			-0,260 (0,857)			0,449 (0,750)			1,029 (0,363)
Observations		159	159	163	158	158	164	157	157	161	165	165	171
Nombre de groupes		53	53	49	53	53	49	53	53	49	54	54	50
Test de Hansen (<i>p-value</i>)		0,133	0,587	0,738	0,426	0,496	0,962	0,394	0,832	0,471	0,679	0,235	0,715
Test AR (2) (<i>p-value</i>)		0,268	0,272	0,776	0,567	0,631	0,181	0,107	0,090	0,131	0,227	0,363	0,173
Nombre d'instruments		28	23	19	19	24	26	27	27	28	32	38	20

Source : calculs faits par les auteurs

Notes La variable dépendante est le développement financier. La période d'étude 1975 – 2007 est subdivisée en 7 sous-périodes de cinq années chacune. DF = Développement financier, assetliab = Stocks bruts d'avoirs et d'engagements extérieurs (rapportés au PIB), ycap = PIB réel par habitant, inf = Taux d'inflation, trade = Taux d'ouverture commerciale, risque politique = Indice composite de « la stabilité gouvernementale », « les conditions socio économiques », « le profil des investissements », « les conflits internes et externes », « la corruption », « les militaires en politique », « les tensions religieuses », « la loi », « les tensions ethniques », « le respect de la démocratie » et « la qualité bureaucratique », instiit = Indice composite de « la règle de droit », « la qualité de la bureaucratie », « la démocratie », « la stabilité gouvernementale » et « la corruption », creditor = Indice de protection des droits des créanciers. Toutes les variables sont introduites en logarithme. Toutes les régressions incluent des variables muettes temporelles et une constante. Pour le test de Hansen, l'hypothèse nulle indique que les instruments utilisés sont valides (non corrélés avec les résidus). Pour le test AR(2), l'hypothèse nulle indique l'absence de corrélation sérielle de second ordre des erreurs en différence. ^a *p-value* entre parenthèses ; * significatif au seuil d'erreur de 10 %, ** significatif au seuil d'erreur de 5 %, *** significatif au seuil d'erreur de 1 %.

Tableau 14 - Intégration financière internationale et développement des intermédiaires financiers^a

Indicateur d'instabilité macroéconomique : Taux d'intérêt réel

Echantillon : 112 pays émergents et en développement entre 1975 et 2007 (données quinquennales)

Méthodologie : Méthode des Moments Généralisés en système

Variables	Signe attendu	TAILLE						ACTIVITE						EFFICIENCE					
		Passifs liquides		Actifs banques de dépôts/banque centrale		Actifs bancaires		Dépôts bancaires		Dépôts du système financier		Crédit privé		Crédit bancaire		Marge nette d'intérêts		Frais généraux	
		[1]	[2]	[1]	[2]	[1]	[2]	[1]	[2]	[1]	[2]	[1]	[2]	[1]	[2]	[1]	[2]	[1]	[2]
DF [retardé]	(+)	0,777*** (0,000)	1,004*** (0,000)	0,532** (0,031)	0,513*** (0,002)	0,698*** (1,09e-05)	0,876*** (0,000)	0,763*** (4,03e-09)	0,768*** (0,000)	0,759*** (3,05e-09)	0,745*** (0,000)	0,681*** (0,000)	0,991*** (2,48e-09)	0,693*** (0,000)	1,051*** (5,49e-08)	0,441*** (0,000)	0,692*** (2,76e-06)	0,337 (0,175)	0,628** (0,023)
kopen [retardé]	(+/-)	0,011 (0,823)		0,011 (0,826)		0,069 (0,354)		-0,104* (0,082)		-0,100* (0,092)		-0,116* (0,099)		-0,137* (0,081)		-0,020 (0,860)		-0,033 (0,752)	
assetliab [retardé]	(+/-)		0,120 (0,274)		0,137 (0,457)		-0,182 (0,429)		-0,355** (0,022)		-0,359** (0,019)		-0,425* (0,078)		-0,634** (0,032)		0,037 (0,884)		-0,081 (0,885)
ycap [retardé]	(+)	0,051 (0,482)	0,284*** (0,000)	0,010 (0,931)	0,088 (0,161)	-0,004 (0,980)	0,364** (0,035)	-0,120 (0,377)	0,077 (0,595)	-0,119 (0,379)	0,080 (0,573)	0,213 (0,324)	0,328** (0,027)	0,210 (0,400)	0,394** (0,021)	-0,488* (0,065)	-0,032 (0,644)	-0,167 (0,578)	-0,170 (0,390)
ir [retardé]	(+/-)	0,096 (0,242)	0,045** (0,027)	-0,054 (0,466)	-0,095 (0,424)	0,010 (0,917)	0,064 (0,314)	0,087 (0,236)	-0,036 (0,421)	0,088 (0,231)	-0,035 (0,418)	0,002 (0,964)	-0,030 (0,690)	0,007 (0,899)	0,017 (0,836)	-0,008 (0,776)	0,027 (0,760)	0,035 (0,691)	0,330 (0,225)
trade [retardé]	(+)	0,181* (0,072)	-0,461*** (0,005)	-0,053 (0,710)	-0,025 (0,863)	0,335** (0,018)	-0,356* (0,093)	0,363*** (0,005)	0,107 (0,700)	0,367*** (0,004)	0,130 (0,639)	-0,152 (0,689)	0,008 (0,974)	-0,200 (0,608)	-0,524 (0,201)	-0,263 (0,407)	-0,060 (0,696)	-0,512 (0,350)	0,109 (0,839)
Observations		94	351	95	363	94	351	90	382	90	382	94	389	94	388	89	174	89	176
Nombre de groupes		41	100	41	100	41	100	39	98	39	98	41	101	41	101	42	78	42	78
Test de Hansen (<i>p-value</i>)		0,139	0,916	0,656	0,765	0,461	0,223	0,278	0,176	0,250	0,155	0,870	0,281	0,878	0,678	0,848	0,239	0,533	0,526
Test AR (2) (<i>p-value</i>)		0,940	0,758	0,679	0,171	0,288	0,195	0,186	0,432	0,189	0,411	0,190	0,458	0,168	0,480	0,628	0,898	0,632	0,189
Nombre d'instruments		25	28	19	12	19	22	24	19	24	19	18	22	18	19	19	29	28	12

Source : calculs faits par les auteurs

Notes La variable dépendante est le développement financier. La période d'étude 1975 – 2007 est subdivisée en 7 sous-périodes de cinq années chacune. DF = Développement financier, kopen = Indice de Chinn et Ito de libéralisation du compte financier, assetliab = Stocks bruts d'avoires et d'engagements extérieurs (rapportés au PIB), ycap = PIB réel par habitant, ir = Taux d'intérêt réel, trade = Taux d'ouverture commerciale. Toutes les variables sont introduites en logarithme. Toutes les régressions incluent des variables muettes temporelles et une constante. Pour le test de Hansen, l'hypothèse nulle indique que les instruments utilisés sont valides (non corrélés avec les résidus). Pour le test AR(2), l'hypothèse nulle indique l'absence de corrélation sérielle de second ordre des erreurs en différence. * *p-value* entre parenthèses ; * significatif au seuil d'erreur de 10 %, ** significatif au seuil d'erreur de 5 %, *** significatif au seuil d'erreur de 1 %.

Tableau 15 - Intégration financière internationale et développement du marché boursier^a

Indicateur d'instabilité macroéconomique : Taux d'intérêt réel

Echantillon : 112 pays émergents et en développement entre 1975 et 2007 (données quinquennales)

Méthodologie : Méthode des Moments Généralisés en système

Variables	Signe attendu	Capitalisation boursière	Valeur échangée	Rotation	N° Firmes cotées
DF [retardé]	(+)	0,367* (0,066)	0,667*** (0,004)	0,590* (0,099)	0,648*** (4,93e-06)
assetliab [retardé]	(+/-)	0,062 (0,923)	-2,425* (0,093)	-1,877* (0,098)	-0,555* (0,081)
ycap [retardé]	(+)	0,850 (0,148)	-0,650 (0,394)	-0,111 (0,801)	0,068 (0,685)
ir [retardé]	(-)	-0,095 (0,562)	-0,196 (0,449)	-0,154 (0,355)	-0,060 (0,607)
trade [retardé]	(+)	-0,026 (0,965)	2,054 (0,191)	1,004 (0,297)	0,839** (0,020)
Observations		146	147	144	153
Nombre de groupes		56	57	56	57
Test de Hansen (<i>p-value</i>)		0,553	0,670	0,425	0,284
Test AR (2) (<i>p-value</i>)		0,237	0,156	0,199	0,669
Nombre d'instruments		19	23	30	39

Source : calculs faits par les auteurs

Notes La variable dépendante est le développement financier. La période d'étude 1975 – 2007 est subdivisée en 7 sous-périodes de cinq années chacune. DF = Développement financier, assetliab = Stocks bruts d'avoirs et d'engagements extérieurs (rapportés au PIB), ycap = PIB réel par habitant, ir = Taux d'intérêt réel, trade = Taux d'ouverture commerciale. Toutes les variables sont introduites en logarithme. Toutes les régressions incluent des variables muettes temporelles et une constante. Pour le test de Hansen, l'hypothèse nulle indique que les instruments utilisés sont valides (non corrélés avec les résidus). Pour le test AR(2), l'hypothèse nulle indique l'absence de corrélation sérielle de second ordre des erreurs en différence. ^a *p-value* entre parenthèses ; * significatif au seuil d'erreur de 10 %, ** significatif au seuil d'erreur de 5 %, *** significatif au seuil d'erreur de 1 %.

Tableau 16 - Intégration financière internationale et développement financier : robustesse à l'élimination des observations aberrantes^a

Echantillon : 112 pays émergents et en développement entre 1975 et 2007 (données quinquennales)

Méthodologie : Méthode des Moments Généralisés en système

Variables	Signe attendu	TAILLE_ INTERMEDIAIRES FINANCIERS						ACTIVITE_ INTERMEDIAIRES FINANCIERS								
		Passifs liquides			Actifs bancaires			Dépôts bancaires			Dépôts du système financier			Crédit privé		
		[2]	[3]	[4]	[2]	[3]	[4]	[2]	[3]	[4]	[2]	[3]	[4]	[2]	[3]	[4]
DF [retardé]	(+)	0,512*** (0,002)	0,393* (0,093)	0,312* (0,084)	1,405*** (2,23e-08)	0,674** (0,039)	0,781*** (2,70e-08)	0,841*** (0,000)	1,058*** (7,12e-05)	1,113*** (0,000)	0,891*** (4,84e-10)	1,039*** (0,000)	0,786*** (0,000)	1,197*** (5,56e-06)	1,038*** (5,95e-09)	1,075*** (8,27e-09)
asset [retardé]	(+/-)	0,452* (0,085)			0,024 (0,922)			-0,676* (0,070)						-0,334 (0,434)		
liab [retardé]	(+/-)		0,329* (0,071)			0,116 (0,739)			-0,515 (0,200)				-0,531 (0,173)		-0,482** (0,046)	
assetliab [retardé]	(+/-)			0,382** (0,037)			0,044 (0,827)			-0,634 (0,334)			-0,263** (0,027)			-0,640** (0,045)
ycap [retardé]	(+)	0,107 (0,525)	0,204 (0,126)	0,329* (0,059)	0,219 (0,502)	0,527 (0,351)	0,225 (0,188)	0,234 (0,104)	-0,093 (0,585)	-0,034 (0,881)	0,135 (0,174)	-0,075 (0,649)	-0,010 (0,899)	0,365 (0,132)	-0,013 (0,920)	0,020 (0,909)
inf [retardé]	(-)	-0,006 (0,858)	-0,032 (0,446)	0,069 (0,239)	-0,013 (0,883)	0,095 (0,289)	0,070 (0,239)	-0,105 (0,480)	-0,043 (0,605)	-0,037 (0,645)	-0,060 (0,215)	-0,051 (0,541)	-0,001 (0,979)	-0,052 (0,613)	-0,088 (0,237)	-0,108 (0,182)
trade [retardé]	(+)	-0,179 (0,507)	-0,262 (0,366)	0,248 (0,283)	-0,437 (0,416)	-0,431 (0,354)	0,178 (0,531)	0,086 (0,793)	-0,375 (0,537)	-0,334 (0,691)	-0,189 (0,369)	-0,356 (0,549)	0,105 (0,539)	-0,408 (0,440)	-0,309 (0,414)	-0,256 (0,504)
Observations		247	247	247	393	393	393	442	442	442	442	442	442	448	448	448
Nombre de groupes		70	70	70	96	96	96	102	102	102	102	102	102	106	106	106
Test de Hansen (<i>p-value</i>)		0,381	0,731	0,843	0,255	0,254	0,427	0,395	0,329	0,340	0,112	0,344	0,238	0,358	0,104	0,232
Test AR (2) (<i>p-value</i>)		0,652	0,629	0,496	0,163	0,934	0,909	0,050	0,452	0,413	0,155	0,509	0,138	0,140	0,157	0,163
Nombre d'instruments		30	29	30	17	19	21	15	15	15	25	15	22	16	19	19

Source : calculs faits par les auteurs

Notes La variable dépendante est le développement financier. La période d'étude 1975 – 2007 est subdivisée en 7 sous-périodes de cinq années chacune. DF = Développement financier, asset = Stocks bruts d'avoirs extérieurs (rapportés au PIB), liab = Stocks bruts d'engagements extérieurs (rapportés au PIB), assetliab = Stocks bruts d'avoirs et d'engagements extérieurs (rapportés au PIB), ycap = PIB réel par habitant, inf = Taux d'inflation, trade = Taux d'ouverture commerciale. Toutes les variables sont introduites en logarithme. Toutes les régressions incluent des variables muettes temporelles et une constante. Pour le test de Hansen, l'hypothèse nulle indique que les instruments utilisés sont valides (non corrélés avec les résidus). Pour le test AR(2), l'hypothèse nulle indique l'absence de corrélation sérielle de second ordre des erreurs en différence. ^a *p-value* entre parenthèses. Afin d'éliminer les observations associées à des bulles ou des effondrements financiers, nous excluons de notre échantillon les observations du développement financier pour lesquelles l'écart (en valeur absolue) du taux de croissance de celui-ci par rapport à sa moyenne dépasse deux fois son écart type ; * significatif au seuil d'erreur de 10 %, ** significatif au seuil d'erreur de 5 %, *** significatif au seuil d'erreur de 1 %.

Tableau 17 - Ouverture financière, développement financier et croissance
Echantillon : 112 pays émergents et en développement entre 1975 et 2007 (données quinquennales)
Méthodologie : Méthode des triples moindres carrés

Variables	Signe attendu	TAILLE		ACTIVITE		EFFICIENCE		MARCHE BOURSIER	
		Passifs liquides	Dépôts bancaires	Crédit privé	Marge nette d'intérêts	Capitalisation boursière	Valeur échangée	Rotation	N° Firmes cotées
<i>La variable dépendante est le taux de croissance du PIB réel par habitant</i>									
PIB initial	(-)	-0,018***	0,010***	-0,016***	-0,001***	-0,007***	-0,003***	-0,009***	-0,007***
		(0,000)	(0,000)	(0,000)	(0,000)	(0,000)	(0,000)	(0,000)	(0,000)
DF	(+)	0,137**	0,042*	0,052***	-0,066***	0,030**	0,020*	0,032**	0,020**
		(0,020)	(0,086)	(0,002)	(0,000)	(0,021)	(0,051)	(0,015)	(0,011)
prim	(+)	0,060*	0,057	0,059**	0,046	0,012	0,058	0,047	0,042
		(0,051)	(0,142)	(0,028)	(0,255)	(0,833)	(0,449)	(0,447)	(0,364)
inf	(-)	0,011	-0,080**	0,001	-0,055**	-0,068***	-0,085***	-0,071***	-0,086***
		(0,383)	(0,016)	(0,908)	(0,018)	(0,003)	(0,001)	(0,001)	(3,51e-09)
gov	(-)	-0,028	-0,056*	-0,026	-0,052**	-0,087***	-0,100***	-0,055*	-0,037
		(0,304)	(0,054)	(0,295)	(0,010)	(0,007)	(0,009)	(0,078)	(0,107)
trade	(+)	-0,025	-0,016	0,014	0,009	-0,004	0,008	0,034	-0,007
		(0,297)	(0,459)	(0,426)	(0,528)	(0,831)	(0,711)	(0,108)	(0,632)
bmp	(-)	-0,078**	-0,024	-0,046**		-0,033	0,002	-0,033	
		(0,019)	(0,335)	(0,018)		(0,466)	(0,963)	(0,476)	
<i>La variable dépendante est le développement financier</i>									
DF [ret]	(+)	0,514***	0,769***	0,757***	0,753***	0,749***	0,703***	0,672***	0,705***
		(0,000)	(0,000)	(0,000)	(0,000)	(0,000)	(0,000)	(0,000)	(0,000)
assetliab [ret]	(+/-)	0,066**	-0,143**	-0,097*	-0,006	-0,230	-0,746*	-0,430*	-0,456***
		(0,029)	(0,031)	(0,081)	(0,860)	(0,176)	(0,057)	(0,070)	(6,68e-05)
ycap [ret]	(+)	0,035**	0,055	0,081***	-0,019	0,039	0,286	0,088	0,058
		(0,038)	(0,117)	(0,002)	(0,264)	(0,549)	(0,107)	(0,369)	(0,248)
inf [ret]	(-)	0,009	0,075	-0,012	0,279***	-0,108	-0,225	-0,072	0,457***
		(0,641)	(0,123)	(0,763)	(2,62e-07)	(0,346)	(0,304)	(0,661)	(6,51e-07)
trade [ret]	(+)	0,024	0,126	0,097*	-0,075*	0,317**	0,096	-0,097	0,706***
		(0,521)	(0,122)	(0,094)	(0,058)	(0,035)	(0,809)	(0,657)	(2,29e-10)

Source : calculs faits par les auteurs

Notes La période d'étude 1975 – 2007 est subdivisée en 7 sous-périodes de cinq années chacune. PIB initial = PIB réel par habitant de début de période, DF = indicateurs de développement financier (passifs liquides rapportés au PIB, dépôts bancaires rapportés au PIB, crédits au secteur privé rapportés au PIB, ratio de la marge nette d'intérêts, valeur des actions cotées rapportée au PIB, valeur des actions échangées rapportée au PIB, valeur des actions cotées rapportée à celle des actions échangées et nombre des firmes cotées en bourse par habitant), prim = Taux de scolarisation primaire, inf = Taux d'inflation, gov = Dépenses gouvernementales de consommation finale rapportées au PIB, trade = Taux d'ouverture commerciale, bmp = Prime du marché de change parallèle, assetliab = Stocks bruts d'avoirs et d'engagements extérieurs rapportés au PIB et ycap = PIB réel par habitant. Toutes les variables sont introduites en logarithme (sauf l'inflation (log (1+taux d'inflation))) dans la première équation). Toutes les régressions incluent des variables muettes temporelles et une constante. La *p-value* est entre parenthèses pour les tests sur les coefficients. * significatif au seuil d'erreur de 10 %, ** significatif au seuil d'erreur de 5 %, *** significatif au seuil d'erreur de 1 %.

Tableau 18 - Ouverture financière, développement financier et croissance : cas des pays émergents et frontière

Echantillon : 30 pays émergents et frontière entre 1975 et 2007 (données quinquennales)

Méthodologie : Méthode des triples moindres carrés

Variables	Signe attendu	TAILLE		ACTIVITE			
		Passifs liquides	Actifs bancaires	Dépôts bancaires	Dépôts du système financier	Crédit privé	Crédit bancaire
<i>La variable dépendante est le taux de croissance du PIB réel par habitant</i>							
PIB initial	(-)	0,000*** (0,000)	-0,010*** (0,000)	0,002*** (0,000)	0,004*** (0,000)	-0,010*** (0,000)	-0,010*** (0,000)
DF	(+)	0,076** (0,024)	0,094*** (0,001)	0,096*** (0,005)	0,084** (0,018)	0,066** (0,036)	0,104*** (0,000)
prim	(+)	0,006 (0,919)	-0,019 (0,745)	-0,025 (0,669)	-0,032 (0,578)	-0,049 (0,430)	-0,045 (0,454)
inf	(-)	-0,102*** (0,002)	-0,084** (0,011)	-0,091*** (0,006)	-0,096*** (0,004)	-0,085** (0,019)	-0,070** (0,046)
gov	(-)	-0,175*** (6,11e-06)	-0,148*** (4,81e-05)	-0,163*** (1,06e-05)	-0,166*** (9,93e-06)	-0,161*** (3,02e-05)	-0,151*** (5,01e-05)
trade	(+)	-0,008 (0,724)	-0,012 (0,590)	-0,013 (0,585)	-0,008 (0,718)	-5,30e-05 (0,998)	-0,019 (0,413)
bmp	(-)	-0,328* (0,055)	-0,269 (0,122)	-0,165 (0,385)	-0,202 (0,284)	-0,360** (0,042)	-0,268 (0,134)
<i>La variable dépendante est le développement financier</i>							
DF [ret]	(+)	0,800*** (0,000)	0,745*** (0,000)	0,799*** (0,000)	0,791*** (0,000)	0,719*** (0,000)	0,689*** (0,000)
assetliab [ret]	(+/-)	0,231*** (0,001)	0,265** (0,018)	0,239*** (0,003)	0,237*** (0,003)	0,242* (0,076)	0,250* (0,063)
ycap [ret]	(+)	-0,034 (0,213)	0,016 (0,711)	-0,021 (0,505)	-0,023 (0,470)	0,043 (0,401)	0,025 (0,616)
inf [ret]	(-)	-0,089 (0,172)	-0,184* (0,065)	-0,116 (0,124)	-0,121 (0,108)	-0,274** (0,024)	-0,220* (0,070)
trade [ret]	(+)	-0,043 (0,453)	-0,074 (0,400)	-0,067 (0,321)	-0,057 (0,395)	-0,029 (0,779)	-0,008 (0,937)

Source : calculs faits par les auteurs

Notes La période d'étude 1975 – 2007 est subdivisée en 7 sous-périodes de cinq années chacune. PIB initial = PIB réel par habitant de début de période, DF = indicateurs de développement financier (passifs liquides rapportés au PIB, actifs bancaires rapportés au PIB, dépôts bancaires rapportés au PIB, dépôts du système financier rapportés au PIB, crédits au secteur privé rapportés au PIB et crédits bancaires au secteur privé rapportés au PIB), prim = Taux de scolarisation primaire, inf = Taux d'inflation, gov = Dépenses gouvernementales de consommation finale rapportées au PIB, trade = Taux d'ouverture commerciale, bmp = Prime du marché de change parallèle, assetliab = Stocks bruts d'avoirs et d'engagements extérieurs rapportés au PIB et ycap = PIB réel par habitant. Toutes les variables sont introduites en logarithme (sauf l'inflation (log (1+taux d'inflation))) dans la première équation. Toutes les régressions incluent des variables muettes temporelles et une constante. La *p-value* est entre parenthèses pour les tests sur les coefficients. * significatif au seuil d'erreur de 10 %, ** significatif au seuil d'erreur de 5 %, *** significatif au seuil d'erreur de 1 %.

Bibliographic

- Acemoglu D., Johnson S. et Robinson J.A. [2004], « Institutions as the Fundamental Cause of Long-Run Growth », *NBER Working Paper*, n°10481.
- Allegret J.P. et Azzabi S. [2012], « Développement Financier, Croissance de Long Terme et Effets de Seuil », *Panoeconomicus*, vol. 5, p.553-581.
- Andrianova S., Demetriades P. et Xu C. [2011], « Political Economy Origins of Financial Markets in Europe and Asia », *World Development*, vol. 39, n°5, p.686-699.
- Ang J.B. [2008], « A Survey of Recent Developments in the Literature of Finance and Growth », *Journal of Economic Survey*, vol. 22, n°3, p.536-576.
- Arellano M. et Bond S. [1991], « Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations », *Review of Economic Studies*, vol. 58, n°2, p.277-297.
- Arellano M. et Bover O. [1995], « Another Look at The Instrumental-Variable Estimation of Error-Components Models », *Journal of Econometrics*, vol. 68, n°1, p.29-52.
- Baltagi B., Demetriades P. et Law S.H. [2007], « Financial Development, Openness and Institutions: Evidence from Panel Data », *University of Leicester Discussion Paper*, n°07/5.
- Baltagi B., Demetriades P. et Law S.H. [2009], « Financial Development and Openness: Evidence from Panel Data », *Journal of Development Economics*, vol. 89, n°2, p.285-296.
- Barro R., Mankiw G. et Sala-i-Martin X. [1995], « Capital Mobility in Neoclassical Models of Growth », *American Economic Review*, vol. 85, n°1, p.103-115.
- Beck T. et Demirgüç-Kunt A. [2009], « Financial Institutions and Market Across Countries and Over Times – Data and Analysis », *World Bank Policy Research Working Paper*, n°4943.
- Beck T. et Levine R. [2004], « Stock Markets, Banks and Growth: Panel Evidence », *Journal of Banking and Finance*, vol. 28, n°3, p.423-442.
- Beck T., Demirgüç-Kunt A. et Levine R. [2000a], « A New Database on Financial Development and Structure », *World Bank Economic Review*, vol. 14, n°3, p.597-605.
- Beck T., Levine R. et Loayza N. [2000b], « Finance and The Sources of Growth », *Journal of Financial Economics*, vol. 58, n°1-2, p.261-300.
- Ben Naceur S., Ghazouani S. et Omran M. [2008], « Does Stock Market Liberalization Spur Financial and Economic Development in the MENA Region? », *Journal of Comparative Economics*, vol. 36, n°4, p.673-693.
- Bencivenga V. et Smith B.D. [1991], « Financial Intermediation and Endogenous Growth », *Review of Economics Studies*, vol. 58, n°2, p.195-209.
- Bencivenga V. et Smith B.D. [1993], « Some Consequences of Credit Rationing in an Endogenous Growth Model », *Journal of Economic Dynamics and Control*, vol. 17, n°1-2, p.97-122.
- Bencivenga V., Smith B.D. et Starr R.M. [1995], « Transactions Costs, Technological Choice, and Endogenous Growth », *Journal of Economic Theory*, vol. 67, n°1, p.153-177.
- Benhabib J. et Spiegel M.M. [2000], « The Role of Financial Development in Growth and Investment », *Journal of Economic Growth*, vol. 5, n°4, p.341-360.
- Berger A.N., DeYoung H. et Udell G.F. [2000], « Globalization of Financial Institutions: Evidence from Cross-Border Banking Performance », *Brookings Wharton Papers on Financial Services*, vol. 3, p.23-120.
- Berger A.N., Klapper L. et Udell G.F. [2001], « The Ability of Banks to Lend to Informationally Opaque Small Businesses », *Journal of Banking and Finance*, vol. 25, n°12, p.2127-2167.
- Blundell R. et Bond S. [1998], « Initial Conditions and Moment Restrictions in Dynamic Panel Data Models », *Journal of Econometrics*, vol. 87, n°1, p.115-143.
- Calderón C. et Kubota M. [2009], « Does Financial Openness Lead to Deeper Domestic Financial Markets? », *World Bank Policy Research Working Paper*, n°4973.
- Calderón C. et Liu L. [2003], « The Direction of Causality between Financial Development and Economic Growth », *Journal of Development Economics*, vol. 72, n°1, p.321-334.
- Chinn M.D. et Ito H. [2002], « Capital Account Liberalization, Institutions and Financial Development: Cross Country Evidence », *NBER Working Paper*, n°8967.
- Chinn M.D. et Ito H. [2005], « What Matters for Financial Development? Capital Controls, Institutions, and Interactions », *NBER Working Paper*, n°11370.
- Christopoulos D. et Tsionas E. [2004], « Financial Development and Economic Growth: Evidence from Panel Unit Root and Cointegration Tests », *Journal of Development Economics*, vol. 73, n°1, p.55-74.
- Clarke G., Cull R. et Martinez Peria M.S. [2001], « Does Foreign Bank Penetration Reduce Access to Credit in Developing Countries? Evidence from Asking Borrowers », *World Bank Policy Research Working Paper*, n°2716.
- Cull R. et Martinez Peria M.S. [2007], « Foreign Bank Participation and Crises in Developing Countries », *World Bank Policy Research Working Paper*, n°4128.
- Cull R. et Martinez Peria M.S. [2010], « Foreign Bank Participation in Developing Countries What Do We Know about the Drivers and Consequences of This Phenomenon? », *World Bank Policy Research Working Paper*, n°5398.
- De la Torre A., Gozzi J.C. et Schmukler S.L. [2007], « Stock Market Development under Globalization: Whither the Gains from Reforms? », *Journal of Banking and Finance*, vol. 31, n°6, p.1731-1754.

- Dell'Ariccia G. et Marquez R. [2004], « Information and Bank Credit Allocation », *Journal of Financial Economics*, vol. 72, n°1, p.185-214.
- Demetriades P.O. et Andrianova S. [2004], « Finance and Growth: What We Know and What We Need to Know », in C. Goodhart (éd.), *Financial Development and Economic Growth: Explaining the Links*, Palgrave Macmillan, Basingstoke and New York, p.38-65.
- Detragiache E., Tressel T. et Gupta P. [2006], « Foreign Banks in Poor Countries: Theory and Evidence », *IMF Working Paper*, n°06/18.
- Dollar D. [1992], « Outward-Oriented Developing Economies Really Do Grow More Rapidly: Evidence from 95 LDCs, 1976–1985 », *Economic Development and Cultural Change*, vol. 40, n°3, p.523-544.
- Easterly W. et Rebelo S. [1993], « Fiscal Policy and Economic Growth: An Empirical Investigation », *Journal of Monetary Economics*, vol. 32, n°3, p.417-457.
- Fischer S. [1993], « The Role of Macroeconomic Factors in Growth », *Journal of Monetary Economics*, vol. 32, n°3, p.485-511.
- Fry M.J. [1997], « In Defense of Financial Liberalization », *Economic Journal*, vol. 107, n°442, p.754-770.
- Fuchs-Schündeln N. et Funke N. [2001], « Stock Market Liberalizations: Financial and Macroeconomic Implications », *IMF Working Paper*, n°193.
- Goldberg L. [2007], « Financial Sector FDI and Host Countries: New and Old Lessons », *Economic Policy Review*, vol. 13, n°1, p.1-17.
- Goldberg L. [2009], « Understanding Banking Sector Globalization », *IMF Staff Papers*, vol. 56, n°1, p.171-197.
- Gormley T.A. [2011], « Costly Information, Foreign Entry, and Credit Access », AFA 2008 New Orleans Meetings Paper.
- Greenwood J. et Jovanovic B. [1990], « Financial Development, Growth and the Distribution of Income », *Journal of Political Economy*, vol. 98, n°5, p.1076-1107.
- Greenwood J. et Smith B.D. [1997], « Financial Markets in Development, and the Development of Financial Markets », *Journal of Economic Dynamics and Control*, vol. 21, n°1, p.145-181.
- Gurley J.G. et Shaw E.S. [1960], *Money in a Theory of Finance*, Brookings Institution, Washington.
- Hansen L.P. [1982], « Large Sample Properties of Generalized Method of Moment Estimators », *Econometrica*, vol. 50, n°4, p.1029-1054.
- Huang W. [2006], « Emerging Markets Financial Openness and Financial Development », *University of Bristol Discussion Paper*, n°06/588.
- Huybens E. et Smith B.D. [1999], « Inflation, Financial Markets and Long-Run Real Activity », *Journal of Monetary Economics*, vol. 43, n°2, p.283-315.
- Jain-Chandra S. [2002], « The Impact of Stock Market Liberalization on Liquidity and Efficiency in Emerging Stock Markets », *Columbia University Working Paper*.
- Kaminsky G.L. et Schmukler S.L. [2008], « Short-Run Pain, Long-Run Gain: Financial Liberalization and Stock Market Cycles », *Review of Finance*, vol. 12, n°2, p.253-292.
- Khan M.S., Senhadji A.S. et Smith B. [2006], « Inflation and Financial Depth », *Macroeconomic Dynamics*, vol. 10, n°2, p.165-182.
- Kim E.H. et Singal V. [2000], « Stock Market Openings: Experience of Emerging Economies », *Journal of Business*, vol. 73, n°1, p.25-66.
- King R.G. et Levine R. [1993a], « Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 108, n°3, p.717-738.
- King R.G. et Levine R. [1993b], « Finance, Entrepreneurship and Growth », *Journal of Monetary Economics*, vol. 32, n°3, p.1-30.
- Klein M. et Olivei G. [2006], « Capital Account Liberalization, Financial Depth, and Economic Growth », *NBER Working Paper*, n°7384.
- Knack S. et Keefer P. [1995], « Institutions and Economic Performance: Cross-Country Tests Using Alternative Institutional Measures », *Economics and Politics*, vol. 7, n°3, p.207-227.
- Kose M.A., Prasad E.S. et Taylor A.D. [2009a], « Thresholds in the Process of International Financial Integration », *World Bank Policy Research Working Paper*, n°5149.
- Kose M.A., Prasad E.S., Rogoff K. et Wei S.J. [2006], « Financial Globalization: A Reappraisal », *IMF Working Paper*, n°06/189.
- Kose M.A., Prasad E.S., Rogoff K. et Wei S.J. [2009b], « Financial Globalization and Economic Policies », *IZA Discussion Paper*, n°4037.
- Kpodar K. [2007], *Manuel d'Initiation à Stata (Version 8)*, Centre d'Etudes et de Recherches sur le Développement International, Clermont-Ferrand.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. et Vishny R.W. [1997], « Legal Determinants of External Finance », *Journal of Finance*, vol. 52, n°3, p.1131-1150.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. et Vishny R.W. [1998], « Law and Finance », *Journal of Political Economy*, vol. 106, n°6, p.1113-1155.
- Lane P.R. et Milesi-Ferretti G.M. [2001], « The External Wealth of Nations: Measures of Foreign Assets and Liabilities for Industrial and Developing Nations », *Journal of International Economics*, vol. 55, n°2, p.263-294.

- Lane P.R. et Milesi-Ferretti G.M. [2007], « The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970–2004 », *Journal of International Economics*, vol. 73, n°2, p.223-250, version remaniée de Lane P.R. et Milesi-Ferretti G.M. [2006].
- Law S.H. [2008], « Does a Country's Openness to Trade and Capital Accounts Lead to Financial Development? », Evidence from Malaysia », *Asian Economic Journal*, vol. 22, n°2, p.161-177.
- Law S.H. [2009], « Trade Openness, Capital Flows and Financial Development in Developing Economies », *International Economic Journal*, vol. 23, n°3, p.409-426.
- Law S.H. et Demetriades P. [2004], « Capital Inflows, Trade Openness and Financial Development in Developing Countries », *MMF Research Group Conference Paper*, n°38.
- Levine R. [1991], « Stock Markets, Growth, and Tax Policy », *Journal of Finance*, vol. 46, n°4, p.1445-1465.
- Levine R. [1996], « Foreign Banks, Financial Development, and Economic Growth », in C.E. Barfield (éd.), *International Financial Markets: Harmonization versus Competition*, AEI Press, Washington, p.224-254.
- Levine R. [1999], « Law, Finance, and Economic Growth », *Journal of Financial Intermediation*, vol. 8, n°1/2, p.36-67.
- Levine R. [2005], « Finance and Growth: Theory and Evidence », in P. Aghion et S. Durlauf (éds.), *Handbook of Economic Growth*, Elsevier Science, Amsterdam, p.865-934.
- Levine R. et Zervos S. [1998a], « Capital Control Liberalization and Stock Market Development », *World Development*, vol. 26, n°7, p.1169-1183.
- Levine R. et Zervos S. [1998b], « Stock Markets, Banks, and Economic Growth », *American Economic Review*, vol. 88, n°3, p.537-558.
- Levine R., Loayza N. et Beck T. [2000], « Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes », *Journal of Monetary Economics*, vol. 46, n°1, p.31-77.
- Mauro P. [1995], « Corruption and Growth », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 110, n°3, p.681-712.
- McCraig B. et Stengos T. [2005], « Financial Intermediation and Growth: Some Robustness Tests », *Economics Letters*, vol. 88, n°3, p.306-312.
- McDonald C.A. et Schumacher L. [2007], « Financial Deepening in Sub-Saharan Africa: Empirical Evidence on the Role of Creditor Rights Protection and Information Sharing », *IMF Working Paper*, n°07/203.
- Mishkin F.S. [2006], *The Next Great Globalization: How Disadvantaged Nations can Harness their Financial Systems to Get Rich*, Princeton University Press, Princeton.
- Rajan R.G. et Zingales L. [2003], « The Great Reversals: The Politics of Financial Development in the Twentieth Century », *Journal of Financial Economics*, vol. 69, n°1, p.5-50.
- Rodrik D. [2003], *In Search of Prosperity: Analytic Narratives on Economic Growth*, Princeton University Press, Princeton.
- Roodman D. [2006], « How to Do xtabond2: An Introduction to "Difference" and "System" GMM in Stata », *Center for Global Development Working Paper*, n°103.
- Roodman D. [2009], « A Note on the Theme of Too Many Instruments », *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, vol. 71, n°1, p.135-158.
- Rousseau P.L. et Wachtel P. [2000], « Equity Markets and Growth: Cross-Country Evidence on Timing and Outcomes », 1980-1995, *Journal of Business and Finance*, vol. 24, n°12, p.1933-1957.
- Saci K., Holden K. et Giorgioni G. [2009], « Does Financial Development Affect Growth? », *Applied Economics*, vol. 41, n°13, p.1701-1707.
- Sargan J.D. [1958], « The Estimation of Economic Relationships Using Instrumental Variables », *Econometrica*, vol. 26, n°3, p.393-415.
- Schumpeter J.A. [1911], *The Theory of Economic Development*, Oxford University Press, Oxford.
- Sevestre P. [2002], *Econométrie des Données de Panel*, Editions Dunod, Paris.
- Shleifer A. et Vishny R.W. [1993], « Corruption », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 108, n°3, p.599-617.
- Stiglitz J.E. [1993], « The Role of State in Financial Markets », *Proceedings of the World Bank Annual Conference on Economic Development*, p.19-56.
- Svaleryd H. et Vlachos J. [2002], « Markets for Risk and Openness to Trade: How are they Related », *Journal of International Economics*, vol. 57, n°2, p.369-395.