

Effets de la mondialisation financière sur les pays en développement : Quelques constatations empiriques

Eswar Prasad, Kenneth Rogoff, Shang-Jin Wei et M. Ayhan Kose

27 mai 2003

Table des matières	Page
Préface.....	4
Résumé.....	5
I. Aperçu	7
A. Définitions et faits simplifiés fondamentaux	8
B. La mondialisation financière encourage-t-elle la croissance dans les pays en développement?	9
C. Quelle est l'incidence de la mondialisation financière sur l'instabilité macroéconomique?	10
D. Le rôle des institutions et de la gouvernance dans les effets de la mondialisation	12
E. Résumé	13
II. Faits simplifiés fondamentaux	14
A. Mesure de l'intégration financière	14
B. Flux de capitaux Nord-Sud.....	18
C. Facteurs sous-jacents de l'augmentation des flux de capitaux Nord-Sud.....	19
III. Intégration financière et croissance économique	26
A. Avantages potentiels théoriques de la mondialisation financière	26
B. Constatations empiriques	29
C. Synthèse	33
IV. Mondialisation financière et instabilité macroéconomique.....	39
A. Instabilité macroéconomique	40
B. Les crises, cas particuliers de l'instabilité.....	46
C. La mondialisation financière a-t-elle intensifié la transmission de l'instabilité?.....	47
D. Quelques facteurs aggravants de la vulnérabilité aux risques de la mondialisation	52
V. Capacité d'absorption et gouvernance dans l'arbitrage avantages/risques de la mondialisation.....	53
A. Effet de seuil et capacité d'absorption.....	53

B. La gouvernance, un élément important de la capacité d'absorption	54
C. La gouvernance nationale et l'instabilité des flux de capitaux internationaux	57
D. Résumé.....	60
Appendices	
I. La première époque de l'intégration financière internationale, 1870–1913.....	64
II. Estimation des avantages de l'intégration financière internationale pour le niveau de revenu des pays en développement au moyen d'un modèle économique néoclassique	66
III. Calcul des gains de prospérité potentiels obtenus par le partage international des risques	69
IV. Des titres contingents pour le partage international des risques.....	76
V. La mondialisation financière et les petits États.....	78
VI. Données	81
Références.....	82
Encadrés	
3.1. Effets des différents types de flux financiers sur la croissance	35
3.2. Les intégrations financière et commerciale ont-elles des effets différents sur le développement économique? Constatations tirées de l'espérance de vie et de la mortalité infantile.....	37
4.1. Les effets de la mondialisation sur l'instabilité : examen des faits	41
4.2. Entraînements mimétiques et emballements spéculatifs des investisseurs internationaux.....	51
5.1. Transparence et fonds communs de placement internationaux	59
Figures du texte	
2.1. Mesures de l'intégration financière	17
2.2. Flux de capitaux bruts.....	20
2.3. Flux de capitaux privés nets	21
2.4. Restrictions aux participations étrangères (économies mieux intégrées financièrement)	24
3.1. Filières par lesquelles l'intégration financière peut accroître la croissance économique	27
3.2. Accroissement de l'ouverture financière et croissance du PIB réel par habitant	32
3.3. Accroissement de l'ouverture financière et croissance du PIB réel par habitant : relation conditionnelle, 1982–97	32
3.4. Différence des effets de l'intégration financière et de l'intégration commerciale sur l'amélioration de la santé publique	38
4.1. Instabilité de la croissance du revenu et de la consommation	43
5.1. Corruption et investissement direct étranger	56
5.2. Différence entre l'investissement effectif des fonds communs de placement internationaux et l'indice de référence MSCI : pays transparents et pays opaques	58

5.3. Mimétisme et opacité.....	61
5.4. La corruption fait pencher la composition des flux de capitaux vers l'emprunt bancaire étranger	62
Figure de l'appendice	
A3.1. Gains de prospérité offerts par le partage international des risques	70
Tableaux du texte	
2.1. Instabilité des différents types d'entrées de capitaux	22
3.1. Économies à la croissance la plus rapide et la plus lente sur la période 1980–2000 et leur degré d'ouverture financière.....	31
3.2. Résumé des dernières recherches sur l'intégration financière et la croissance économique	34
4.1. Instabilité des taux de croissance annuelle des principales variables	44
Tableaux de l'appendice	
A2.1. Pays non membres de l'OCDE : gains de l'intégration financière internationale	68
A3.1. Synoptique des études sur les gains de prospérité offerts par le partage international des risques.....	74
A5.1. Les petits États sont-ils différents? Quelques statistiques, sommaires 1960–2000	79

Préface

La mondialisation financière est un sujet vaste et complexe. La compréhension des effets de la mondialisation financière sur les pays en développement, en particulier, revêt une importance considérable. Bien que cette question ait été abondamment débattue, les constatations sur lesquelles repose le débat ne sont ni uniformes ni dépourvues d'ambiguïté. La présente étude cherche à offrir une étude critique systématique des dernières constatations empiriques, et notamment de certaines recherches récentes sur ce sujet. Voici les principales constatations :

- i) *Malgré un présupposé théorique apparemment solide, il est difficile de détecter une relation causale forte et robuste entre l'intégration financière et la croissance.*
- ii) *Contrairement aux prédictions de la théorie, l'intégration financière paraît parfois associée à des hausses de l'instabilité de la consommation dans certains pays en développement, du moins à court terme.*
- iii) *Ces deux relations semblent présenter des effets de seuil qui pourraient être liés à la capacité d'absorption. Certaines constatations récentes donnent à penser que la gouvernance exerce une influence importante, qualitativement et quantitativement, sur le bilan de la mondialisation financière dans les pays en développement.*

Cette étude a été préparée par Eswar S. Prasad, Kenneth Rogoff, Shang-Jin Wei et M. Ayhan Kose, du Fonds monétaire international. Eduardo Borensztein, Robin Brooks, R. Gaston Gelos, Olivier Jeanne, Paolo Mauro et Marco Terrones y ont aussi contribué. L'étude a aussi bénéficié des utiles commentaires et suggestions de Tamim Bayoumi, Andrew Berg, Peter Clark, Hali Edison, Aasim Husain, Olivier Jeanne, Manmohan Kumar, Gian Maria Milesi-Ferretti, Ashoka Mody, James Morsink, Carmen Reinhart, David J. Robinson, Ratna Sahay, Miguel Savastano et de nombreux autres collègues du Département des études et d'autres départements du FMI. Priya Joshi, Young Kim, Pedro Rodriguez et Yi Wu ont efficacement assisté les recherches. Hali Edison et Gian Maria Milesi-Ferretti ont généreusement partagé leurs données avec l'équipe. Enfin, Maria Orihuela et en particulier Marlene George et Dawn Heaney ont apporté leur assistance avec compétence à la préparation de cette étude.

Une précédente version de cette étude a été présentée lors d'un séminaire informel du Conseil d'administration du FMI le 3 mars 2003. La présente version a bénéficié des commentaires émis à cette occasion. Toutefois, les opinions exprimées sont celles des collaborateurs du FMI et ne reflètent pas nécessairement les vues des autorités nationales ou celles des administrateurs du FMI.

Kenneth Rogoff
*Conseiller économique et Directeur
Département des études du FMI*

Résumé

Cette étude passe en revue les constatations empiriques récentes, notamment certaines recherches nouvelles, sur les effets de la mondialisation financière sur les économies en développement. Elle est organisée autour de trois questions :

- i) La mondialisation financière encourage-t-elle la croissance économique dans les pays en développement?
- ii) Quel est son impact sur l'instabilité macroéconomique de ces pays?
- iii) Quels facteurs peuvent aider à tirer parti de la mondialisation financière?

Les liaisons financières des économies en développement avec l'économie mondiale se sont considérablement développées au cours des dernières décennies. Toutefois un groupe relativement restreint de ces pays s'est taillé la part du lion dans les flux de capitaux privés des pays industrialisés qui ont déferlé vers les pays en développement dans les années 90. En dépit du brusque reflux de ces flux de capitaux «Nord-Sud», diverses forces structurelles vont probablement conduire à leur renaissance et à la poursuite de la globalisation financière à moyen et à long terme.

Des modèles théoriques ont identifié un certain nombre de filières par lesquelles l'intégration financière internationale peut encourager la croissance des pays en développement. Un examen systématique des faits suggère cependant qu'une forte relation causale est difficile à établir. En d'autres termes, si l'intégration financière exerce un effet positif sur la croissance, il n'existe pas à l'heure actuelle de preuve empirique claire et robuste indiquant que cet effet est quantitativement significatif.

Il existe certains indices d'un «effet de seuil» dans la relation entre la mondialisation financière et la croissance économique. Lorsqu'on détecte les effets bénéfiques de la globalisation financière, c'est généralement dans un pays en développement possédant une certaine capacité d'absorption. Les premières constatations corroborent également l'opinion que, outre des politiques macroéconomiques saines, une gouvernance et des institutions améliorées influent fortement sur la capacité d'un pays à attirer des flux de capitaux moins instables, ainsi que sur sa vulnérabilité aux crises.

L'intégration financière internationale devrait en principe aider aussi les pays à réduire l'instabilité macroéconomique. Les faits constatés suggèrent que cet avantage ne s'est pas encore pleinement réalisé pour les pays en développement. En fait le processus de la libéralisation du compte de capital semble s'être accompagné dans certains cas d'une vulnérabilité accrue aux crises. La globalisation a intensifié ces risques, puisque les liaisons financières internationales amplifient les effets de chocs divers et les propagent plus rapidement à travers les frontières. Une sorte d'effet de seuil apparaît ici aussi — la réduction de l'instabilité n'apparaît qu'après que le pays a atteint un certain niveau d'intégration financière.

Les faits présentés dans cette étude donnent à penser qu'il faut aborder l'intégration financière avec prudence, et il paraît important de disposer de bonnes institutions et d'un bon cadre macroéconomique. L'examen des données disponibles n'offre cependant pas d'itinéraire clair quant au rythme et au séquençement optimum de l'intégration. Par exemple,

l'alternative demeure non résolue entre l'idée qu'il vaut mieux mettre en place de bonnes institutions avant de commencer à libéraliser le marché des capitaux, et celle que la libéralisation peut en soi faciliter l'importation des pratiques optimales et impulser l'amélioration des institutions nationales. Ces questions ne peuvent vraiment être traitées que dans le cadre de la situation et des caractéristiques institutionnelles propres à chaque pays.

Aperçu

La dernière vague de libéralisation financière qui s'est déroulée à partir du milieu des années 1980 a été caractérisée par le déferlement de flux de capitaux entre les pays industrialisés et, plus remarquablement, entre les pays industrialisés et les pays en développement. Bien que les flux de capitaux aient été associés à des taux de croissance élevés dans certains pays en développement, un certain nombre de pays ont enregistré des effondrements périodiques de leurs taux de croissance et des crises financières considérables pendant la même période, crises dont les coûts macroéconomiques et sociaux ont été dévastateurs. Cela a suscité un débat intense aussi bien dans les milieux de la recherche économique que dans les milieux politiques, quant aux effets de l'intégration financière sur les économies en développement. Mais le débat n'a en grande partie été alimenté que par des observations empiriques anecdotiques et limitées.

Cette étude a pour principal but d'offrir une évaluation des constatations empiriques des effets de la mondialisation financière sur les économies en développement. Elle est organisée autour de trois questions interdépendantes : i) la mondialisation financière encourage-t-elle la croissance économique dans les pays en développement? ii) quel est son impact sur l'instabilité macroéconomique de ces pays? iii) quels sont les facteurs qui semblent aider les pays à tirer parti de la mondialisation financière?

Les principales conclusions qui se dégagent de l'analyse laissent songeur, mais sont éclairantes, à plusieurs titres, pour l'action des pouvoirs publics. Il est vrai que de nombreuses économies en développement présentant un degré élevé d'intégration financière ont aussi enregistré des taux de croissance plus élevés. Il est également vrai qu'en théorie, il existe de nombreuses filières par lesquelles l'ouverture financière pourrait intensifier la croissance. Cependant l'examen systématique des faits donne à penser qu'il est difficile d'établir une relation causale robuste entre le degré d'intégration financière et l'évolution de la croissance de la production. Du point de vue de la stabilité macroéconomique, on estime que la prospérité est mieux mesurée par la consommation que par la production; on considère donc que les fluctuations de la consommation ont un impact négatif sur la prospérité économique. Il n'y a guère d'indices que l'intégration financière ait aidé les pays en développement à mieux stabiliser les fluctuations de la croissance de la consommation, en dépit des avantages théoriquement considérables que les pays en développement pourraient engranger à cet égard. En réalité, des constatations nouvelles présentées dans cette étude donnent à penser qu'un niveau d'intégration financière faible ou modéré peut avoir induit dans certains pays une instabilité encore plus grande de la consommation par rapport à celle de la production. Ainsi, si les données ne prouvent pas que la mondialisation financière a bénéficié à la croissance, elles indiquent qu'elle a pu entraîner une instabilité accrue de la consommation dans certains pays.

Bien que le principal objet de cette étude soit de présenter des données empiriques, et non d'en déduire un ensemble de conséquences incontournables pour les pouvoirs publics, l'analyse n'en dégage pas moins certains principes généraux sur la manière dont les pays peuvent augmenter les avantages et maîtriser les risques de la mondialisation. La qualité des

institutions nationales paraît en particulier jouer un rôle à cet égard. Un faisceau croissant de constatations suggère qu'elle exerce une influence quantitativement importante sur la capacité d'un pays à attirer l'investissement direct étranger, et sur sa vulnérabilité aux crises. S'il ne fait aucun doute que diverses mesures de la qualité institutionnelles sont corrélées, les avantages d'un cadre légal et réglementaire robuste, de faibles niveaux de corruption, d'une grande transparence et d'une bonne gouvernance d'entreprise sont de plus en plus démontrés.

L'examen des données connues ne fournit cependant pas d'itinéraire tout tracé pour les pays qui ont pris ou désirent prendre la voie de l'intégration financière. Le choix reste à faire par exemple entre l'idée qu'il vaut mieux mettre en place de bonnes institutions avant de commencer à libéraliser le marché des capitaux, et celle que la libéralisation peut en soi faciliter l'importation des pratiques optimales et impulser l'amélioration des institutions nationales. De plus, ni la théorie ni les faits constatés n'offrent de réponse nette à des aspects connexes comme l'opportunité et l'efficacité de contrôles sélectifs des mouvements de capitaux. En définitive, ces questions ne peuvent être traitées que dans le contexte de la situation et des caractéristiques institutionnelles propres à chaque pays.

Le reste de cette section offre un aperçu de la structure de cette étude spéciale. En bref, la section II débute avec la documentation de quelques traits saillants de l'intégration financière mondiale dans la perspective des pays en développement. Les sections III et IV analysent ce que l'on sait des effets de la mondialisation financière sur la croissance et l'instabilité, respectivement, dans les pays en développement. La section V examine la relation entre la qualité des institutions et l'arbitrage avantage-risque de l'intégration financière.

A. Définitions et faits simplifiés fondamentaux

La mondialisation financière et l'intégration financière sont en principe deux concepts différents. La mondialisation financière est un concept global qui fait référence à l'interconnexion croissante du monde qu'opèrent les flux financiers internationaux. L'intégration financière fait référence aux liens d'un pays donné avec les marchés de capitaux internationaux. Il est clair que ces concepts sont étroitement apparentés. Par exemple la progression de la mondialisation financière s'accompagne nécessairement d'une intégration financière croissante en moyenne. Dans cette étude, les deux termes sont utilisés de manière interchangeable.

La distinction entre l'intégration financière *de jure*, liée aux politiques de libéralisation du compte de capital, et les flux financiers effectifs présente davantage de pertinence pour les besoins de cette étude. Par exemple, les travaux publiés font un usage extensif d'indicateurs de l'étendue des restrictions administratives aux mouvements internationaux de capitaux. Selon ces indicateurs, de nombreux pays d'Amérique latine devraient être considérés comme fermés aux flux financiers. Cependant le volume de capital qui traverse effectivement les frontières de ces pays est important par rapport au volume moyen des flux qui traversent l'ensemble des pays en développement. Ces pays sont donc *de facto* tout à fait ouverts aux flux financiers mondiaux. En revanche certains pays d'Afrique n'opposent officiellement que peu de restrictions aux opérations du compte de capital, mais

n'enregistrent pas de flux de capitaux significatifs. L'analyse de cette étude s'attache principalement à mesurer l'intégration financière *de facto*, car il est quasiment impossible de comparer l'efficacité de diverses restrictions complexes entre plusieurs pays. En définitive, c'est le degré d'ouverture effective qui compte vraiment. Toutefois l'étude examine aussi la relation entre mesures *de jure* et *de facto*.

Quelques traits saillants des flux de capitaux mondiaux sont pertinents pour les thèmes centraux de notre étude. Premièrement, le volume de flux de capitaux transfrontières a considérablement augmenté au cours de la décennie passée. Les flux ont non seulement fortement progressé en volume entre les pays industrialisés, mais ils ont aussi déferlé des pays industrialisés vers les pays en développement. Deuxièmement, cette vague de capitaux internationaux vers les pays en développement est due à des forces à la fois «aspirantes» et «refoulantes». Les forces «aspirantes» proviennent des modifications des politiques et d'autres aspects de l'ouverture des pays en développement. Ceux-ci comprennent la libéralisation du compte de capital et des marchés boursiers nationaux, et de vastes programmes de privatisation. Les forces «refoulantes» comprennent la position du cycle économique et les modifications des politiques macroéconomiques des pays industrialisés. Dans une perspective à long terme, ce dernier ensemble de facteurs inclut la montée en puissance des investisseurs institutionnels dans les pays industrialisés et les évolutions démographiques (par exemple le vieillissement relatif de la population des pays industrialisés). L'importance de ces facteurs suggère qu'en dépit d'interruptions momentanées dans les périodes de crise ou pendant les ralentissements de la conjoncture économique mondiale, les vingt dernières années se caractérisent par des pressions séculaires vers la croissance des flux de capitaux mondiaux à destination des pays en développement.

Un autre trait important des flux financiers internationaux est que leurs composantes diffèrent fortement sur le plan de l'instabilité. En particulier, l'emprunt bancaire et les flux de portefeuille sont considérablement plus volatils que l'investissement direct étranger. Tout en sachant qu'il n'est pas aisé de classer les flux de capitaux avec précision, les faits suggèrent que la composition des flux financiers peut exercer une influence significative sur la vulnérabilité d'un pays aux crises financières.

B. La mondialisation financière encourage-t-elle la croissance dans les pays en développement?

Cette section de l'étude résume les avantages théoriques de la mondialisation financière pour la croissance économique, puis passe en revue les constatations empiriques. La mondialisation financière pourrait, en principe, contribuer à relever le taux de croissance des pays en développement par un certain nombre de filières. Certaines d'entre elles affectent directement les déterminants de la croissance économique (augmentation de l'épargne intérieure, réduction du coût du capital, transfert de technologie des pays avancés aux pays en développement, et développement des secteurs financiers intérieurs). Les filières indirectes, qui pourraient être dans certains cas encore plus importantes que les directes, comprennent la spécialisation accrue de la production grâce à une meilleure gestion des risques, et l'amélioration des politiques et des institutions macroéconomiques induite par les pressions concurrentielles : «l'effet de discipline» de la mondialisation.

Dans quelle mesure les avantages annoncés de la croissance économique se sont-ils effectivement matérialisés dans le monde en développement? Comme le montre cette étude, le revenu moyen par habitant du groupe financièrement le plus ouvert des économies en développement progresse bien à un rythme plus favorable que celui du groupe des économies financièrement moins ouvertes. Cependant, que cela reflète effectivement une relation causale et que cette corrélation subsiste, correction faite d'autres facteurs, voilà ce qui reste à démontrer. Les travaux publiés sur ce sujet, pour volumineux qu'ils soient, n'offrent pas un tableau concluant. Quelques études constatent un effet positif de l'intégration financière sur la croissance. La majorité cependant ne constate aucun effet ou au mieux un effet mitigé. Ainsi une lecture objective du vaste effort de recherche accumulé à ce jour donne à penser que l'argument théorique selon lequel la mondialisation financière produit en soi un taux de croissance économique plus élevé ne repose sur aucun élément probant, robuste et uniforme.

Ce n'est peut-être pas surprenant. Comme l'ont noté plusieurs auteurs, la plus grande partie des écarts de revenu par habitant entre les pays ne découlent pas d'écarts dans le ratio capital/travail, mais d'écarts dans la productivité totale des facteurs, qui pourraient s'expliquer par des facteurs «intangibles» comme la gouvernance et l'État de droit. Dans ce cas, si l'adoption de la mondialisation financière peut aboutir à une augmentation des entrées de capitaux, il est peu probable qu'elle puisse en soi accélérer la croissance. En outre, certains des pays qui ont libéralisé leur compte de capital ont subi des effondrements de la production liés à des crises bancaires ou monétaires coûteuses. Ce point est développé plus loin. Une autre possibilité, dont il a été fait mention auparavant, est que la mondialisation financière suscite de meilleures institutions et politiques intérieures, mais que ces filières indirectes ne peuvent être saisies dans le cadre des régressions ordinaires.

Bref, si la mondialisation financière peut en théorie contribuer à promouvoir la croissance économique par diverses voies, on ne dispose encore d'aucune constatation empirique robuste qui indique que cette relation causale soit quantitativement très importante. Ceci met en lumière un contraste intéressant entre l'ouverture financière et l'ouverture commerciale, car une écrasante majorité des études constatent un effet favorable de cette dernière sur la croissance économique.

C. Quelle est l'incidence de la mondialisation financière sur l'instabilité macroéconomique?

En théorie, la mondialisation financière peut aider les pays en développement à mieux gérer l'instabilité de la production et de la consommation. En fait, diverses théories impliquent que l'instabilité de la consommation par rapport à celle de la production devrait diminuer à mesure que l'intégration financière augmente; l'essence de la diversification financière mondiale est qu'un pays donné peut se décharger d'une partie de son risque de revenu sur les marchés mondiaux. Comme les structures de production et la dotation en facteurs de production de la plupart des pays en développement sont plutôt spécialisées, ils peuvent, en théorie, obtenir des gains encore plus grands que les pays développés par le partage international du risque de consommation, c'est-à-dire en vendant de fait une part de leur production intérieure en échange d'une part de la production mondiale.

Quelle part des possibilités de gains sous forme d'une meilleure gestion de l'instabilité de la consommation a effectivement été réalisée? Cette question est particulièrement pertinente pour déterminer si, dans les pays en développement qui ont subi des crises financières, l'intégration financière a protégé leur consommation de l'instabilité, malgré celle de leur production. De nouvelles recherches présentées dans ce document composent un tableau inquiétant. Plus particulièrement, alors que par rapport aux trois décennies précédentes l'instabilité de la croissance de la production dans les économies de marché émergentes a diminué en moyenne dans les années 90, au cours de ces mêmes années, qui précisément ont été une période de progression rapide de la mondialisation financière, l'instabilité de la croissance de la consommation a *augmenté* par rapport à celle de la croissance des revenus. En d'autres termes, ainsi que nous le soutenons de manière plus détaillée plus avant dans cette étude, l'accès procyclique aux marchés de capitaux internationaux semble avoir exercé un effet pervers sur l'instabilité relative de la consommation dans les économies en développement financièrement intégrées.

Chose intéressante, un examen plus fouillé des données suggère la présence possible d'un effet de seuil. À de faibles niveaux d'intégration financière, une augmentation marginale de l'intégration financière s'accompagne d'un accroissement de l'instabilité relative de la consommation. Toutefois, dès que le niveau d'intégration financière dépasse un certain seuil, l'association devient négative. En d'autres termes, pour les pays qui sont suffisamment ouverts financièrement, l'instabilité relative de la consommation commence à décliner. Cette constatation pourrait s'accorder avec l'opinion que l'intégration financière internationale contribue à promouvoir le développement du secteur financier intérieur, lequel peut contribuer à modérer l'instabilité macroéconomique intérieure. Cependant ces avantages de l'intégration financière semblent n'être apparus jusqu'ici que dans les pays industrialisés.

De même la prolifération des crises financières et monétaires dans les économies en développement est souvent considérée comme une conséquence naturelle des «douleurs de croissance» liées à la mondialisation financière. Celles-ci peuvent prendre diverses formes. Premièrement, les opérations des investisseurs internationaux, qui sont sujets aux emballements spéculatifs et aux entraînements mimétiques, peuvent être déstabilisantes pour les économies en développement. Deuxièmement, les investisseurs internationaux — et les résidents — peuvent se livrer à des attaques spéculatives contre les monnaies des pays en développement, provoquant ainsi une instabilité que les paramètres économiques et politiques fondamentaux de ces pays ne justifient pas. Troisièmement, le risque de contagion représente une menace majeure pour des pays par ailleurs sains puisque les investisseurs internationaux peuvent retirer du capital de ces pays pour des raisons sans rapport avec leurs facteurs intérieurs propres. Quatrièmement, un gouvernement, même démocratiquement élu, peut ne pas s'inquiéter suffisamment de l'intérêt des générations futures. Cela devient un problème lorsque les intérêts des générations courante et futures divergent, ce qui pousse le gouvernement à contracter un endettement excessif. La mondialisation financière, en facilitant l'endettement des administrations, pourrait aggraver ce problème de «surendettement». Ces quatre hypothèses ne sont pas nécessairement indépendantes et peuvent se renforcer mutuellement.

Ces effets hypothétiques ne sont pas dépourvus de confirmations empiriques. Par exemple les investisseurs internationaux se livrent bien mimétiquement à des emballements spéculatifs sur les marchés émergents, davantage que dans les pays développés. Des études récentes suggèrent aussi la présence de la contagion sur les marchés financiers internationaux. En outre, certains pays en développement qui ouvrent leur marchés de capitaux semblent bien accumuler des niveaux d'endettement extérieur insoutenablement élevés.

En résumé, l'un des avantages théoriques de la mondialisation, en dehors de l'amélioration de la croissance, est de permettre aux pays en développement de mieux gérer l'instabilité macroéconomique, en particulier en réduisant l'instabilité de la consommation relativement à celle de la production. Les faits constatés donnent à penser qu'au contraire, les pays qui en sont aux premiers stades de l'intégration financière sont exposés à des risques significatifs sous forme d'une instabilité accrue aussi bien de la production que de la consommation.

D. Le rôle des institutions et de la gouvernance dans les effets de la mondialisation

S'il est difficile d'identifier une relation simple entre la mondialisation financière et l'instabilité de la croissance ou de la consommation, certains faits indiquent la présence de non-linéarités ou d'effets de seuil dans cette relation. C'est-à-dire que la mondialisation financière, conjuguée à de bonnes politiques macroéconomiques et à une bonne gouvernance intérieure, semble propice à la croissance. Par exemple, les pays dotés de bonnes ressources humaines et d'une bonne gouvernance tendent à attirer davantage l'investissement direct étranger (IDE), qui est particulièrement bénéfique pour la croissance. Plus précisément, des recherches récentes montrent que la corruption exerce une forte influence négative sur les entrées d'IDE. De même, la transparence du fonctionnement de l'État, qui est une autre dimension de la bonne gouvernance, a un fort effet positif sur les entrées d'investissement des fonds communs de placement internationaux.

La vulnérabilité d'un pays en développement aux «facteurs de risque» associés à la mondialisation financière n'est pas non plus indépendante de la qualité des politiques macroéconomiques et de la gouvernance intérieure. Par exemple, la recherche a montré qu'un taux de change surévalué et une trop longue expansion du crédit intérieur précèdent souvent une crise monétaire. Il a été montré, en outre, que l'absence de transparence renforce les entraînements mimétiques des investisseurs internationaux, qui peuvent déstabiliser les marchés financiers d'un pays en développement. Enfin, il a été constaté qu'un niveau de corruption élevé peut influencer sur la composition des entrées de capitaux d'un pays d'une manière qui le rend davantage vulnérable aux risques d'attaques spéculatives et d'effets de contagion.

Ainsi, la capacité d'un pays en développement à tirer avantage de la mondialisation financière et sa vulnérabilité relative à l'instabilité des flux de capitaux internationaux peuvent être considérablement affectées par la qualité de son cadre macroéconomique comme de ses institutions.

E. Résumé

L'objectif de cette étude n'est pas tant de déterminer de nouvelles propositions de politiques que d'informer le débat sur les arbitrages potentiels et effectifs entre les avantages et les risques de la mondialisation financière en examinant les constatations empiriques et les expériences nationales connues. Les principales conclusions sont qu'il est difficile jusqu'à présent d'identifier des faits robustes confirmant la proposition que l'intégration financière aide les pays en développement à améliorer la croissance et à réduire l'instabilité macroéconomique.

Naturellement, l'absence de constatations robustes quant à ces dimensions ne signifie pas nécessairement que la mondialisation financière n'apporte aucun avantage et ne comporte que de grands risques. D'ailleurs, la plupart des pays qui ont entamé l'intégration financière ont continué dans cette voie, en dépit de revers momentanés. Cette observation est conforme à la notion que les avantages indirects de l'intégration financière, que l'analyse par régression ne détecte que malaisément, pourraient être tout à fait considérables. Aussi, les gains à long terme, encore non réalisés dans certains cas, pourraient compenser de beaucoup les coûts immédiats. Par exemple, au début des années 90 l'Union monétaire européenne a subi de graves et coûteuses crises au cours de la transition vers la monnaie unique, en circulation dans une grande partie de l'Europe aujourd'hui.

Si l'examen des faits ne permet guère d'en extraire des propositions de politiques nouvelles et innovantes, quelques propositions générales trouvent une certaine confirmation empirique. Empiriquement, de bonnes institutions et une gouvernance de qualité sont importantes non seulement en elles-mêmes, mais aussi pour aider les pays en développement à récolter les fruits de la mondialisation. De même, la stabilité macroéconomique semble être une condition préalable importante pour que les pays en développement puissent bénéficier de l'intégration financière. La promulgation par le FMI de normes et codes de pratiques optimales pour la transparence et le contrôle financier, ainsi que pour des politiques macroéconomiques saines, est cruciale à cet égard. Ces points font peut-être déjà l'objet d'un consensus; l'apport de cette étude est de montrer qu'ils sont confirmés par certaines constatations empiriques systématiques. Les faits présentés dans cette étude donnent à penser qu'il faut aborder l'intégration financière avec prudence, et que l'établissement de bonnes institutions et d'un bon cadre macroéconomique est un préalable indispensable.

Cette étude n'aborde pas la question du choix du bon régime de change ou des politiques monétaire et budgétaire appropriées. Cependant il convient de noter que les régimes à taux de change fixe, ou *de facto* fixe et les emprunts excessifs de l'administration paraissent être des facteurs aggravants majeurs des difficultés que certains pays en développement ont éprouvées à gérer leurs flux de capitaux. Nous laisserons l'examen systématique de cette question à de futures études.

II. FAITS SIMPLIFIÉS FONDAMENTAUX

Les restrictions *de jure* aux mouvements de capitaux et les flux financiers qui traversent effectivement les frontières sont deux manières de mesurer l'étendue de l'intégration financière d'un pays avec l'économie mondiale. Les différences entre ces deux mesures sont importantes pour comprendre les effets de l'intégration financière. Dans l'une ou l'autre mesure, les liaisons financières des pays en développement avec l'économie mondiale se sont accrues au cours des dernières années¹. Cependant, un groupe relativement petit de pays en développement s'est taillé la part du lion dans les flux de capitaux privés des pays industrialisés qui ont déferlé vers les pays en développement dans les années 90. Des facteurs structurels, notamment des tassements démographiques dans les pays industrialisés, vont probablement stimuler ces flux «Nord-Sud» à moyen et à long terme.

A. Mesure de l'intégration financière

La libéralisation du compte de capital est habituellement considérée comme un précurseur important de l'intégration financière. La plus grande partie des travaux empiriques qui ont analysé les effets de la libéralisation du compte de capital se sont servis d'une mesure fondée sur les restrictions officielles des mouvements de capitaux communiquées au FMI par les autorités nationales. Cependant, cet indicateur binaire mesure directement les contrôles de capitaux mais ne saisit pas les différences d'intensité de ces contrôles². Une mesure plus directe de l'ouverture financière repose sur les stocks bruts estimés d'avoirs et d'engagements extérieurs en proportion du PIB. Les données de stock représentent une meilleure indication de l'intégration que les données de flux, pour ce qui nous intéresse, car elles sont moins instables d'une année sur l'autre et moins sujettes aux erreurs de mesure (en supposant lesdites erreurs non corrélées sur la durée)³.

¹On trouvera une perspective historique sur l'intégration financière internationale à l'appendice I.

²La mesure des restrictions est disponible jusqu'en 1995, année où une nouvelle mesure perfectionnée — non rétrocompatible — fut introduite. Les données antérieures ont été étendues jusqu'à fin 1998 par Mody et Murshid (2002).

³Ces données de stock ont été construites par Lane et Milesi-Ferretti (2001). Fonctionnellement, cette mesure consiste à calculer les niveaux bruts d'IDE et d'avoirs et engagements de portefeuille à partir du cumul des entrées et sorties de capitaux correspondantes, en opérant les ajustements de valeur voulus. Une mesure similaire construite à partir des mêmes données de stock a été envisagée par Chanda (2000) et O'Donnell (2001). D'autres mesures de l'intégration des marchés financiers comprennent les corrélations épargne–investissement et diverses conditions de parité d'intérêt (Frankel, 1992). Il est difficile de rendre ces mesures fonctionnelles sur la longue durée et le grand nombre de pays de l'échantillon de données utilisé pour cette étude.

Quoique ces deux mesures de l'intégration financière soient liées, elles en expriment deux aspects distincts. La mesure des restrictions au compte de capital reflète l'existence de restrictions *de jure* aux mouvements de capitaux, tandis que la mesure de l'ouverture financière capture l'intégration financière *de facto* sous la forme des mouvements de capitaux réalisés. Cette distinction revêt une importance considérable pour l'analyse dans cette étude et implique un ensemble de 2x2 combinaisons de ces deux aspects de l'intégration. De nombreux pays industrialisés ont atteint un degré élevé d'intégration financière selon l'une et l'autre mesures. Certains pays en développement qui appliquent des restrictions au compte de capital ont constaté qu'elles étaient inefficaces à contrôler les mouvements effectifs de capitaux. Les épisodes de fuite des capitaux de certains pays d'Amérique latine dans les années 70 et 80 ont illustré cette intégration financière *de facto* involontaire dans des économies fermées *de jure* aux flux de capitaux (c'est-à-dire une intégration sans libéralisation du compte de capital). D'un autre côté, certains pays d'Afrique imposent peu de restrictions au compte de capital, mais n'enregistrent que des flux de capitaux minimes (c'est-à-dire une libéralisation sans intégration)⁴. Et, naturellement, il n'est pas difficile de trouver des exemples de pays à compte de capital fermé qui sont aussi effectivement fermés aux flux de capitaux.

Comment l'intégration financière a-t-elle évolué avec le temps pour différents groupes de pays, selon ces deux mesures⁵? Qu'on la mesure par l'une ou par l'autre, la différence d'ouverture financière entre les pays industrialisés et en développement est tout à fait frappante. Les économies industrialisées ont connu une énorme augmentation de leur ouverture financière, en particulier au cours des années 90. Bien que cette mesure ait aussi

⁴Une analogie tirée des travaux sur le commerce international sera peut-être indiquée ici. Certains pays, du fait de leur éloignement des grands marchés mondiaux ou d'autres caractéristiques géographiques défavorables, enregistrent des flux d'échanges bas bien qu'ils n'opposent que de faibles obstacles aux échanges, même après correction de divers autres facteurs. De même, certains pays, du fait de leur éloignement des grands centres financiers, que ce soit par la distance physique ou les relations historiques, peuvent n'enregistrer que des flux de capitaux limités bien que leur compte de capital soit relativement ouvert (voir Loungani, Mody, and Razin, 2003).

⁵ L'échantillon de données employé dans cette étude consiste en 76 pays industrialisés et en développement (sauf indication contraire) et couvre la période 1960–99. Étant donné la longue durée de l'échantillon, plusieurs pays actuellement définis comme industrialisés — par exemple la République de Corée et Singapour — sont inclus dans le groupe des pays en développement. Les pays suivants ont été exclus de l'échantillon statistique : la plupart des pays pauvres très endettés (qui reçoivent surtout des flux d'aide officielle), les économies en transition d'Europe orientale et de l'ancienne Union soviétique (en raison du manque de données), les très petites économies (population inférieure à 1,5 million d'habitants) et les pays exportateurs de pétrole du Moyen-Orient. Voir dans l'appendice VI la liste des pays et des détails supplémentaires sur l'échantillon statistique.

progressé dans les économies en développement au cours de cette décennie, le niveau demeure très inférieur à celui des économies industrialisées.

Pour les pays industrialisés, les moyennes internationales non pondérées des deux mesures se reflètent l'une l'autre et confirment ensemble que ces pays ont subi une intégration financière rapide depuis le milieu des années 80 (figure 2.1)⁶. Pour les pays en développement, la mesure de la restriction moyenne indique qu'après une période de libéralisation dans les années 70, la tendance à l'ouverture s'est renversée dans les années 80. La libéralisation a repris au début des années 90, mais à un rythme lent. D'un autre côté, la mesure de l'ouverture financière moyenne pour ces pays, sur la base des mouvements effectifs, présente une modeste augmentation dans les années 80, suivie par une hausse marquée dans les années 90. L'augmentation de la mesure de l'ouverture financière pour les pays en développement reflète une intégration *de facto* plus rapide que celle que saisit la mesure relativement rudimentaire des restrictions au compte de capital.

Toutefois, les effets de l'intégration financière, sous forme d'accroissement des flux de capitaux, se sont répartis de façon très inégale parmi les pays en développement⁷. Pour examiner l'étendue de ces disparités, il est utile de commencer par classer grossièrement en deux groupes les pays en développement de l'échantillon en les rangeant en fonction de leur ouverture financière moyenne au cours des quatre dernières décennies, ainsi que d'une évaluation d'autres indicateurs de l'intégration financière.

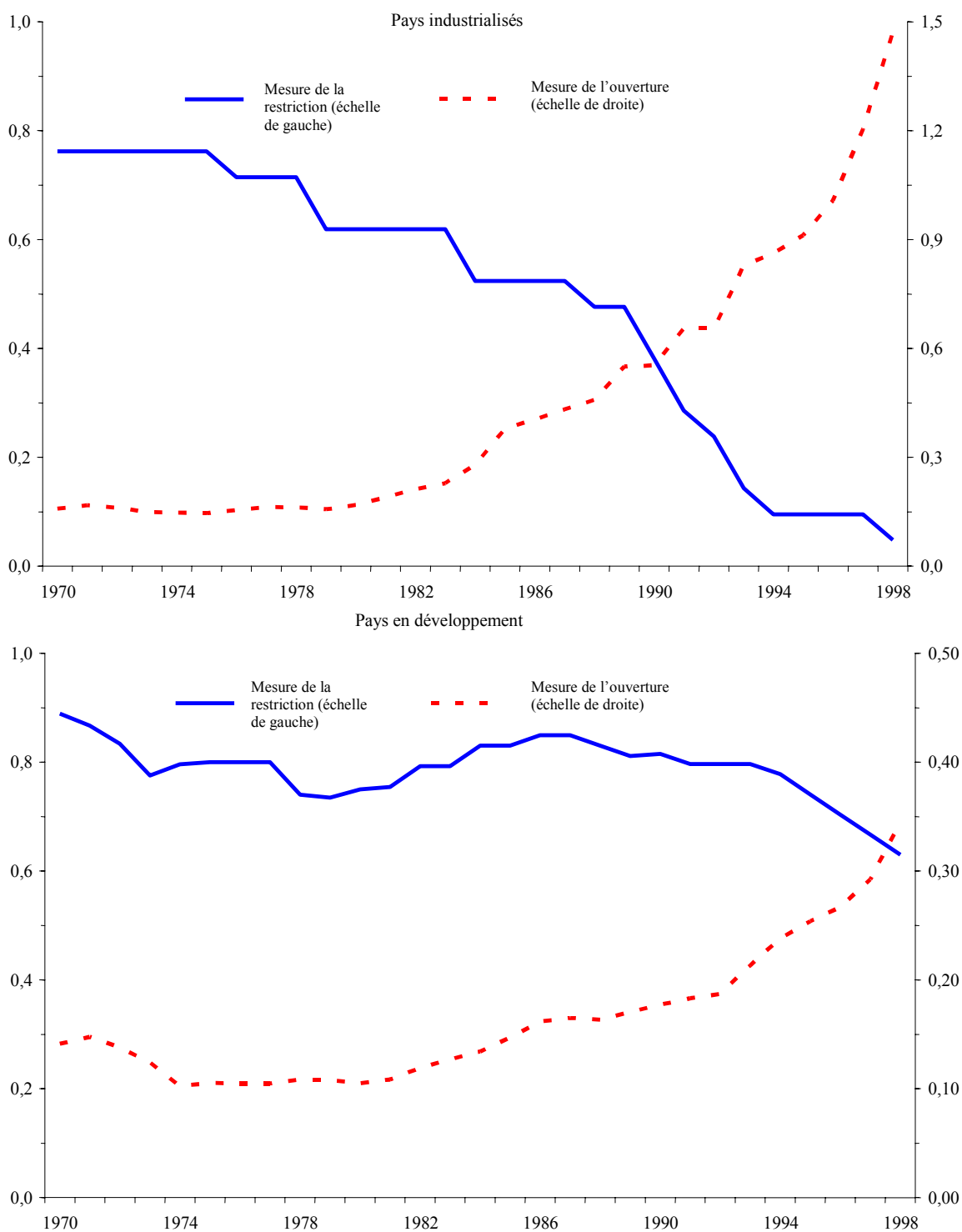
Le premier groupe, qui comprend 22 pays, sera désormais appelé l'ensemble des pays mieux intégrés financièrement (MIF) et le dernier, qui comprend 33 pays, celui des pays peu intégrés financièrement (PIF)⁸. Cette distinction doit être interprétée avec une certaine prudence à ce stade. En particulier, il n'est pas inutile de répéter que le critère est une mesure de l'intégration *de facto* fondée sur les mouvements de capitaux effectifs plutôt qu'une mesure de la vigueur des politiques destinées à promouvoir l'intégration financière. D'ailleurs, quelques-uns des pays du groupe MIF présentent en fait des comptes de capital relativement fermés *de jure*. En général, comme nous le soutenons plus loin, les politiques

⁶Une baisse particulièrement rapide des contrôles a eu lieu au cours des années 80, lorsque les membres de la Communauté européenne, aujourd'hui l'Union européenne, ont libéralisé les contrôles de capitaux. Il s'en est suivi un déferlement de capitaux à travers les frontières.

⁷Ishii *et al.* (2002) examinent en détail les expériences d'un certain nombre de pays en développement.

⁸Sans surprise, cette classification aboutit à un ensemble d'économies MIF qui correspond *grosso modo* à celles incluses dans l'indice boursier MSCI (Morgan Stanley Capital International) des marchés émergents. Les principales différences sont que nous avons éliminé les économies en transition en raison du manque de données disponibles, et ajouté la RAS de Hong Kong et Singapour.

Figure 2.1. Mesures de l'intégration financière



Sources : FMI (2001 et 2002), Lane and Milesi-Ferreti (2003).

Notes : Dans ces deux graphiques sont indiqués la note obtenue à l'indice des restrictions au compte de capital (échelle de gauche) et les ratios des avoirs et engagements extérieurs au PIB (échelle de droite).

appliquées déterminent bien le degré et la nature de l'intégration financière. Néanmoins, pour l'analyse de cette étude, la mesure de l'ouverture financière sur la base des flux effectifs de capitaux est davantage pertinente.

Il convient de noter que les principales conclusions de cette étude ne dépendent pas de manière cruciale des particularités du classement des pays en développement dans le groupe MIF ou PIF. Ce classement est clairement statique et ne rend pas compte des différences dans la chronologie et l'intensité de l'intégration financière des divers pays. Il est utilisé pour une partie de l'analyse descriptive présentée ci-dessous, mais seulement afin d'illustrer les conclusions des études économétriques plus détaillées qui sont examinées dans l'étude. Les domaines où ce classement donne des résultats différents de ceux obtenus par des analyses économétriques plus formelles seront clairement soulignés dans l'étude. Les résultats par régression présentés dans cette étude reposent sur la mesure des flux de capitaux bruts décrite auparavant qui ne saisit pas les différences entre les pays ni les variations du niveau de l'intégration financière avec le temps.

La figure 2.2 montre que la vaste majorité des flux bruts de capitaux privés internationaux des pays en développement, en particulier dans les années 90, correspond au groupe relativement petit des économies MIF⁹. En revanche, les flux de capitaux privés à destination ou en provenance des économies PIF sont demeurés très petits au cours de la décennie écoulée et, pour certains types de flux, ont même chuté relativement à la fin des années 70.

B. Flux de capitaux Nord–Sud

Un des principaux traits de l'intégration financière mondiale au cours de la décennie passée a été l'augmentation spectaculaire des flux nets de capitaux privés des pays industrialisés (le «Nord») vers les pays développés (le «Sud»). La figure 2.3 décompose les niveaux de ces flux en leurs quatre principales catégories constituantes. La principale augmentation porte sur l'IDE et les flux de portefeuille, tandis que l'importance relative du crédit bancaire a quelque peu diminué. En fait, le crédit bancaire net est devenu négatif pendant quelques années à l'époque de la crise asiatique.

Le gros de l'augmentation des flux nets d'IDE des économies avancées est allé aux économies MIF, une petite fraction seulement allant aux économies PIF (figure 2.3, graphiques inférieurs). Les flux de portefeuille nets présentent des structures similaires, quoique l'un et l'autre types de flux ont brusquement chuté dans les économies MIF lors de la crise asiatique et sont demeurés relativement inchangés depuis lors. Les économies PIF ont dépendu bien davantage du crédit bancaire (et, bien qu'ils ne soient pas indiqués ici, de flux officiels de financement comprenant des prêts et des dons). Le crédit bancaire aux pays de ce groupe a enregistré des poussées à la fin des années 70 et au début des années 90.

⁹Remarquez que l'échelle du graphique supérieur est deux fois plus grande que celle de celui du dessous.

Un autre trait important de ces flux est qu'ils diffèrent considérablement sur le plan de l'instabilité. Le tableau 2.1 montre l'instabilité de l'IDE, des flux de portefeuille et du crédit bancaire aux économies en développement. Les flux d'IDE sont les moins instables des diverses catégories de flux de capitaux privés vers les économies en développement, ce qui n'est pas surprenant étant donné leur nature relativement fixe et de longue durée. Les flux de portefeuille ont tendance à être beaucoup plus instables et sujets à de brusques revirements que les flux d'IDE. Cela demeure vrai lorsque pays MIF et pays PIF sont examinés séparément. Même dans le cas des PIF, l'instabilité des flux d'IDE est beaucoup plus basse que celle des autres types de flux¹⁰. Cette différence dans l'instabilité relative des différentes catégories présente des conséquences importantes qui seront examinées en détail ultérieurement.

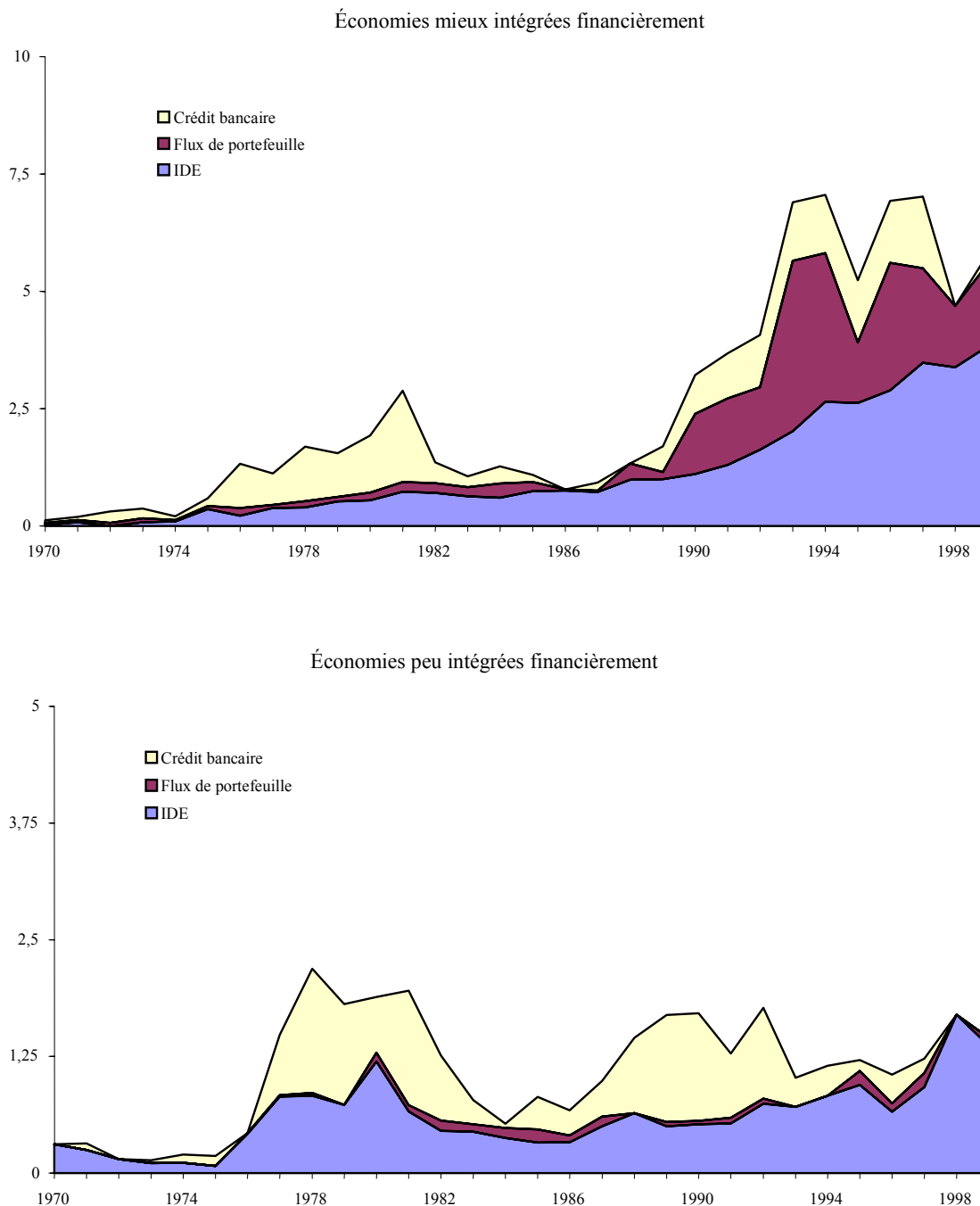
C. Facteurs sous-jacents de l'augmentation des flux de capitaux Nord-Sud

Les causes de l'augmentation des flux nets de capitaux privés vers les MIF, ainsi que des glissements de la composition de ces flux, peuvent être réparties en facteurs «aspirants» et «refoulants» (Calvo, Leiderman, and Reinhart, 1993). Ceux-ci sont liés, respectivement, i) aux politiques et autres évolutions des MIF et ii) aux modifications des marchés financiers mondiaux. La première catégorie comprend des facteurs comme la libéralisation des marchés boursiers et les privatisations d'entreprises publiques qui ont stimulé l'entrée de capitaux étrangers. On trouve dans la seconde catégorie l'importance croissante des certificats représentatifs de titres et des cotations boursières internationales, et l'émergence des investisseurs institutionnels comme moteurs principaux des flux de capitaux internationaux vers les marchés émergents.

Les possibilités d'investissement que permet la libéralisation des marchés boursiers, qui en a généralement ouvert l'accès aux investisseurs étrangers, ont intensifié les flux de capitaux vers les MIF. Dans quelle mesure les restrictions à l'accès des investisseurs étrangers aux marchés boursiers intérieurs des MIF ont-elles changé avec le temps? Pour répondre à cette question, il est utile d'examiner une nouvelle mesure de la libéralisation des marchés boursiers, qui saisit les restrictions appliquées aux participations étrangères. Cette mesure, construite par Edison et Warnock (2001), ne saisit évidemment que l'une des composantes du contrôle des capitaux, mais elle convient bien pour modéliser les flux d'investissements

¹⁰Confirmant ces résultats, Taylor et Sarno (1999) constatent que les flux d'IDE sont davantage persistants que les autres types de flux. Hausmann et Fernandez-Arias (2000) trouvent une confirmation plus faible de ce résultat et remarquent aussi que, bien que l'instabilité des flux d'IDE ait augmenté avec le temps, elle demeure plus faible que celle des autres types de flux. En interprétant ces résultats, il est justifié de se préoccuper d'éventuelles erreurs de classement des différents types de flux de capitaux. Comme la plupart des études citées ici emploient des sources statistiques similaires, ce n'est pas là un problème qui pourrait être facilement résolu en examinant les conclusions de multiples études.

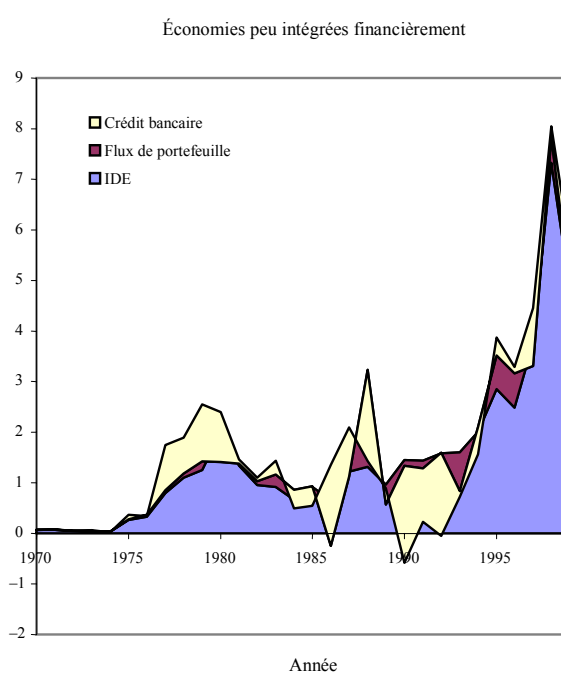
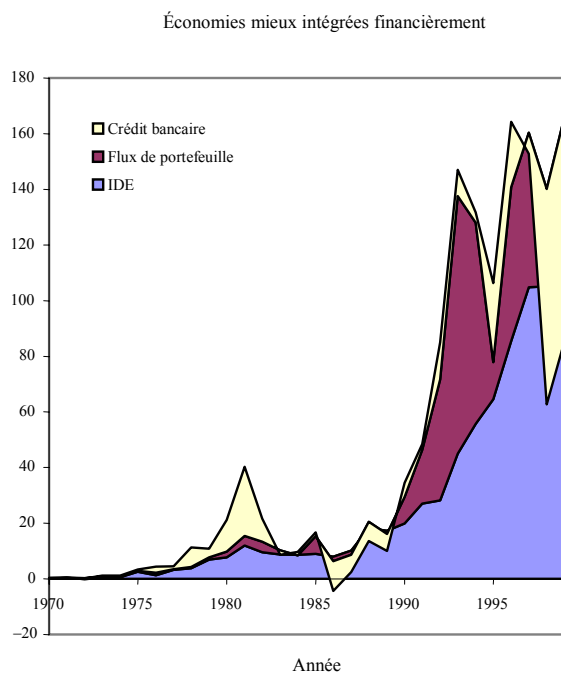
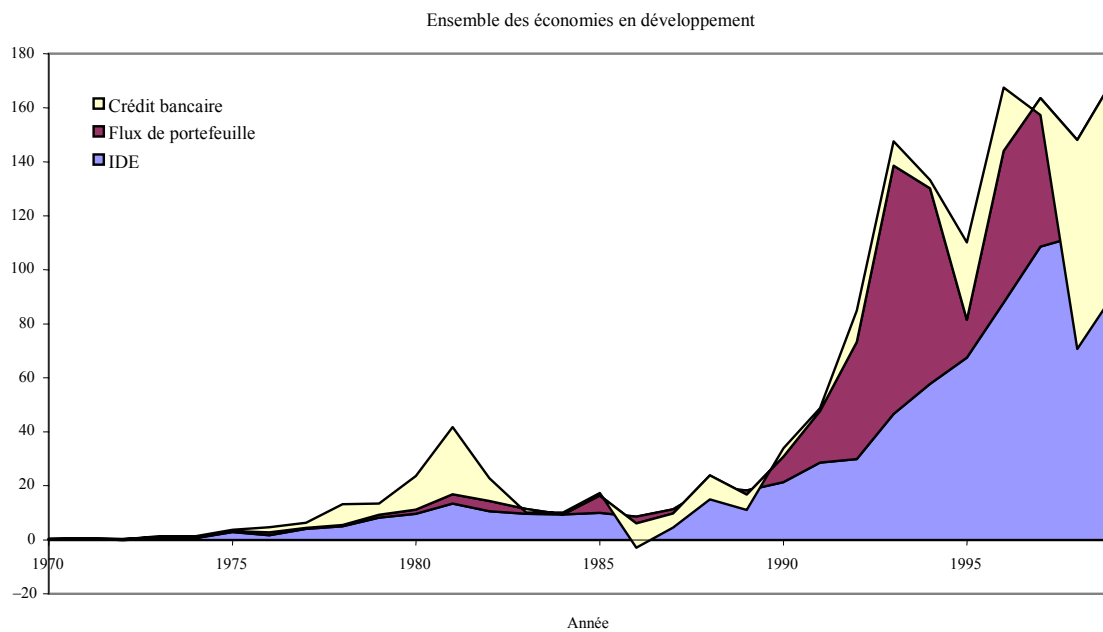
Figure 2.2. Flux de capitaux bruts
(En pourcentage du PIB)



Source: FMI, *Perspectives de l'économie mondiale* et *International Financial Statistics* (divers numéros).

Notes : Les échelles de gauche des deux graphiques sont différentes. IDE = investissement direct étranger.

Figure 2.3. Flux de capitaux privés nets
(Milliards de dollars EU)



Source : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale* (divers numéros).

Notes : Le crédit bancaire aux économies mieux intégrées financièrement a été négatif entre 1997 et 1999. IDE = Investissement direct étranger.

Tableau 2.1. Instabilité des différents types d'entrées de capitaux

	IDE/PIB	Crédit/PIB	Portefeuille/PIB
	Écarts types (médiane pour chaque groupe)		
Économies MIF	0,007	0,032	0,009
Économies PIF	0,010	0,036	0,002
	Coefficients de variation (médiane pour chaque groupe)		
Économies MIF	0,696	1,245	1,751
Économies PIF	1,276	1,177	2,494
	Coefficients de variation des principales économies MIF		
Indonésie	0,820	0,717	1,722
Corée, République de	0,591	2,039	1,338
Malaisie	0,490	4,397	3,544
Mexique	0,452	2,048	2,088
Philippines	0,921	0,956	1,979
Thaïlande	0,571	0,629	1,137

Source : Wei (2001).

Notes : Calculée sur la période 1980–96. Seuls les pays présentant au moins huit observations non manquantes au cours de la période pour les trois variables, avec une population supérieure ou égale à 1 million d'habitants en 1995, ont été conservés dans l'échantillon. MIF = économies mieux intégrées financièrement; PIF = économies peu intégrées financièrement. Le total des entrées d'IDE, le crédit bancaire total et le total des entrées d'investissements de portefeuille proviennent de divers numéros de *Statistiques de la balance des paiements* du FMI (Washington).

participatifs. La figure 2.4 montre que la libéralisation des marchés boursiers dans les économies MIF de diverses régions a progressé rapidement, aussi bien en intensité qu'en étendue¹¹.

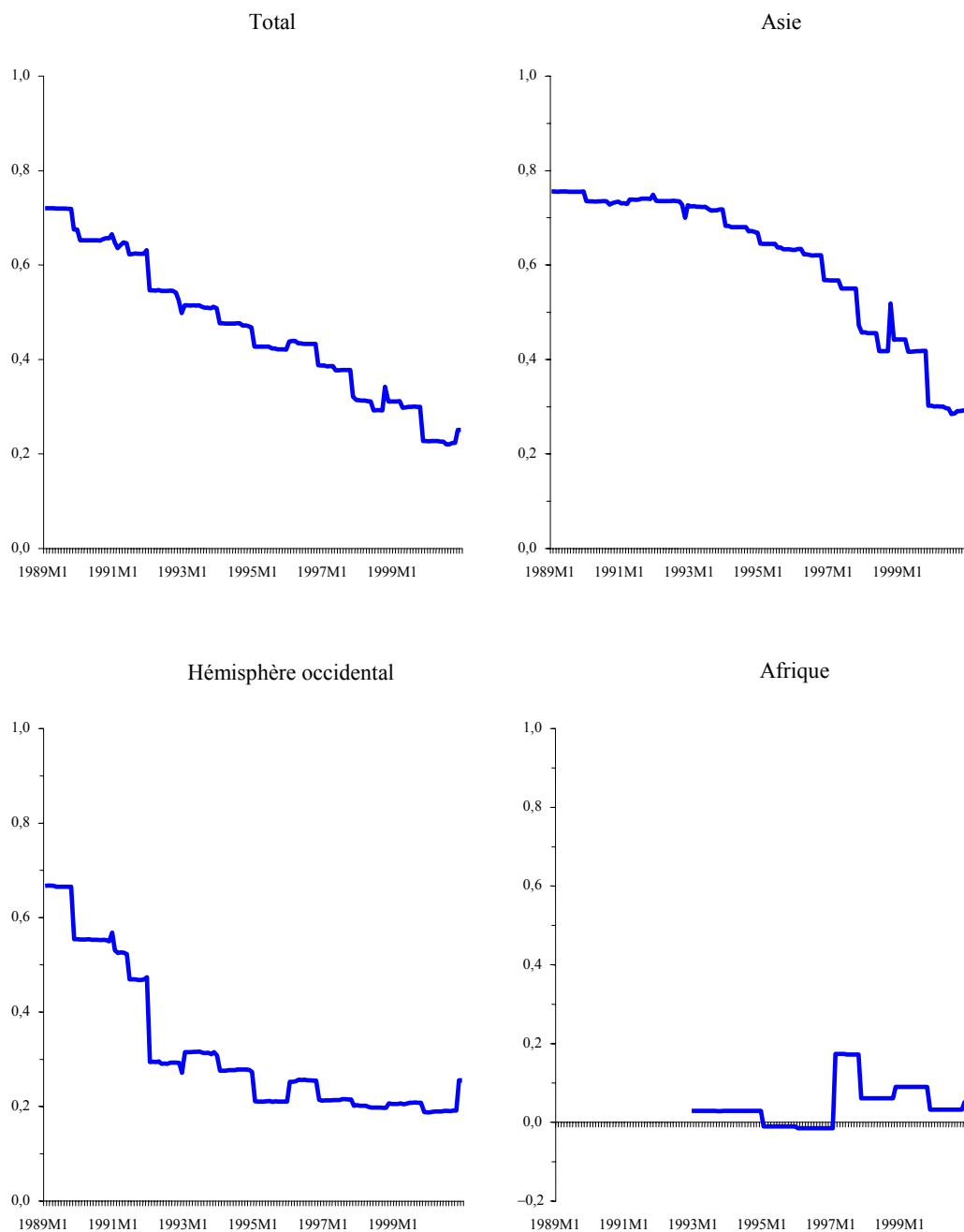
Les fusions et acquisitions, en partie celles qui résultent de la privatisation d'entreprises publiques, ont été un important facteur sous-jacent de l'augmentation des flux d'IDE vers les MIF au cours des années 90. Dans les pays MIF le relâchement des restrictions aux participations étrangères dans le secteur financier a également apporté une forte impulsion à ce facteur¹².

Les investisseurs institutionnels des pays industrialisés — notamment les fonds communs de placement, les fonds de pension, les fonds d'arbitrage et les compagnies d'assurances — ont joué un rôle important pour canaliser les flux de capitaux des économies industrialisées vers les économies en développement. Ils ont aidé les investisseurs individuels à surmonter les barrières de l'information et du coût de transaction qui antérieurement limitaient la part des investissements de portefeuille allouée aux marchés émergents. Les fonds communs de placement (FCP), en particulier, ont exercé une grande influence en permettant aux investisseurs individuels de diversifier leurs portefeuilles avec des avoirs de

¹¹L'indice de la libéralisation du marché boursier repose sur deux indices construits par la Société financière internationale (SFI) pour chaque pays — l'indice mondial (IFCG) et l'indice d'ouverture à l'investissement (IFCI). L'IFCG représente l'ensemble du marché, tandis que l'IFCI représente la portion du marché ouverte à l'investissement étranger, où l'ouverture est déterminée par la SFI sur la base de critères juridiques et de liquidité. Edison et Warnock (2001) proposent d'utiliser le ratio de la capitalisation boursière de l'IFCG à celle de l'IFCI comme mesure de la libéralisation du marché boursier. Ce ratio offre une mesure quantitative du degré d'accès dont disposent les investisseurs étrangers aux marchés de valeurs d'un pays donné; un moins ce ratio peut être interprété comme une mesure de l'intensité du contrôle des capitaux dans cette dimension.

¹²Le Rapport de la Banque mondiale sur le *Financement du développement dans le monde* (2001) note que l'IDE dans le secteur financier de l'Amérique latine s'est effectué par des achats de banques locales privées, portant la part des actifs bancaires sous contrôle étranger d'un niveau de 8 % en 1994 à 25 % en 1999. En Asie orientale, des investisseurs étrangers ont acheté des banques locales en difficulté financière, ce qui a porté la part des actifs bancaires placés sous contrôle étranger d'un niveau de 2 % en 1994 à 6 % en 1999.

Figure 2.4. Restrictions aux participations étrangères
(économies mieux intégrées financièrement)



Source: Edison and Warnock (2001).

Note : Cet indice mesure l'intensité des restrictions d'accès que les marchés boursiers d'un pays donné opposent aux investisseurs étrangers.

pays en développement¹³. Bien que les investisseurs institutionnels internationaux ne consacrent qu'une petite fraction de leurs portefeuilles aux avoirs des MIF, leur présence est importante dans ces économies, étant donné la taille relativement réduite de leurs marchés financiers. Les FCP spécialisés dans les marchés émergents détiennent à eux seuls en moyenne entre 5 et 15 % de la capitalisation boursière des économies d'Asie, d'Amérique latine et des pays en transition.

Malgré la modération des flux de capitaux Nord–Sud depuis les dernières crises des marchés émergents, certaines forces structurelles vont probablement entraîner une renaissance de ces flux à moyen et à long terme. Les tassements démographiques, en particulier, sont un puissant moteur de ces flux. Les augmentations projetées des ratios âge/personnes à charge traduisent les grands changements des profils démographiques qui sont en cours dans les pays industrialisés. Cette tendance va sans doute s'intensifier encore au cours des décennies à venir, alimentée à la fois par les progrès de la technologie médicale qui augmentent les durées de vie moyennes et la baisse des taux de fécondité. Le financement des besoins de consommation après la retraite d'une population en vieillissement rapide exige d'augmenter les taux d'épargne nationale et privée actuels de ces économies. Cependant, si de telles augmentations des taux d'épargne se réalisent effectivement, elles aboutiront probablement à une baisse du taux de rendement du capital dans les économies avancées, en particulier par rapport à celui des pays du Sud pauvres en capital. Les flux de capitaux tendront naturellement à se diriger vers les pays où les rendements potentiels sont plus élevés¹⁴.

Toutes ces forces impliquent que malgré les derniers brusques renversements des flux de capitaux Nord–Sud, les pays en développement devront finalement affronter une fois de plus le délicat assemblage de possibilités et de risques qu'offre la mondialisation financière.

¹³La présence de fonds communs de placement (FCP) dans les MIF a considérablement progressé au cours des années 90. Par exemple les FCP spécialisés dans les marchés émergents détenaient 21 milliards de dollars EU en actions latino-américaines fin 1995. Fin 1997, leurs avoirs étaient passés à 40 milliards de dollars. Si la croissance des FCP a été moins prononcée en Asie, la présence de FCP demeure importante dans de nombreux pays de cette région. Voir Eichengreen, Mathieson, and Chadha (1998) pour une étude détaillée des fonds d'arbitrage.

¹⁴La comparaison internationale appropriée s'exprime bien sûr en taux de rendement du capital *pondérés en fonction des risques*. Brooks (2002) examine l'impact des tendances démographiques — notamment des projections des taux de fécondité de divers groupes de pays — sur les flux de capitaux Nord–Sud. Attanasio et Violante (2000) ont soutenu que les effets sur la prospérité mondiale de l'établissement de tels flux de capitaux pourraient être tout à fait considérables. Cela suppose l'absence d'une forte mobilité Sud–Nord de la main-d'œuvre, qui pourrait atténuer les glissements démographiques et aussi influencer sur les taux de rendement relatifs du capital.

Les avantages tirés de l'intégration financière suffisent-ils à compenser les coûts d'une exposition accrue aux aléas des flux de capitaux internationaux? Notre étude va à présent examiner les données relatives à cette question.

III. INTÉGRATION FINANCIÈRE ET CROISSANCE ÉCONOMIQUE

Les modèles théoriques ont identifié un certain nombre de filières par lesquelles l'intégration financière internationale peut contribuer à promouvoir la croissance économique dans le monde en développement. Cependant, il s'est avéré difficile d'identifier de façon empirique une relation causale forte et robuste entre l'intégration financière et la croissance.

A. Avantages potentiels théoriques de la mondialisation financière

En théorie, il existe de nombreuses filières directes et indirectes par lesquelles l'adoption de la mondialisation financière peut contribuer à améliorer la croissance dans les pays en développement. La figure 3.1 présente un résumé schématique de ces filières possibles. Ces filières sont interdépendantes par certains côtés, mais cette délimitation est utile pour examiner les données empiriques de l'importance quantitative de chacune.

Filières directes

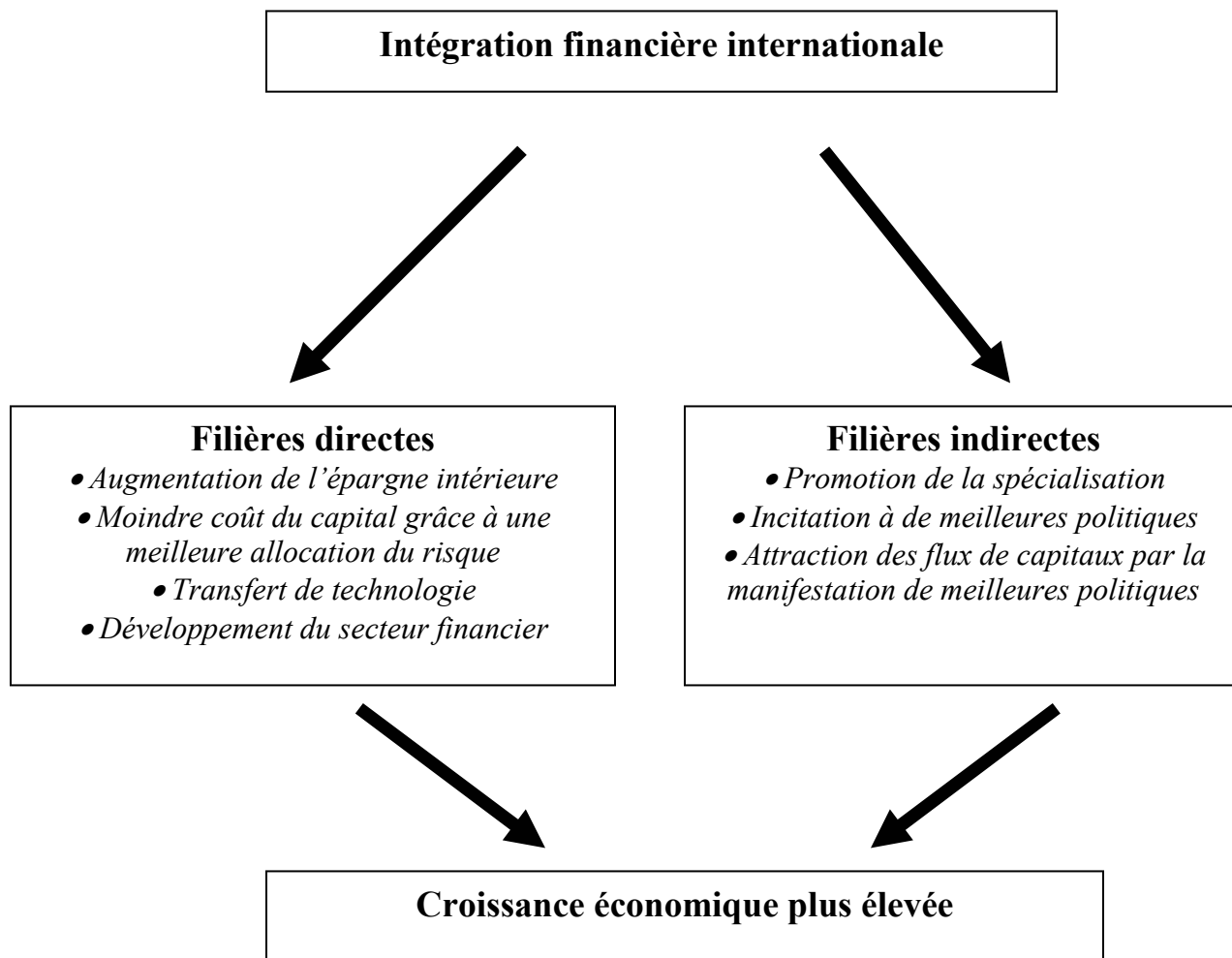
Augmentation de l'épargne intérieure

Les flux de capitaux Nord-Sud bénéficient en principe aux deux groupes. Ils permettent d'accroître l'investissement dans des pays pauvres en capital tout en fournissant un taux de rendement plus élevé qu'il n'est possible d'obtenir dans les pays riches en capital. Ceci réduit en fait le taux d'intérêt des placements sans risque dans les pays en développement.

Réduction du coût du capital par une meilleure allocation mondiale du risque

Les modèles de la détermination des prix internationaux des actifs prédisent que la libéralisation des marchés boursiers améliore l'allocation du risque (Henry, 2000a; Stulz, 1999a, 1999b). Premièrement, l'augmentation des possibilités de partage de risques entre investisseurs résidents et étrangers peut favoriser la diversification des risques. Cette possibilité de diversification encourage en retour les entreprises à augmenter leur investissement total, renforçant ainsi la croissance. Troisièmement, à mesure que les flux de capitaux s'accroissent, le marché boursier intérieur devient plus liquide, ce qui pourrait réduire encore la prime de risque, abaissant ainsi le coût de mobilisation du capital pour l'investissement.

Figure 3.1. Filières par lesquelles l'intégration financière peut accroître la croissance économique



Transfert de savoir-faire technologique et de gestion

Les économies financièrement intégrées semblent attirer une part disproportionnée des flux d'IDE, qui sont susceptibles d'entraîner des transferts de technologies et de servir de canal à la transmission de meilleures pratiques de gestion. Ces transferts peuvent augmenter la productivité globale et stimuler en retour la croissance économique (Borensztein, De Gregorio and Lee (1998); MacDougall (1960); Grossman and Helpman (1991b)).

Stimulation du développement du secteur financier intérieur

Il a déjà été noté que les flux de portefeuille internationaux peuvent accroître la liquidité des marchés boursiers locaux. Une participation étrangère accrue dans les banques locales peut aussi engendrer divers autres avantages (Levine, 1996; Caprio and Honohan, 1999). Premièrement, les participations bancaires étrangères peuvent faciliter l'accès aux marchés internationaux de capitaux. Deuxièmement, elles peuvent favoriser l'amélioration du cadre réglementaire et de contrôle du secteur bancaire local. Troisièmement, les banques étrangères introduisent souvent une variété de nouveaux instruments et techniques financières et suscitent aussi l'apparition d'améliorations technologiques sur les marchés locaux. L'entrée des banques étrangères tend à accentuer la concurrence, ce qui peut en retour améliorer la qualité des services financiers intérieurs ainsi que l'efficacité de l'allocation.

Filières indirectes

Promotion de la spécialisation

La notion que la spécialisation de la production peut accroître la productivité est intuitive. Cependant, en l'absence de tout mécanisme de gestion du risque, une structure de production fortement spécialisée entraînera une forte instabilité de la production et, de là, une forte instabilité de la consommation. Ce risque d'une hausse de l'instabilité peut dissuader les pays d'entreprendre des activités de spécialisation favorables à la croissance; une instabilité plus élevée entraîne aussi en général des taux d'épargne et d'investissement globalement plus bas. En principe, la mondialisation financière pourrait jouer un rôle utile en aidant les pays à pratiquer le partage international des risques et à réduire ainsi l'instabilité de la consommation. Nous reviendrons sur ce point dans la section suivante. Il convient simplement de noter ici que le partage des risques encouragerait indirectement la spécialisation qui, elle-même, relèverait le taux de croissance. Cette logique est expliquée par Brainard and Cooper (1968); Kemp and Liviatan (1973); Ruffin (1974); Imbs and Wacziarg (2003). Entre les pays développés et entre les régions de pays développés donnés, on constate en effet qu'une spécialisation accrue s'accompagne d'un meilleur partage des risques (Kalemli-Ozcan, Sørensen and Yosha, 2001).

Adhésion à de meilleures politiques économiques

L'intégration financière internationale pourrait accroître la productivité d'une économie en influant sur la capacité de l'État à s'engager de façon crédible à poursuivre un programme de politiques. Plus précisément, la discipline imposée par l'intégration financière pourrait modifier la mécanique de l'investissement intérieur d'une économie dans la mesure où elle conduit à une réallocation du capital vers des activités plus productives en réaction aux modifications des politiques macroéconomiques. Les gouvernements sont à l'occasion tentés d'instituer une fiscalité prédatrice sur le capital physique. La perspective de telles politiques tend à décourager l'investissement et à réduire la croissance. L'ouverture financière peut être autoentretenu et interdit au gouvernement de recourir à ces pratiques prédatrices à l'avenir, leurs conséquences défavorables étant beaucoup plus graves en régime d'intégration financière. Gourinchas et Jeanne (2003a) illustrent ce point dans un modèle théorique.

Signaux

La détermination d'un pays à entreprendre l'intégration financière peut être interprétée comme le signal que ses politiques vont devenir plus accueillantes pour l'investissement étranger. Bartolini et Drazen (1997a) suggèrent que l'élimination des restrictions aux mouvements de capitaux peut, par son effet de signal, provoquer une augmentation des entrées de capitaux. De nombreux pays, notamment la Colombie, l'Égypte, l'Espagne, l'Italie, le Mexique, la Nouvelle-Zélande, le Royaume-Uni et l'Uruguay ont enregistré des entrées de capitaux considérables après avoir éliminé les restrictions aux sorties de capitaux¹⁵.

B. Constatations empiriques

À première vue, il semble exister une association positive entre l'adoption de la mondialisation financière et le niveau du développement économique. Les pays industrialisés sont dans l'ensemble davantage intégrés financièrement avec l'économie mondiale que les pays en développement. L'adhésion à la mondialisation est apparemment caractéristique des économies avancées.

Dans le monde en développement, on constate également que les économies mieux intégrées financièrement (MIF) ont connu une croissance plus rapide que les économies peu intégrées financièrement (PIF) au cours des trois dernières décennies. De 1970 à 1999, la production moyenne par habitant a presque triplé dans le groupe des économies en développement MIF, soit une progression près de six fois plus grande que dans les économies PIF. Cette caractéristique de croissance plus élevée dans le premier groupe est vérifiée pour chacune des trois décennies ainsi que pour la croissance de la consommation et de l'investissement.

¹⁵Voir Mathieson and Rojas-Suárez (1993); Labán and Larraín (1997).

Conclure sur la base de cette structure des données à l'existence d'un effet positif de l'intégration financière sur la croissance pose toutefois deux problèmes. Premièrement, cette structure pourrait ne pas résister à un examen plus attentif. Deuxièmement, ces observations ne font que manifester une association entre l'intégration financière internationale et les résultats économiques, et non nécessairement une relation causale. En d'autres termes, ces observations n'éliminent pas la possibilité d'une relation inverse de cause à effet : les pays qui réussissent à maintenir une croissance robuste peuvent aussi choisir de passer à l'intégration financière, même si la mondialisation financière ne contribue pas directement d'une manière quantitativement appréciable à une croissance plus rapide.

Afin de présenter une image intuitive de la relation entre ouverture financière et croissance, le tableau 3.1 présente une liste des économies en développement à la croissance la plus rapide pendant la période 1980–2000 et une liste de celles à la croissance la plus lente (ou en diminution la plus rapide) au cours de la même période. Certains pays ont entrepris l'intégration financière au cours de cette période, en particulier dans la seconde moitié des années 90¹⁶. Tout résultat fondé sur la totalité des modifications survenues au cours de cette longue période doit donc être interprété avec prudence. Néanmoins, plusieurs caractéristiques du tableau méritent l'attention.

On peut facilement observer dans ce tableau que l'intégration financière n'est *pas une condition nécessaire* de la réalisation d'un fort taux de croissance. La Chine et l'Inde ont enregistré de forts taux de croissance en dépit d'une libéralisation quelque peu limitée et sélective du compte de capital. Par exemple, alors que la Chine devenait considérablement plus ouverte à l'investissement direct étranger, elle ne s'est pas particulièrement ouverte à la plupart des autres types de flux de capitaux internationaux. Maurice et le Botswana ont réussi à atteindre des taux de croissance très élevés au cours de cette période, bien que ces deux pays soient relativement fermés aux flux financiers.

La seconde observation que l'on peut faire est que l'intégration financière n'est *pas non plus une condition suffisante* d'un taux de croissance économique rapide. Par exemple, la Jordanie et le Pérou sont devenus relativement ouverts aux flux de capitaux étrangers au cours de cette période; pourtant, au lieu d'enregistrer une croissance positive, leurs économies ont décliné sur la période. En revanche, le tableau 3.1 suggère aussi qu'une économie en déclin est souvent une économie financièrement fermée, bien que la direction de la causalité ne soit pas établie.

Cette façon d'examiner les cas de croissance extrêmes des pays n'est éclairante que jusqu'à un certain point; il est nécessaire de la compléter par un examen exhaustif du bilan d'un ensemble plus large de pays au moyen d'une approche plus systématique pour mesurer

¹⁶Le tableau 3.1 présente les taux de croissance du PIB réel par habitant en unités constantes de la monnaie locale. Le taux de croissance exact et le rang des pays peuvent varier si d'autres mesures sont utilisées, telles que la valeur du PIB par habitant exprimée en dollars EU ou en PPA.

l'ouverture financière. Afin d'illustrer plus largement cette relation, la figure 3.2 présente un diagramme de dispersion du taux de croissance du PIB réel par habitant relativement à l'accroissement de l'intégration financière sur la période 1982–97. Il n'existe quasiment aucune association entre ces variables. La figure 3.3 présente un diagramme de dispersion de ces deux variables après prise en compte des effets du revenu initial du pays considéré, de sa scolarisation initiale, du ratio moyen investissement/PIB, de l'instabilité politique et de son appartenance régionale. Là encore, la figure ne suggère pas d'association positive entre l'intégration financière et la croissance économique. En fait, cette constatation n'est pas propre au choix particulier de la période ou des pays couverts, comme le montre l'examen d'un ensemble d'autres rapports de recherches sur le sujet.

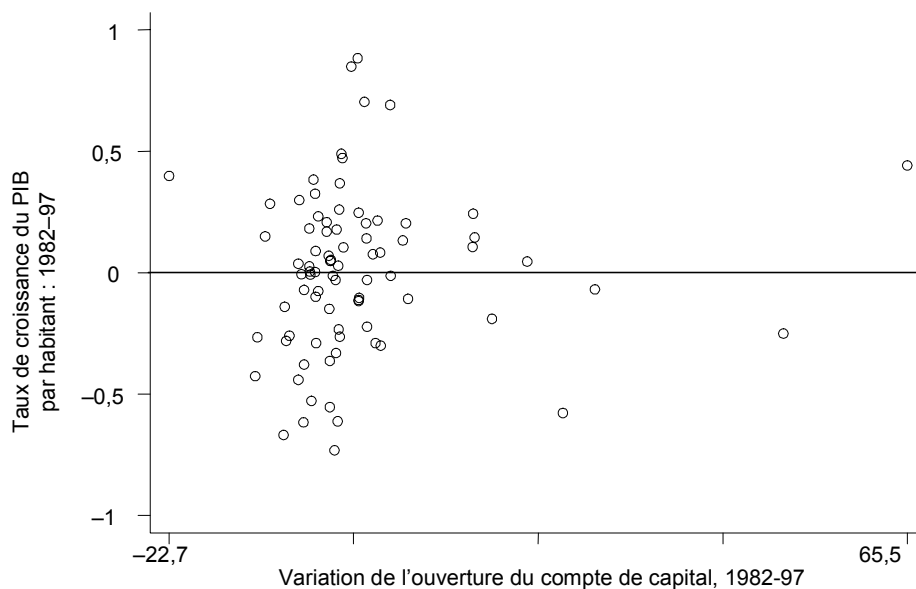
Tableau 3.1. Économies à la croissance la plus rapide et la plus lente sur la période 1980–2000 et leur degré d'ouverture financière

	Économies à la croissance la plus rapide, 1980–2000	Pourcentage total de variation du PIB par habitant	Mieux intégrée financièrement?	Économies à la croissance la plus lente, 1980–2000	Pourcentage total de variation du PIB par habitant	Mieux intégrée financièrement?
1	Chine	391,6	Oui/non	Haïti	-39,5	Non
2	Corée, Rép. de	234,0	Oui	Niger	-37,8	Non
3	Singapour	155,5	Oui	Nicaragua	-30,6	Non
4	Thaïlande	151,1	Oui	Togo	-30,0	Non
5	Maurice	145,8	Non	Côte d'Ivoire	-29,0	Non
6	Botswana	135,4	Non	Burundi	-20,2	Non
7	Hong Kong (RAS)	114,5	Oui	Venezuela	-17,3	Oui/non
8	Malaisie	108,8	Oui	Afrique du Sud	-13,7	Oui
9	Inde	103,2	Oui/non	Jordanie	-10,9	Oui
10	Chili	100,9	Oui	Paraguay	-9,5	Non
11	Indonésie	97,6	Oui	Équateur	-7,9	Non
12	Sri Lanka	90,8	Non	Pérou	-7,8	Oui

Source : calculs des services du FMI à partir de la base de données des indicateurs du développement mondial de la Banque mondiale.

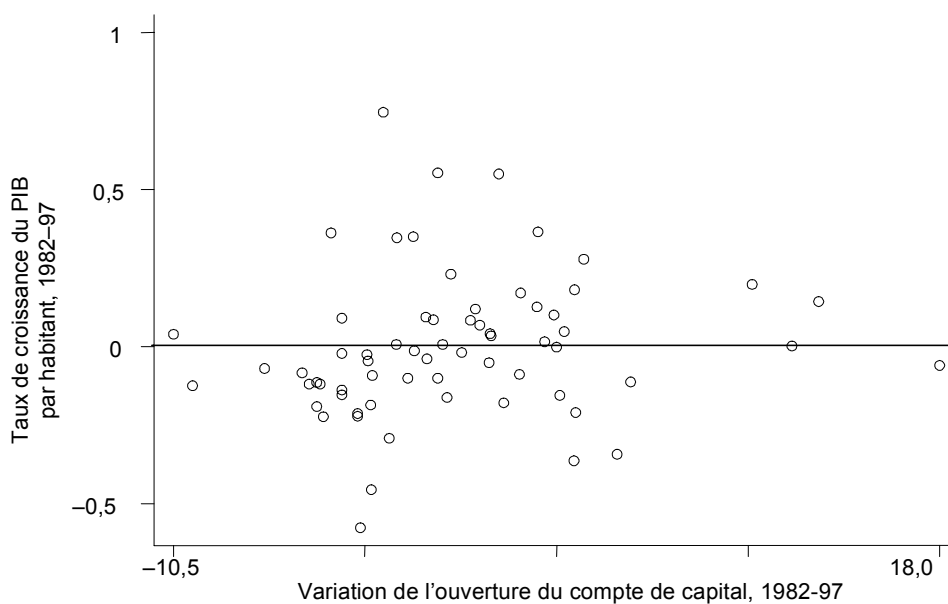
Note : Taux de croissance du PIB réel par habitant, en unités constantes de la monnaie locale.

Figure 3.2. Accroissement de l'ouverture financière et croissance du PIB réel par habitant
(Corrélation simple, 1982-97)



Source : calculs des services du FMI basés sur les données documentées dans Wei and Wu (2002b).
Notes : L'ouverture du compte de capital est mesurée sous la forme (entrées brutes de capitaux privés + sorties brutes de capitaux privés)/PIB. Cœf = 0,002; robuste SE = 0,003; t = 0,67.

Figure 3.3. Accroissement de l'ouverture financière et croissance du PIB réel par habitant :
relation conditionnelle, 1982-97
(Conditions : revenu initial, scolarisation initiale, investissement moyen/PIB, instabilité politique
(révolutions et coups d'État) et variables muettes régionales)



Source : calculs des services du FMI basés sur les données documentées dans Wei and Wu (2002b).
Notes : L'ouverture du compte de capital est mesurée sous la forme (entrées brutes de capitaux privés + sorties brutes de capitaux privés)/PIB. Cœf = 0,006; robuste SE = 0,04; t = 1,42.

De nombreuses études empiriques ont tenté d'examiner systématiquement si l'intégration financière contribue à la croissance en approchant de diverses manières le difficile problème de la preuve de la causalité. Le tableau 3.2 résume les quatorze études les plus récentes sur ce sujet¹⁷. Trois des quatorze rapports signalent un effet positif de l'intégration financière sur la croissance. Cependant, la majorité des rapports tendent à ne trouver aucun effet, ou trouvent un effet mitigé pour les pays en développement. Cela suggère que si l'intégration financière a un effet positif sur la croissance, il n'est probablement ni fort ni robuste (voir encadré 3.1)¹⁸.

Parmi les rapports résumés au tableau 3.2, celui d'Edison, Levine, Ricci et Sløk (2002) est peut-être le plus approfondi et le plus complet pour ce qui est des mesures de l'intégration financière et des spécifications empiriques. Ces auteurs mesurent le degré d'intégration financière du pays considéré à la fois par les restrictions administratives aux opérations du compte de capital telles qu'elles sont enregistrées dans *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions* du FMI et par la taille observée des flux de capitaux qui traversent la frontière normalisée par la taille de l'économie. L'ensemble de données de ce rapport s'étend jusqu'à 2000, la dernière année analysée dans toutes les études sur ce sujet. En outre, les auteurs emploient aussi une méthodologie statistique qui leur permet de traiter une éventuelle causalité inverse — c'est-à-dire la possibilité que l'observation d'une association entre l'intégration financière et la croissance soit due à ce qu'une économie en croissance rapide aura aussi tendance à décider de libéraliser son compte de capital. Après une batterie d'analyses statistiques, ce rapport conclut que, globalement, il n'existe pas d'effet significatif robuste de l'intégration financière sur la croissance économique.

C. Synthèse

Pourquoi est-il si difficile de trouver un effet fort et robuste de l'intégration financière sur la croissance économique dans les pays en développement, alors que la base théorique d'un tel résultat est apparemment si solide? Ce résultat est peut-être logique après tout. Un certain nombre de chercheurs concluent à présent que la plupart des différences entre le revenu par habitant des différents pays proviennent non de différences dans les ratios capital/travail, mais de différences dans la productivité totale des facteurs, qui pourraient

¹⁷Ce tableau étend l'enquête des *Perspectives de l'économie mondiale*, octobre 2001, et Edison, Klein, Ricci et Sløk (2002).

¹⁸Il semble que différents types de flux pourraient avoir des effets différents sur la croissance.

Tableau 3.2. Résumé des dernières recherches sur l'intégration financière et la croissance économique

Étude	Nombre de pays	Années couvertes	Effet sur la croissance
Alesina, Grilli and Milesi-Ferretti (1994)	20	1950–89	Aucun effet
Grilli and Milesi-Ferretti (1995)	61	1966–89	Aucun effet
Quinn (1997)	58	1975–89	Positif
Kraay (1998)	117	1985–97	Aucun effet/mitigé
Rodrik (1998)	95	1975–89	Aucun effet
Klein and Olivei (2000)	Plus de 92	1986–95	Positif
Chanda (2001)	116	1976–95	Mitigé
Arteta, Eichengreen and Wyplosz (2001)	51-59	1973–92	Mitigé
Bekaert, Harvey and Lundblad (2001)	30	1981–97	Positif
Edwards (2001)	62	Années 80	Aucun effet pour les pays pauvres
O'Donnell (2001)	94	1971–94	Aucun effet, ou au mieux mitigé
Reisen et Soto (2001)	44	1986–97	Mitigé
Edison, Klein, Ricci and Sløk (2002)	Plus de 89	1973–95	Mitigé
Edison, Levine, Ricci and Sløk (2002)	57	1980–2000	Aucun effet

Sources : extension par les services du FMI; Edison, Klein, Ricci and Sløk (2002).

elles-mêmes s'expliquer par des particularités «sociétales» ou par «l'infrastructure sociale» comme la gouvernance, l'État de droit et le respect des droits de la propriété¹⁹.

¹⁹Voir Hall and Jones (1999); Senhadji (2000); Acemoglu, Johnson and Robinson (2001); Easterly and Levine (2001); Rogoff (2002) sur le rôle des écarts de productivité pour expliquer les différences de revenu entre pays. Gourinchas et Jeanne (2003b) est la seule étude qui a comparé directement les gains de l'intégration financière internationale et ceux d'une augmentation de la productivité. Dans un modèle calibré, ils montrent que le gain de prospérité apporté par une intégration financière parfaite est grossièrement équivalent à une augmentation définitive de 1 % de la consommation pour l'économie non OCDE type. En revanche, un accroissement de la productivité de l'ordre de grandeur de celui de la Corée d'après-guerre procure un gain de prospérité plus de cent fois plus important. La faiblesse des gains de l'intégration financière internationale provient du fait que les pays moins développés ne sont en moyenne pas très éloignés de leur niveau de capital potentiel. Les pays hors OCDE ne sont pas moins développés principalement parce qu'ils sont pauvres en capital, mais parce que la productivité est contrainte par la qualité des institutions, des politiques économiques et d'autres facteurs (voir appendice II).

Encadré 3.1. Effets des différents types de flux financiers sur la croissance

Les constatations accumulées par les études publiées n'apportent pas de confirmation claire et robuste à la notion que les flux de capitaux exercent d'une façon générale une stimulation quantitativement importante sur la croissance économique. Cependant, plusieurs études donnent à penser que différents types de flux de capitaux peuvent avoir des effets différents.

Utilisant des données des années 80, De Mello (1999) présente des faits indiquant que les flux d'IDE semblent promouvoir la croissance économique dans les pays en développement comme dans les pays de l'OCDE. Borenzstein, De Gregorio et Lee (1998) constatent qu'il est possible de détecter l'effet positif de l'IDE lorsque les pays récepteurs disposent d'un niveau de ressources humaines suffisamment élevé.

Les flux d'IDE et d'autres types de capitaux vers les pays en développement ont commencé à prendre de l'élan dans les années 90, ce qui rend vivement souhaitable d'examiner les faits sur la base de données plus récentes. Reisen et Soto (2001) examinent six types de flux de capitaux : l'investissement direct étranger, les flux de portefeuille participatifs, les flux de portefeuille obligataires, les crédits bancaires à long terme, les crédits bancaires à court terme et les flux officiels. Ils soumettent les données individuelles temporelles à un cadre de régression dynamique pour éviter les problèmes d'endogénéité et de variables manquantes et couvrent 44 pays sur la période 1986–97. Parmi les six types de flux de capitaux, deux seulement, l'IDE et les flux de portefeuille participatifs, sont associés positivement avec les taux de croissance économique subséquents.

D'autres études ont examiné les effets de différents types de flux de capitaux sur l'investissement intérieur — et de là, indirectement, sur la croissance. Bosworth et Collins (1999) ont analysé ces relations à partir de données couvrant 1979–95, en se concentrant sur les variations de chaque pays sur la durée plutôt qu'aux variations entre pays. Ces auteurs ont commencé par retirer les moyennes nationales des données, puis ont effectué une régression des parts de l'investissement et de l'épargne (relativement au PIB) sur diverses formes d'entrées de capitaux. Ils ont constaté que l'IDE et le crédit bancaire présentent une association positive plus marquée avec les accroissements de l'investissement intérieur. En revanche, l'association entre les entrées de capitaux de portefeuille et l'investissement intérieur, bien que positive, n'est pas statistiquement significative. Ces auteurs ont tenté de déterminer si les flux de capitaux sont endogènes, c'est-à-dire la possibilité que les flux de capitaux et l'investissement intérieur soient tous deux déterminés simultanément par un troisième facteur commun.

Le Rapport de la Banque mondiale sur le *Financement du développement dans le monde* (2001) reproduit l'étude de Bosworth-Collins sur une durée plus longue (1972–98) et à partir d'un échantillon statistique comportant davantage de pays. Il constate que l'association entre l'IDE — ou d'autres entrées de capitaux ou de crédit bancaire à long terme — et l'investissement intérieur est plus forte qu'entre la dette à court terme et l'investissement intérieur. L'association entre capitaux de portefeuille et l'investissement intérieur n'est pas statistiquement significative.

Pour résumer, pour les différentes études récentes résumées ici, l'IDE est une des formes d'entrées de capitaux qui tend à être associée positivement avec l'investissement et la croissance intérieurs d'une manière relativement constante. D'autres formes d'entrées de capitaux pourraient aussi avoir une relation positive, mais leurs effets tendent à être moins robustes ou moins marqués.

Dans ce cas, si l'intégration financière peut ouvrir la porte à l'entrée de capitaux supplémentaires venus de l'étranger, il est peu probable qu'elle apporte en elle-même une stimulation majeure à la croissance. En fait, si la gouvernance intérieure est suffisamment médiocre, l'intégration financière pourrait provoquer l'exode du capital intérieur et par là abaisser le taux de croissance de l'économie.

Cette logique peut être illustrée par les résultats présentés dans l'étude de Senhadji (2000). Sur la période 1960 à 1994, le taux de croissance moyen de la production par habitant pour le groupe de pays de l'Afrique subsaharienne a été le plus bas de tous les groupements régionaux des pays en développement. La différence d'accumulation de capital physique et humain n'explique qu'en partie la différence des taux de croissance entre les pays. L'écart entre les productivités totales des facteurs est l'élément majeur de l'explication de la différence des taux de croissance.

Une autre explication de la difficulté de détection d'un effet causal de l'intégration financière sur la croissance est peut-être à chercher dans les crises bancaires coûteuses que certains pays en développement ont subies lors du processus de l'intégration financière. Les résultats de Kaminsky et Reinhart (1999) suggèrent qu'un mauvais agencement de la libéralisation financière du marché intérieur, lorsqu'elle s'accompagne de la libéralisation du compte de capital, accroît la probabilité d'une crise bancaire et/ou d'une crise monétaire. Ces crises s'accompagnent souvent d'un effondrement de la production. De ce fait, les avantages de l'intégration financière peuvent ne pas apparaître dans les données²⁰.

Il est intéressant de comparer les travaux empiriques sur les effets de l'intégration financière avec ceux sur les effets de l'intégration commerciale. Bien qu'on y trouve quelques sceptiques (Rodriguez and Rodrik, 2001), la grande majorité des études empiriques parviennent à la conclusion que l'ouverture commerciale contribue à promouvoir la croissance économique. Ces études emploient une variété de techniques, notamment des études de cas ainsi que des analyses par régression sur plusieurs pays. Dans une étude récente qui passe en revue toutes les grandes recherches sur le sujet, Berg et Krueger (2002) concluent que «[d]iverses constatations confirment l'opinion que l'ouverture commerciale contribue grandement à la croissance». De plus, «[l]es analyses par régression du niveau de revenu sur divers déterminants dans un ensemble de pays montrent d'une façon générale que l'ouverture est la variable de politique la plus importante».

Les différences d'effets entre l'intégration commerciale et l'intégration financière réapparaissent dans une autre étude empirique (voir encadré 3.2). Pour étudier sous un autre angle les effets sur la croissance économique ou le niveau de revenu, on peut par exemple examiner les effets de l'ouverture commerciale et financière sur l'état de santé d'une société. Wei et Wu (2002b), sur la base des données de 79 pays en développement, signalent que plusieurs constatations suggèrent qu'une augmentation plus rapide de l'ouverture aux échanges — mesurée en particulier par la réduction des tarifs douaniers — est associée à un allongement plus rapide de l'espérance de vie et à une réduction plus rapide de la mortalité infantile, même après prise en compte de l'influence du revenu, des institutions et d'autres facteurs. En revanche, une intégration financière plus élevée n'est pas corrélée à une amélioration plus rapide de l'état de santé de la société. Cela donne à penser qu'il est plus difficile de constater un rôle bénéfique pour l'intégration financière que pour l'intégration

²⁰ À cet égard, voir Ishii and others (2002) pour une étude de cas par pays.

Encadré 3.2. Les intégrations financière et commerciale ont-elles des effets différents sur le développement économique? Constatations tirées de l'espérance de vie et de la mortalité infantile

Afin d'étudier sous un autre angle l'effet de l'ouverture sur la croissance économique, cet encadré pose la question suivante : l'ouverture commerciale et l'ouverture financière contribuent-elles à relever l'espérance de vie et à réduire la mortalité infantile dans les pays en développement? Leurs effets sont-ils différents?

Trois motifs justifient l'étude de ces questions. Premièrement, l'espérance de vie et la mortalité infantile, constituant des dimensions importantes de la prospérité d'une société, représentent en soi des sujets d'étude intéressants. Deuxièmement, les données sur le niveau des revenus ou la croissance proviennent des comptes nationaux. De sorte que toutes les études sur la croissance économique sont contraintes d'utiliser des variantes de sources statistiques similaires. En revanche, les statistiques de l'état civil proviennent de sources statistiques complètement différentes (à savoir les déclarations de naissance et de décès) et sont en général recueillies par des organismes publics différents. Elles offrent donc un moyen indépendant et complémentaire de vérifier l'effet de l'ouverture sur le niveau de vie des gens. Troisièmement, pour comparer les niveaux de revenu ou les taux de croissance d'un pays à l'autre, il est nécessaire de corriger le revenu nominal par des ajustements de parité de pouvoir d'achat (PPA). Toutefois, certains des ajustements PPA existants pourraient n'être pas fiables (Deaton, 2001). En revanche, les définitions de la vie et de la mort sont identiques d'un pays à l'autre, de sorte que ces données sont davantage comparables que les données sur la pauvreté, le revenu ou la répartition du revenu.

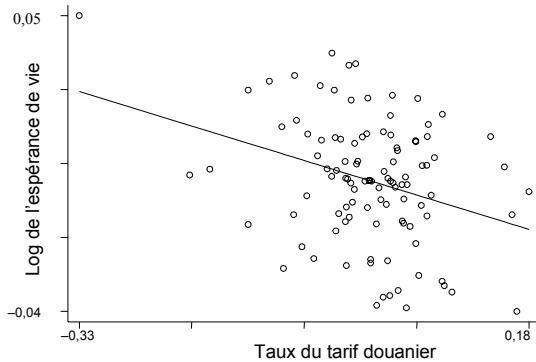
On examine les données de 79 pays en développement sur la période 1962–97. Cet échantillon de données couvre tous les pays en développement pour lesquels les données voulues existent et pour lesquels les variations de la mortalité infantile et de l'espérance de vie ne sont pas dominées par des guerres à grande échelle, génocides, famines ou de grandes poussées épidémiques de SIDA. On pratique l'analyse des données individuelles temporelles par régression avec effets fixes par pays ainsi que par régression dynamique pour tenir compte d'autres facteurs susceptibles d'influer sur la santé et de l'éventuelle endogénéité des variables de l'ouverture.

Les résultats, résumés à la figure 3.4, suggèrent que les effets de l'ouverture commerciale et de l'ouverture financière sont différents. On ne constate aucune association positive et robuste parmi les pays en développement entre une augmentation plus rapide de l'intégration financière et une amélioration plus rapide de la santé publique. En revanche, plusieurs constatations suggèrent qu'une intégration plus poussée des échanges est corrélée à une augmentation plus rapide de l'espérance de vie et à une réduction plus rapide de la mortalité infantile. Par exemple une réduction de 11 points de pourcentage du tarif douanier moyen en vigueur — ce qui équivaut approximativement à un écart-type de la variation du tarif douanier en vigueur sur la période 1962–97 — est associée à une diminution de 3 à 6 morts infantiles pour mille naissances vivantes, même après correction des effets des variations du revenu par habitant, du niveau d'éducation féminin moyen et d'autres facteurs.

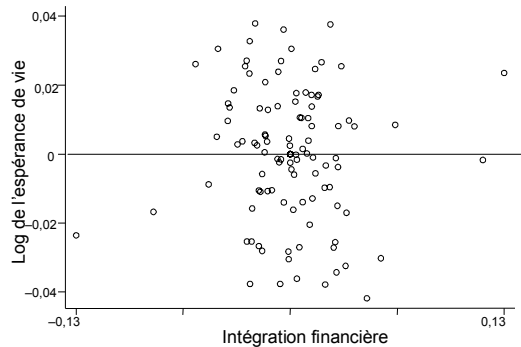
Source : Wei and Wu (2002b).

Figure 3.4. Différence des effets de l'intégration financière et de l'intégration commerciale sur l'amélioration de la santé publique

La réduction des barrières tarifaires est corrélée à une espérance de vie plus longue, mais pas l'accroissement de l'intégration financière.

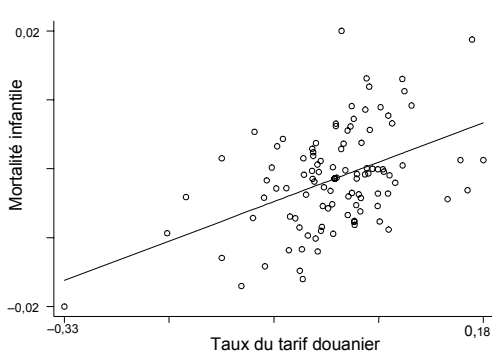


Notes : Conditions : revenu par habitant, années d'études, médecins pour 1.000 habitants, démocratie et effets fixes par pays. Cœf = 0,090; SE = 0,035; t = 2,58.

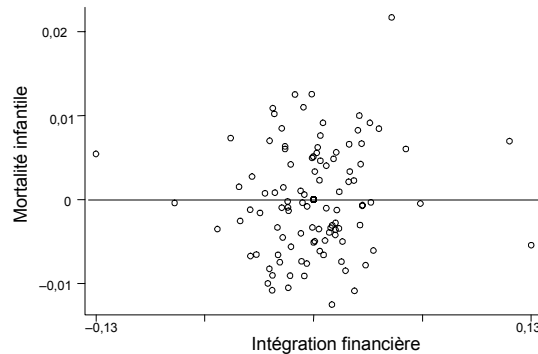


Notes : Conditions : taux du tarif douanier par habitant, années d'études, médecins pour 1.000 habitants, démocratie et effets fixes par pays. Cœf = -0,028; SE = 0,081; t = -0,35.

La réduction des barrières tarifaires est corrélée à une mortalité infantile plus basse, mais pas l'accroissement de l'intégration financière.



Notes : Conditions : revenu par habitant, années d'études, médecins pour 1.000 habitants, démocratie et effets fixes par pays. Cœf = 0,045; SE = 0,012; t = 3,9.



Notes: Conditions : taux du tarif douanier par habitant, années d'études, médecins pour 1.000 habitants, démocratie et effets fixes par pays. Cœf = 0,019; SE = 0,027; t = 0,7.

Source : calculs des services du FMI sur la base des données de Wei and Wu (2002b).

Notes : Sur les axes verticaux des figures de la première rangée est porté le log de l'espérance de vie à la naissance (en années). Sur les axes verticaux des figures de la seconde rangée est portée la mortalité infantile, définie comme le nombre de nouveaux-nés morts avant leur premier anniversaire pour 1.000 naissances vivantes. Le taux du tarif douanier indique le tarif douanier moyen en vigueur. L'intégration financière est mesurée par (entrées brutes de capitaux privés + sorties brutes de capitaux privés)/PIB.

commerciale dans les pays en développement, que ce soit sur le plan de la santé publique ou dans les études sur la croissance.

Le contraste entre ouverture financière et ouverture commerciale peut présenter des enseignements importants pour les pouvoirs publics. Si les conditions préalables à pouvoir tirer parti de l'ouverture commerciale paraissent relativement peu nombreuses, récolter les fruits de l'intégration financière exige la mise en place de plusieurs conditions. Cet aspect est examiné en détail à la section V.

Il est utile de noter qu'il peut exister une relation complémentaire entre les ouvertures commerciale et financière²¹. Par exemple, si un pays protège quelques industries locales inefficaces derrière des barrières douanières élevées, les entrées de capitaux peuvent se trouver canalisées vers ces industries, exacerbant ainsi la mauvaise affectation existante des ressources. Il existe donc une filière concrète par laquelle l'ouverture financière pourrait, en l'absence d'ouverture commerciale, *abaisser* le niveau d'efficience d'un pays.

Naturellement, l'absence d'effets marqués et robustes de l'intégration financière sur la croissance économique n'implique pas nécessairement que les théories qui font l'hypothèse de ce lien soient fausses. On pourrait soutenir que les théories portent sur les effets à long terme, et que la plupart d'entre elles ignorent les dures réalités du renforcement des institutions, de l'amélioration de la gouvernance et autres facteurs «sociétaux» qui sont les nécessaires éléments de l'effectivité des filières dont elles font l'hypothèse. En fait, les pays en développement n'ont peut-être guère d'autre choix que de renforcer en définitive leurs liaisons financières afin d'améliorer leur potentiel de croissance à long terme. Le problème est de savoir comment gérer les risques immédiats apparemment associés à la mondialisation financière. L'intégration financière, en l'absence de l'ensemble de conditions préalables voulues, pourrait n'apporter que peu d'avantages de croissance et davantage d'instabilité de la production et de la consommation à court terme, sujet qui est abordé dans la section suivante.

IV. MONDIALISATION FINANCIÈRE ET INSTABILITÉ MACROÉCONOMIQUE

L'intégration financière internationale devrait en principe aider les pays à réduire l'instabilité macroéconomique. L'étude présentée dans cette section, qui comporte quelques constatations nouvelles, suggère que les pays en développement, en particulier, n'ont pas obtenu cet avantage potentiel. Le processus de libéralisation du compte de capital s'est souvent accompagné d'une vulnérabilité accrue aux crises. La mondialisation a accru ces risques, car les liaisons financières ont la capacité d'amplifier les effets des chocs réels et financiers à la fois.

²¹Ce point est mis en lumière dans l'édition de septembre 2002 des *Perspectives de l'économie mondiale*.

A. Instabilité macroéconomique²²

L'un des avantages attendus de la mondialisation est qu'elle devrait permettre, grâce à la diversification des risques, de mieux réduire l'instabilité. Pour les pays en développement, dont l'instabilité est intrinsèquement plus grande du fait de leurs structures de production moins diversifiées que celles des économies industrialisées, cet avantage devrait être encore plus marqué. Pourtant, les crises récentes de certains pays MIF donnent à penser que l'instabilité a peut-être été en réalité accrue par l'intégration financière.

Quels sont globalement les effets constatés de la mondialisation sur l'instabilité macroéconomique? Pour répondre à cette question, il importe de distinguer entre l'instabilité de la production et l'instabilité de la consommation. Dans les modèles théoriques, les effets directs de l'intégration mondiale sur l'instabilité de la production sont ambigus. L'intégration financière offre un accès au capital qui peut aider les pays en développement pauvres en capital à diversifier leur base de production. D'un autre côté, en raison de considérations d'avantages comparatifs, la montée de l'intégration financière pourrait aussi conduire à une spécialisation croissante de la production, rendant ainsi les économies plus vulnérables à des chocs spécifiques aux industries (Razin and Rose, 1994).

Quels que soient ses effets sur l'instabilité de la production, la théorie suggère que l'intégration financière devrait réduire l'instabilité de la consommation. La capacité de réduire les fluctuations de la consommation est considérée comme un déterminant important de la prospérité économique. L'accès aux marchés financiers internationaux offre de meilleures possibilités aux pays de partager le risque macroéconomique et par là de lisser la consommation. L'idée de base est que, puisque les fluctuations de la production ne sont pas parfaitement corrélées entre les pays, l'échange d'actifs financiers peut servir à isoler le niveau de la consommation nationale de celles des fluctuations de la production qui sont spécifiques au pays (voir Obstfeld and Rogoff (1998), chapitre 5). L'appendice II présente un examen analytique détaillé de cette question et montre que les gains offerts par le lissage de la consommation pourraient être très grands pour les économies en développement²³.

En dépit de l'importance de cette question, les constatations empiriques des effets de la mondialisation sur l'instabilité macroéconomique sont plutôt clairsemées et en particulier les faits concernant les effets de l'intégration financière sur l'instabilité sont limités et peu concluants (voir encadré 4.1). En outre, la plupart des études disponibles sont consacrées à l'analyse des effets de l'intégration financière sur l'instabilité de la production, l'instabilité de la consommation n'ayant guère attiré d'attention. Cette étude fournit donc quelques constatations nouvelles sur ce sujet.

²²Cette sous-section s'inspire fortement de Kose, Prasad and Terrones (2003a).

²³L'appendice III examine la possibilité et les limites de l'emploi d'instruments conditionnels comme les obligations indexées sur le PIB pour tenter de réduire l'instabilité des revenus, en particulier celle qui accompagne les crises de la dette.

Encadré 4.1. Les effets de la mondialisation sur l'instabilité :

Contrairement au foisonnement de travaux empiriques qui étudient l'incidence de l'ouverture financière sur la croissance économique, il n'existe qu'un nombre limité d'études analysant les liens entre l'ouverture et l'instabilité macroéconomique. En outre, les études réalisées ont en général été incapables de documenter un lien empirique clair entre l'ouverture et l'instabilité macroéconomique. Razin et Rose (1994) étudient l'incidence de l'ouverture commerciale et de l'ouverture financière sur l'instabilité de la production, de la consommation et de l'investissement sur un échantillon de 138 pays au cours de la période 1950–88. Ils ne constatent aucun lien empirique significatif entre l'ouverture et l'instabilité de ces variables.

Easterly, Islam et Stiglitz (2001) explorent les sources d'instabilité de la production au moyen des données d'un échantillon de 74 pays sur la période 1960–97. Ils trouvent qu'un secteur financier local plus développé s'accompagne d'une instabilité plus basse. D'un autre côté, une augmentation de l'ouverture commerciale conduit à une augmentation de l'instabilité de la production, en particulier dans les pays en développement. Leurs résultats indiquent que ni l'ouverture financière ni l'instabilité des flux de capitaux n'a d'incidence significative sur l'instabilité de la production.

Buch, Döpke et Pierdzioch (2002) emploient les données de 25 pays de l'OCDE pour examiner le lien entre l'ouverture financière et l'instabilité de la production. Ils indiquent qu'il n'existe aucune relation empirique robuste entre l'ouverture financière et l'instabilité de la production. Gavin et Hausmann (1996) étudient les sources de l'instabilité de la production dans les pays en développement sur la période 1970–92. Ils constatent une association positive significative entre l'instabilité des flux de capitaux et l'instabilité de la production. O'Donnell (2001) examine l'effet de l'intégration financière sur l'instabilité de la croissance de la production sur la période 1971–94 à partir des données de 93 pays. Il trouve qu'un niveau élevé d'intégration financière est associé à une instabilité plus basse dans les pays de l'OCDE et plus élevée hors de l'OCDE. Ses résultats suggèrent aussi que les pays dont les secteurs financiers sont plus développés sont capables de réduire l'instabilité de la production grâce à l'intégration financière.

Bekaert, Harvey et Lundblad (2002a) examinent l'impact de la libéralisation des marchés boursiers sur l'instabilité de la production et de la consommation au cours des années 1980–2000. Ils constatent que la libéralisation des marchés boursiers est suivie d'une baisse significative de l'instabilité de la production comme de celle de la consommation. L'ouverture du compte de capital réduit l'instabilité de la production et de la consommation, mais son impact est plus petit que celui de la libéralisation des marchés boursiers. Cependant, ils indiquent aussi que l'ouverture du compte de capital augmente l'instabilité de la production et de la consommation dans les pays à marché émergent. Les *Perspectives de l'économie mondiale* de septembre 2002 présentent quelques constatations indiquant que l'ouverture financière s'accompagne d'une réduction de l'instabilité de la production dans les pays en développement.

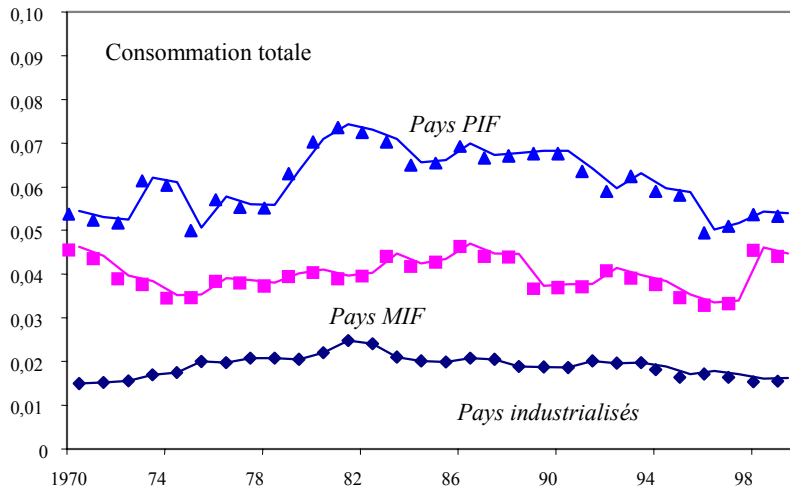
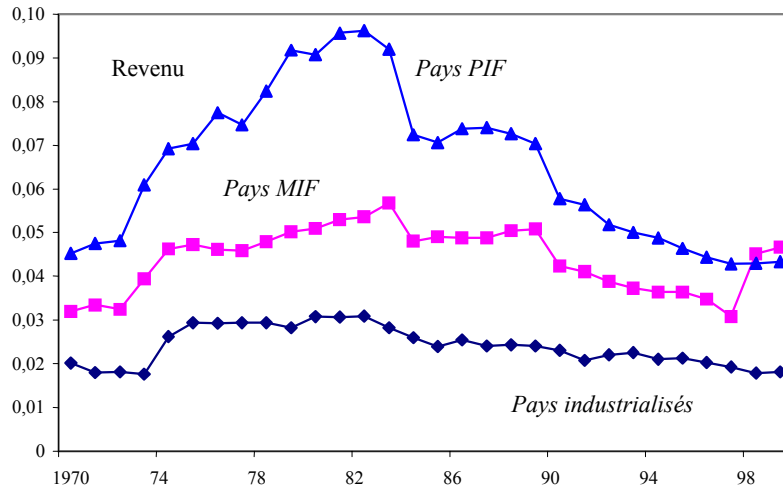
Le tableau 4.1 examine les variations de l'instabilité pour divers agrégats macroéconomiques au cours des quatre dernières décennies. En accord avec les faits présentés dans l'édition de septembre 2002 des *Perspectives de l'économie mondiale*, la production des économies MIF est moins instable en moyenne que celle des économies PIF. Il est intéressant de voir que, dans les années 90 la baisse de l'instabilité moyenne de la production est très marquée dans les économies industrialisées et PIF, mais est beaucoup plus faible dans les MIF. Le tableau est similaire pour un agrégat plus large du revenu qui inclut les flux de revenus des facteurs et les effets des termes de l'échange, qui sont particulièrement importants pour les pays en développement. La figure 4.1 (graphique du haut), qui présente l'évolution de l'instabilité moyenne de la croissance du revenu pour différents groupes de pays, confirme ces résultats et montre qu'ils ne sont pas sensibles à la répartition des données sur la décennie, bien que l'instabilité des MIF présente une accélération vers la fin de l'échantillon²⁴.

Le troisième graphique de ce tableau montre que pour les économies industrialisées et les PIF l'instabilité moyenne de la consommation a diminué dans les années 90 parallèlement à l'instabilité de la production. Pour les économies MIF en revanche, l'instabilité de la consommation privée a en fait augmenté dans les années 90 par rapport aux années 80. Il est possible que l'examen de l'instabilité de la consommation privée soit trompeur car la consommation publique pourrait jouer un important rôle de lissage, en particulier dans les économies en développement. Il est vrai, comme l'indique le quatrième graphique du tableau 4.1, que la consommation totale est en général moins instable que la consommation privée. Toutefois ces résultats confirment la tendance moyenne à la baisse de l'instabilité de la consommation des économies industrialisées et PIF dans les années 90. En revanche, elle augmente pour les économies MIF sur la même période. La figure 4.1 (graphique du bas), qui présente l'évolution de l'instabilité moyenne de la croissance de la consommation totale sur un horizon mobile de dix ans, donne un tableau similaire. Cela pourrait-il être simplement dû à une instabilité plus élevée du revenu dans les économies MIF?

L'instabilité de la consommation totale par rapport à celle du revenu a en fait augmenté de façon frappante au cours des années 90 pour le groupe de pays MIF par rapport aux périodes antérieures. Le graphique du bas du tableau 4.1 présente le ratio médian de l'instabilité de la croissance de la consommation totale à celle de la croissance du revenu pour chaque groupe de pays. Pour les économies MIF, ce ratio passe de 0,76 dans les années 80 à 0,92 dans les années 90, tandis qu'il demeure essentiellement inchangé pour les deux autres groupes de pays. Ainsi l'augmentation dans les années 90 de l'instabilité de la consommation par rapport à celle

²⁴La figure présente l'écart type médian de la croissance du revenu pour chaque groupe de pays, sur la base des écarts types calculés pour chaque pays sur un horizon mobile de dix ans.

Figure 4.1. Instabilité de la croissance du revenu et de la consommation (écarts types mobiles sur 10 ans; médians pour chaque groupe de pays)



Source : Kose, Prasad and Terrones (2003a).

Tableau 4.1. Instabilité des taux de croissance annuelle des principales variables
(écarts types en pourcentage, médians pour chaque groupe de pays)

	Échantillon complet		Années		
	1960-99	60	70	80	90
Production (Y)					
Pays industrialisés	2,18 (0,23)	1,91 (0,26)	2,46 (0,28)	2,03 (0,30)	1,61 (0,14)
Économies MIF	3,84 (0,20)	3,31 (0,42)	3,22 (0,37)	4,05 (0,44)	3,59 (0,62)
Économies PIF	4,67 (0,35)	3,36 (0,61)	4,88 (1,01)	4,53 (0,69)	2,70 (0,38)
Revenu (Q)					
Pays industrialisés	2,73 (0,34)	2,18 (0,33)	2,99 (0,40)	2,54 (0,29)	1,91 (0,30)
Économies MIF	5,44 (0,50)	3,60 (0,47)	5,43 (0,45)	5,45 (0,65)	4,78 (0,72)
Économies PIF	7,25 (0,84)	4,42 (0,53)	9,64 (1,24)	7,56 (1,23)	4,59 (0,54)
Consommation (C)					
Pays industrialisés	2,37 (0,30)	1,47 (0,27)	2,16 (0,25)	1,98 (0,28)	1,72 (0,20)
Économies MIF	5,18 (0,51)	4,57 (0,49)	4,52 (1,04)	4,09 (0,94)	4,66 (0,46)
Économies PIF	6,61 (0,78)	5,36 (0,58)	7,07 (0,11)	7,25 (0,81)	5,72 (0,78)
Consommation totale (C+G)					
Pays industrialisés	1,86 (0,23)	1,38 (0,28)	1,84 (0,18)	1,58 (0,19)	1,38 (0,20)
Économies MIF	4,34 (0,47)	3,95 (0,51)	4,19 (0,54)	3,43 (0,84)	4,10 (0,53)
Économies PIF	6,40 (0,56)	4,85 (0,55)	6,50 (0,93)	6,34 (0,91)	4,79 (0,82)
Ratio de la consommation totale (C+G) au revenu (Q)					
Pays industrialisés	0,67 (0,02)	0,75 (0,09)	0,56 (0,03)	0,61 (0,06)	0,58 (0,06)
Économies MIF	0,81 (0,07)	0,92 (0,13)	0,74 (0,12)	0,76 (0,11)	0,92 (0,04)
Économies PIF	0,80 (0,08)	0,95 (0,06)	0,68 (0,10)	0,82 (0,51)	0,84 (0,14)

Source : calculs des auteurs.

Notes : À partir du graphique du bas, le ratio de l'instabilité de la croissance de la consommation totale à l'instabilité de la croissance du revenu est d'abord calculé séparément pour chaque pays. Les chiffres présentés sont les médians de ces ratios pour chaque groupe. (Notez que ce n'est pas la même chose que le ratio du médian de l'instabilité de la croissance de la consommation au médian de l'instabilité de la croissance du revenu.) Les erreurs types sont indiquées entre parenthèses.

du revenu dans les économies MIF suggère que l'intégration financière n'a pas fourni à ces économies de meilleures possibilités de lisser leur consommation²⁵.

Des constatations économétriques plus formelles sont présentées par Kose, Prasad and Terrones (2003a), qui mesurent les restrictions des opérations en capital et les flux financiers bruts pour saisir l'intégration financière sous ses différents aspects, ainsi que les différences de niveau d'intégration, à la fois entre les pays et en fonction du temps. Cette analyse confirme l'augmentation de l'instabilité relative de la consommation dans les pays où les flux financiers sont plus importants, même après correction des variables macroéconomiques ainsi que des caractéristiques nationales comme l'ouverture commerciale et la structure industrielle. Toutefois, ces auteurs identifient aussi un important effet de seuil — au-delà d'un certain niveau, l'intégration financière réduit significativement l'instabilité.

La plupart des économies en développement, y compris les économies MIF, sont malheureusement situées bien au-dessous de ce seuil²⁶.

Pourquoi l'instabilité relative de la consommation a-t-elle progressé précisément dans les pays en développement qui sont les plus ouverts aux flux financiers? Une explication serait que des chocs positifs de la croissance de la productivité et de la production dans ces pays à la fin des années 80 et au début des années 90 ont abouti à des poussées de la consommation qui ont été volontiers financées par les investisseurs internationaux. Ces poussées de consommation ont été accentuées par le fait que nombre de ces pays ont entrepris la libéralisation financière de leur marché intérieur en même temps qu'ils s'ouvraient aux flux financiers internationaux, relâchant ainsi les contraintes sur la liquidité aussi bien au niveau des particuliers qu'au niveau national. Toutefois, lorsque des chocs négatifs ont frappé ces économies, elles ont rapidement perdu l'accès aux marchés de capitaux internationaux.

En accord avec cette explication, un nombre croissant d'études suggère que la nature procyclique des flux de capitaux paraît avoir eu un effet défavorable sur l'instabilité de la consommation dans les économies en développement²⁷. Une manifestation de cette procyclicalité est le phénomène de «l'arrêt soudain» des entrées de capitaux (voir Calvo and Reinhart, 1999). Plus généralement, l'accès aux marchés de capitaux internationaux présente

²⁵Il convient de noter qu'en dépit de son augmentation dans les années 90, l'instabilité de la consommation tant privée que totale dans les économies MIF reste encore inférieure en moyenne à celle des économies PIF.

²⁶Avec la mesure de l'intégration financière utilisée dans cette étude, le seuil apparaît à un ratio d'environ 50 % du PIB. Les pays de l'échantillon dont le niveau d'intégration financière est supérieur à ce niveau sont tous des pays industrialisés.

²⁷La notion de procyclicalité ici est que les entrées de capitaux sont corrélées positivement avec la situation du cycle conjoncturel intérieur de ces pays.

un élément procyclique, qui tend à engendrer une instabilité plus élevée de la production ainsi qu'un excédent d'instabilité de la consommation par rapport à celle du revenu. Reinhart (2002) constate, par exemple, que la cote des emprunts obligataires souverains est procyclique. Comme les écarts sur les obligations des économies en développement sont fortement influencés par leur cote, cela signifie que le coût de l'emprunt sur les marchés internationaux est également procyclique. Kaminsky et Reinhart (2002) présentent des confirmations plus directes du comportement procyclique des entrées de capitaux²⁸.

B. Les crises, cas particuliers de l'instabilité

Les crises peuvent être considérées comme des épisodes d'instabilité particulièrement spectaculaires. En fait, la prolifération de crises financières est souvent perçue comme l'un des aspects caractéristiques de l'intensification de la mondialisation financière au cours des deux dernières décennies. De plus, le fait que les crises récentes ont principalement affecté des économies MIF fait que ces phénomènes sont considérés comme caractéristiques de la répartition inégale des avantages et des risques de la mondialisation. Ceci nous impose la tâche ardue de déterminer si la nature des crises a changé avec le temps, quels sont les facteurs qui accroissent la vulnérabilité aux crises et si celles-ci sont un corollaire inévitable de la mondialisation.

Certains aspects des crises financières ont bien changé avec le temps tandis qu'à d'autres égards ce n'est que du déjà vu. Calvo (1998) désigne les épisodes de la seconde moitié des années 80 et 90 comme des crises du compte de capital, tandis que les crises antérieures sont désignées comme des crises du solde extérieur courant. Bien que cela suggère des différences dans le mécanisme des crises, cela n'implique pas nécessairement de différences dans certaines de leurs causes fondamentales. Kaminsky et Reinhart (1999) examinent le phénomène des «crises jumelles», qui joignent une crise de la balance des paiements à une crise bancaire. Ces auteurs précisent aussi un point important, à savoir que dans les épisodes qu'ils analysent, les problèmes du secteur bancaire précèdent en général la crise monétaire et que celle-ci vient alors aggraver la crise bancaire, créant ainsi une spirale infernale. De même, Krueger et Yoo (2002) concluent que des prêts imprudents accordés par les banques coréennes au début et au milieu des années 90, en particulier aux Chaebols, ont joué un rôle significatif dans la crise monétaire coréenne de 1997. L'ouverture des marchés de capitaux pourrait donc exacerber des distorsions locales préexistantes de ce type et entraîner des conséquences catastrophiques (Aizenman, 2002).

²⁸Le Rapport de la Banque mondiale sur le *Financement du développement dans le monde* (2001) trouve également des indices de cette procyclicalité et remarque que les entrées de capitaux sont habituellement deux fois plus importantes lorsqu'un pays en développement subit un choc défavorable à la croissance du PIB que lorsqu'il reçoit un choc favorable. Cela serait dû au fait que les cotes de crédit chutent plus rapidement pendant les chocs défavorables qu'elles ne remontent lors des chocs favorables.

Une différence essentielle de l'évolution des crises est que, si dans les années 70 et 80 elles affectaient les économies aussi bien industrialisées qu'en développement, depuis le milieu des années 90 elles sont devenues la spécialité quasi exclusive des économies en développement²⁹. Cela suggère soit que les économies avancées ont pu mieux se protéger grâce à des politiques améliorées, ou que les causes fondamentales des crises ont changé avec le temps, accroissant ainsi la vulnérabilité relative des économies en développement. À ce propos, il convient de noter que si les flux de capitaux des économies avancées vers les économies MIF ont fortement augmenté, ces flux ont augmenté encore davantage entre les économies industrialisées depuis quelques années, comme nous l'avons remarqué précédemment. Ainsi, au moins en ce qui concerne le volume des flux de capitaux, il n'est pas évident que les variations de l'intégration financière soient en elles-mêmes responsables des crises des économies MIF.

Est-il raisonnable de voir dans les crises un aspect naturel de la mondialisation, de même que le cycle conjoncturel est considéré comme un phénomène naturel des économies de marché? Une différence capitale entre ces deux phénomènes est que le coût macroéconomique global d'une crise financière est très important et persiste beaucoup plus longtemps. Calvo et Reinhart (2000, 2002) documentent que les crises monétaires des marchés émergents, qui s'accompagnent ordinairement d'un arrêt ou d'un renversement soudain des entrées de capitaux, sont associées à des effets négatifs considérables sur la production³⁰. On constate aussi que les récessions qui font suite à des dévaluations ou à de larges dépréciations sont beaucoup plus profondes sur les marchés émergents que dans les économies développées. En outre, l'absence de dispositifs de protection sociale bien établis peut fortement exacerber les coûts sociaux d'une crise, qui ont habituellement des effets très importants sur la répartition des revenus (voir, par exemple, Baldacci, de Mello and Inchauste, 2002).

C. La mondialisation financière a-t-elle intensifié la transmission de l'instabilité?

Quels facteurs ont conduit à la vulnérabilité grandissante, puis aux crises financières des économies en développement? Le risque d'un arrêt ou d'un renversement

²⁹En fait, dans les années 90, la seule crise importante dans les pays industrialisés a été la crise du SME. La récession japonaise prolongée est d'une certaine manière une crise, bien que le caractère interminable du déclin du Japon, qui ne présente aucune chute soudaine de la production, ne correspond pas à la définition normale d'une crise.

³⁰Les crises monétaires peuvent aussi toucher les entreprises directement et, en exacerbant les problèmes du secteur bancaire, conduire à une contraction plus large du crédit, même pour les firmes productives et solvables. Mishkin (1999) soutient que la contraction du crédit qui résulte des fortes contractions du crédit bancaire intérieur qui suivent les crises financières aggrave directement ces crises et réduit l'investissement et l'activité économique. Rodrik et Velasco (2000) notent que la difficulté à reconduire la dette à court terme pendant les épisodes de crises étouffe rapidement la disponibilité de la liquidité, avec des effets immédiats sur l'investissement et la production.

brusque des flux de capitaux mondiaux vers les pays en développement est devenu plus grave maintenant que de nombreux pays en développement recourent constamment à l'emprunt bancaire étranger ou aux investissements de portefeuille d'investisseurs étrangers. Ces flux de capitaux sont sensibles non seulement à la situation intérieure du pays récepteur, mais aussi à la situation macroéconomique des pays industrialisés. Par exemple, Mody et Taylor (2002), se servant d'un cadre économétrique de déséquilibre formel, détectent des cas de «contraction du capital international» — où les flux de capitaux vers les pays en développement sont réduits par le rationnement de l'offre qui reflète la situation des pays industrialisés³¹. Ces liaisons financières Nord-Sud, outre les couplages réels décrits dans les sections précédentes, représentent une filière supplémentaire par laquelle les cycles conjoncturels et les autres chocs que subissent les pays industrialisés peuvent avoir des conséquences pour les pays en développement.

Les effets de la situation macroéconomique des pays industrialisés, notamment la position du cycle conjoncturel et les taux d'intérêt, auront des effets différents sur divers types de flux de capitaux vers les marchés émergents. Reinhart et Reinhart (2001) documentent une forte corrélation positive des flux d'IDE nets vers les économies à marché émergent avec les cycles conjoncturels des États-Unis. D'autre part, le crédit bancaire à ces économies est corrélé négativement avec les cycles conjoncturels des États-Unis. Edison et Warnock (2001) constatent que les flux d'investissements participatifs de portefeuille des États-Unis vers les principales économies à marché émergent sont corrélés négativement à la fois avec les taux d'intérêt et avec la croissance de la production des États-Unis. Ce résultat est particulièrement marqué pour les flux à destination d'Amérique latine et moins frappant pour les flux vers l'Asie. Ainsi les sources de capital d'un MIF particulier peuvent avoir une influence considérable sur la nature de sa vulnérabilité à l'instabilité des flux de capitaux provenant des perturbations des pays industrialisés³².

L'accentuation des corrélations entre les marchés financiers indique également que les marchés émergents courent le risque d'être pris dans des bulles financières spéculatives. L'augmentation des mouvements concomitants sur l'ensemble des marchés boursiers des pays émergents et industrialisés, en particulier au moment de la bulle boursière de la fin des années 90, signale la pertinence de cette préoccupation. Il s'agit là d'un risque particulier pour les marchés boursiers relativement étroits et peu diversifiés de certaines économies émergentes. Par exemple, ainsi qu'il a été noté précédemment, les fortes corrélations pendant la durée de la bulle entre les marchés boursiers émergents et les marchés industrialisés reflètent la prépondérance des valeurs des secteurs de la technologie et des télécommunications sur les marchés émergents. Il est naturellement difficile de déterminer de

³¹Cette étude examine les flux obligataires, participatifs et les flux de crédits consortiaux vers le Brésil, la Corée, le Mexique et la Thaïlande sur la période 1990–2000.

³²Toutefois, malgré les différences dans le type de sensibilité à la position du cycle conjoncturel des pays industrialisés, le fait demeure que les flux d'IDE sont en général moins instables et moins sensibles aux facteurs évoqués ici que les flux de portefeuille ou de crédit bancaire.

façon concluante si ce phénomène se serait produit en l'absence de la mondialisation financière, puisque la libéralisation du marché boursier dans ces pays s'est souvent accompagnée de l'ouverture aux flux financiers.

L'élargissement croissant des marchés boursiers des économies émergentes pourrait atténuer certains de ces risques, mais pourrait aussi, simultanément, intensifier les effets réels de ces chocs financiers. À cet égard, Dellas et Hess (2002) constatent qu'un développement financier plus poussé rend les marchés boursiers émergents plus sensibles aux influences extérieures, tant financières que macroéconomiques, et que cet effet demeure important après correction de l'influence des contrôles de capitaux et des effets d'entraînement du commerce extérieur³³. En conséquence, les effets des chocs extérieurs pourraient se transmettre à l'activité réelle intérieure par la filière du marché boursier.

Même les effets des chocs réels sont souvent transmis plus vite et amplifiés par les filières financières. De nombreuses études montrent comment la productivité, les termes de l'échange, les chocs budgétaires et autres chocs réels sont transmis par des filières commerciales³⁴. Les flux d'investissement internationaux, en particulier, réagissent traditionnellement de façon très marquée aux chocs spécifiques à un pays³⁵. Les filières financières constituent un canal supplémentaire par lequel les effets de ces chocs réels peuvent être transmis. En outre, puisque la transmission par les filières financières est beaucoup plus rapide que par les filières réelles, la vitesse comme l'ampleur des effets de contagion internationale des chocs réels sont considérablement accrues par les liaisons financières³⁶.

³³Ces auteurs emploient des mesures normalisées du développement du secteur financier qui reposent sur la structure compétitive et la taille du secteur de l'intermédiation financière dans chaque pays.

³⁴Voir Kouparitsas (1996); Blankenau, Kose and Yi (2001); Kose and Riezman (2001); Kose (2002).

³⁵Voir Glick et Rogoff (1995) pour une analyse empirique de la manière dont les chocs de la productivité propres à un pays influent sur l'investissement national et le solde extérieur courant. Ces auteurs montrent comment les réactions à ces chocs dépendent de façon cruciale de la persistance de ces chocs. Kose, Otrok et Whiteman (2003) examinent l'impact des facteurs mondiaux et des facteurs propres au pays sur les fluctuations de la production, de la consommation et de l'investissement.

³⁶Par exemple, un choc sur la croissance du PIB dans un pays peut être transmis progressivement par les filières commerciales, mais pourrait exercer un impact beaucoup plus vite sur l'activité économique d'un autre pays par l'intermédiaire des corrélations des fluctuations du marché boursier. Si les deux pays étaient parfaitement intégrés par des liaisons financières et commerciales, ce résultat pourrait naturellement n'être que le reflet d'un dispositif optimal de partage des risques.

La montée en puissance des liaisons financières a aussi entraîné des effets de contagion. À terme, à mesure que les liaisons financières s'étofferont et que les investisseurs, grâce à la baisse des coûts d'information et de transaction, accéderont à une gamme plus vaste de possibilités d'investissement internationales et accroîtront leurs avoirs internationaux pour améliorer le rendement et la diversification de leurs portefeuilles, on peut s'attendre à ce que les éventuels effets de contagion deviennent plus importants³⁷.

Il existe deux grands types de contagion identifiés dans les études publiées — la contagion fondée sur les paramètres fondamentaux et la contagion «pure». La première fait référence à la transmission de chocs à travers les frontières par le biais de liaisons réelles ou financières. En d'autres termes une économie, lorsque ses paramètres fondamentaux sont médiocres, peut se trouver précipitée dans une crise financière si les investisseurs réévaluent le niveau de risque de l'investissement dans le pays ou cherchent à rééquilibrer leurs portefeuilles en raison d'une crise dans un autre pays. Le crédit bancaire peut de même provoquer ces effets de contagion lorsqu'une crise dans un pays où une banque a d'importantes créances la force à rééquilibrer son portefeuille en ajustant ses prêts dans d'autres pays. Ce canal de transmission bancaire, documenté par van Rijckeghem and Weder (2000); Kaminsky and Reinhart (2001), peut être particulièrement puissant puisqu'une grande partie du crédit bancaire aux marchés émergents prend la forme de prêts à court terme. Alors que la contagion d'origine fondamentale était surtout connue autrefois au niveau régional, la crise russe a démontré qu'elle a une portée internationale beaucoup plus vaste (Kaminsky and Reinhart, 2003)³⁸.

La contagion pure représente par ailleurs un type de risque différent puisqu'il ne peut pas être aisément influencé par les politiques intérieures, du moins à court terme. Les épisodes de variations brusques des flux de capitaux internationaux que rien ne rattache à première vue à des modifications des paramètres fondamentaux sont bien documentés. Les modèles d'optimisation où l'information est complète et connue de tous peuvent difficilement rendre compte du comportement des investisseurs pendant ces épisodes, qu'on qualifie parfois d'entraînements mimétiques ou d'emballements spéculatifs. Des asymétries d'information, qui sont monnaie courante sur les marchés émergents, semblent jouer un rôle important dans ce phénomène (voir encadré 4.2). Des études sur le sujet suggèrent que la contagion pure pourrait refléter la variation de l'appétit de risque des investisseurs, mais il est certainement difficile de démêler ces variations de l'appétit de risque de variations des risques eux-mêmes (Kumar and Persaud, 2001). Ainsi, outre le risque de la «contagion

³⁷En dehors des effets de contagion, Kose, Prasad et Terrones (2003b) constatent que la croissance des liaisons financières n'exerce qu'une influence réduite sur la corrélation de la production et de la consommation entre pays.

³⁸Kim, Kose et Plummer (2001) examinent les rôles de la contagion d'origine fondamentale et de la contagion pure pendant la crise asiatique.

Encadré 4.2. Entraînements mimétiques et emballements spéculatifs des investisseurs internationaux

Les crises des marchés émergents des années 90 ont fait naître des inquiétudes au sujet de l'instabilité excessive des flux de capitaux internationaux. En particulier, les investisseurs internationaux ont été accusés d'agir de manière déstabilisante, et d'être sujets aux entraînements mimétiques et aux emballements spéculatifs.

On désigne habituellement par *entraînement mimétique* le comportement d'investisseurs qui s'imitent réciproquement, en ignorant parfois des informations socialement précieuses. Parmi les raisons invoquées pour justifier le mimétisme, on cite l'apprentissage auprès des autres et la structure des incitations des gestionnaires de fonds communs. L'entraînement mimétique dû à l'apprentissage auprès des autres se produirait lorsque les actions sont observables, mais que l'information est partiellement privée. Dans ce type de situation, il peut être optimal de se fier entièrement aux actions des autres. Si les capacités des directeurs de fonds communs sont inconnues des investisseurs, ceux-ci peuvent choisir de rémunérer les gestionnaires sur la base de leurs performances relatives. Cela incite, à leur tour, les gestionnaires à imiter les actions de leurs pairs : les directeurs de fonds communs tendent à ne pas s'écarter trop fortement des indices «de référence».

Un comportement connexe des investisseurs est l'*emballage spéculatif* — une stratégie qui consiste à acheter les actifs dont les prix montent et à vendre les actifs dont les prix baissent. Ce comportement peut être lui aussi déstabilisant.

Les constatations empiriques sur les entraînements mimétiques et les emballements spéculatifs au niveau international sont encore clairsemées. Un certain nombre d'études ont examiné le cas de la République de Corée. Choe, Kho et Stulz (1999), par exemple, constatent la chasse aux rendements et l'entraînement mimétique des investisseurs étrangers avant la période de crise, mais pas sur toute la durée de l'échantillon. Kim et Wei (2002) examinent les transactions de différents types d'investisseurs de portefeuille en Corée avant et pendant la crise asiatique, et trouvent que les investisseurs institutionnels non résidents sont davantage sujets aux entraînements mimétiques et aux emballements spéculatifs que les investisseurs étrangers résidant en Corée.

Ces études commencent à être complétées par des études régionales et mondiales. Kaminsky, Lyons et Schmukler (1999) constatent quelques emballements spéculatifs parmi les fonds communs de placement participatifs investissant en Amérique latine, qui semblent s'être accentués pendant les crises. Griffin, Nardari et Stulz (2002) et Richards (2002) constatent que les achats des investisseurs étrangers sur les marchés émergents d'Asie orientale sont fortement influencés à la fois par le rendement des actions sur ces marchés et par le rendement sur les marchés développés. Borensztein et Gelos (2002) constatent quelques modestes indices d'entraînement mimétique et d'emballement spéculatif parmi les fonds communs de placement des marchés émergents. Selon Gelos et Wei (2002) qui l'ont documenté, l'entraînement mimétique est moins prononcé dans les pays où les politiques macroéconomiques et le secteur des entreprises sont plus transparents.

En dépit de ces efforts récents, le tableau obtenu jusqu'ici demeure incomplet. Tandis qu'on s'est par exemple beaucoup intéressé aux marchés boursiers, peu de connaissances systématiques ont été accumulées sur le comportement des banques et des investisseurs sur le marché obligataire.

Note : Cet encadré a été préparé par Gaston Gelos.

pure», l'intégration financière expose les pays en développement aux risques que pose le comportement déstabilisant, sans rapport avec les fondamentaux, des investisseurs³⁹.

D. Quelques facteurs aggravants de la vulnérabilité aux risques de la mondialisation

La recherche empirique indique que la composition des entrées de capitaux et la structure des échéances de la dette extérieure semblent être associées à une vulnérabilité plus élevée aux risques de la globalisation financière. Il a été montré que l'importance relative de différentes sources de financement pour l'investissement intérieur, mesurée par les trois variables de substitution qui suivent, présente une association positive avec l'incidence et la sévérité des crises monétaires et financières : le ratio des emprunts bancaires ou autre endettement à l'investissement direct étranger; la brièveté de la structure des échéances de la dette extérieure; et la part de la dette extérieure libellée en devises étrangères⁴⁰. Detragiache et Spilimbergo (2001) constatent de façon concluante que la probabilité d'une crise de la dette est plus élevée dans les pays dont la dette extérieure est à court terme⁴¹. Cependant, la structure des échéances n'est peut-être pas entièrement une question de choix car, soutiennent les auteurs, les pays dont les fondamentaux macroéconomiques sont médiocres sont souvent forcés d'emprunter à des échéances plus courtes puisqu'ils n'ont pas accès aux prêts de longue durée.

Outre les politiques macroéconomiques fondamentales, d'autres choix de politiques de nature systémique peuvent aussi affecter la vulnérabilité des MIF. Les dernières crises monétaires ont fait ressortir l'un des principaux risques à cet égard. Les pays en développement qui tentent de maintenir un régime de taux de change relativement inflexible doivent souvent faire face à des attaques contre leur monnaie. Si diverses formes de régimes de change à taux fixe ou partiellement fixe peuvent présenter quelques avantages, l'absence

³⁹Claessens et Forbes (2001) contient un recueil d'essais sur les différentes dimensions des effets de contagion. Boyer, Gibson et Loretan (1999); Forbes et Rigobon (2001) soutiennent que les faits appuyant la contagion pure sont très faibles par rapport aux faits confirmant l'autre contagion due aux paramètres fondamentaux. Corsetti, Pericoli et Sbraccia (2002) soutiennent que, sur la base d'hypothèses plus générales, on constate davantage de faits à l'appui du premier type de contagion. Bayoumi *et al.* (2003) constatent une contagion «positive» associée à l'entraînement mimétique des entrées de capitaux sur les marchés émergents.

⁴⁰Voir, par exemple, Frankel and Rose (1996); Radelet and Sachs (1998); Rodrik and Velasco (2000).

⁴¹Certains auteurs ont constaté que la composition en devises de la dette extérieure importe aussi. Carlson et Hernández (2002) notent que, pendant la crise asiatique, la situation des pays dont la dette était davantage libellée en yen était de beaucoup pire. Ces auteurs attribuent ce fait au désalignement entre l'ancrage *de facto* de leur monnaie et le libellé de leur dette.

de politiques intérieures favorables peut souvent aboutir à un effondrement abrupt de ces régimes lorsque l'économie subit des chocs défavorables.

L'intégration financière peut aussi aggraver les risques associés à des politiques budgétaires imprudentes. L'accès aux marchés de capitaux mondiaux peut provoquer un endettement excessif orienté vers des dépenses publiques improductives. L'existence de montants élevés de dette à court terme libellée en devises fortes rend alors les pays vulnérables au chocs extérieurs ou à des variations du sentiment des investisseurs. L'expérience d'un certain nombre de pays MIF, qui ont souffert des conséquences d'une telle accumulation de dette extérieure, souligne l'aggravation des risques de l'indiscipline budgétaire en régime d'ouverture du compte de capital.

Une ouverture prématurée du compte de capital pose également de grands risques lorsque la réglementation financière et le contrôle sont inadéquats⁴². En présence de systèmes bancaires médiocrement réglementés et d'autres distortions des marchés de capitaux intérieurs, les entrées de capital étranger pourraient exacerber les inefficacités existantes dans ces économies. Par exemple, si les institutions financières intérieures tendent à canaliser le capital vers des firmes dont la prise de risques est excessive ou dont les fondamentaux sont médiocres, l'intégration financière pourrait simplement conduire à une intensification de ces flux⁴³. Les effets d'entrées de capitaux prématurées sur les bilans du secteur public et du secteur des entreprises pourraient avoir à leur tour des répercussions négatives sur la santé des institutions financières en cas de chocs macroéconomiques défavorables.

V. CAPACITÉ D'ABSORPTION ET GOUVERNANCE DANS L'ARBITRAGE AVANTAGES/RISQUES DE LA MONDIALISATION

On a pu constater l'existence d'un «effet de seuil» dans la relation entre l'intégration financière et la croissance économique. De plus, certaines constatations préliminaires confirment l'opinion qu'une gouvernance nationale améliorée est associée à une instabilité plus basse et à une meilleure utilisation des avantages de l'intégration financière.

A. Effets de seuil et capacité d'absorption

S'il est difficile de trouver un effet fort et robuste de l'intégration financière sur la croissance économique, certaines constatations des études effectuées indiquent l'existence de divers «effets de seuil». Par exemple, il semble que l'effet de l'investissement direct étranger sur la croissance dépend du niveau de ressources humaines du pays en développement. Pour les pays dont les ressources humaines sont relativement basses, il existe au mieux un petit effet positif qui peut être détecté dans les données. D'autre part, pour les pays dont les

⁴²Voir Ishii and Habermeier (2002); Bakker and Chapple (2002).

⁴³Krueger et Yoo (2002) examinent les interactions du népotisme et de la libéralisation du compte de capital dans la préparation de la crise monétaire-financière en Corée. Voir également Mody (2002).

ressources humaines dépassent un certain seuil, certaines constatations indiquent que l'IDE encourage la croissance économique (Borenzstein, De Gregorio and Lee, 1998).

D'une manière plus générale, on peut considérer la capacité d'absorption d'un pays sous l'aspect de ses ressources humaines, de l'étendue du marché financier local, de la qualité de sa gouvernance et de ses politiques macroéconomiques. Certaines constatations préliminaires indiquent que les flux de capitaux étrangers ne semblent pas générer de retombées positives pour la productivité des firmes locales dans les pays dont la capacité d'absorption est relativement faible, mais qu'on détecte plus souvent ces retombées positives dans les pays dont la capacité d'absorption est relativement élevée (Aitken et Harrison (1999); Banque mondiale (2001); Bailliu (2000); Arteta, Eichengreen and Wyplosz (2001); Alfaro, Chandra, Kalem-Ozcan and Sayek (2002)). Ces constatations confirment l'opinion que les pays doivent parvenir à un certain niveau de capacité d'absorption afin de pouvoir tirer effectivement parti de la mondialisation financière.

La sous-section suivante examine spécifiquement le rôle de la gouvernance locale comme élément déterminant de la capacité d'absorption. L'importance de la gouvernance a été affirmée à plusieurs reprises, en particulier depuis la crise asiatique, mais jusqu'à présent on n'a documenté que relativement peu de faits systématiques sur sa relation avec la mondialisation financière.

B. La gouvernance, un élément important de la capacité d'absorption

Le terme gouvernance englobe une vaste gamme d'institutions et de normes. Si beaucoup d'entre elles sont interdépendantes et complémentaires, il est néanmoins nécessaire d'essayer de définir l'ensemble des dimensions essentielles de la gouvernance qui sont les plus pertinentes pour l'examen de l'intégration financière. Il s'agit de la transparence, de la lutte contre la corruption, de l'État de droit et du contrôle du secteur financier.

Des faits récents donnent à penser que la qualité de la gouvernance influe sur la capacité d'un pays à tirer parti des flux de capitaux internationaux. Comme on a pu le voir dans la section III, parmi les divers types de flux de capitaux, l'investissement direct étranger (IDE) paraît être l'un des plus utiles pour stimuler la croissance économique des pays récepteurs (Reisen and De Soto, 2001)⁴⁴. Il existe un lien intime entre la qualité de la gouvernance intérieure d'un pays et sa capacité à attirer de l'investissement direct étranger. Des constatations récentes suggèrent que toutes choses égales par ailleurs — taille du pays, coût de la main-d'œuvre, taux d'imposition, lois et incitations applicables spécifiquement aux firmes à capital étranger, autres facteurs — l'investissement direct étranger tend à aller aux pays dotés d'une bonne gouvernance. En outre, l'effet quantitatif d'une mauvaise gouvernance sur l'IDE est tout à fait considérable.

⁴⁴Naturellement, l'investissement direct étranger pourrait présenter des problèmes propres qui pourraient apparaître à l'avenir. De plus, la distinction entre l'IDE et deux autres types de flux de capitaux n'est pas toujours simple (Hausmann and Fernandez-Arias, 2000).

Pour parvenir à cette conclusion, la corruption dans les pays récepteurs d'IDE peut être mesurée de diverses manières. Celles-ci comprennent : une note attribuée par Transparency International, qui est une organisation non gouvernementale mondiale qui se consacre à la lutte contre la corruption; une mesure calculée à partir d'une enquête mondiale auprès des entreprises publiée en commun par Harvard University et le World Economic Forum dans *Global Competitiveness Report* et une mesure tirée d'une enquête mondiale sur les entreprises conduite par la Banque mondiale. Les résultats de ces diverses mesures sont tout à fait homogènes; ils montrent tous un effet négatif de la corruption sur le volume de l'investissement direct étranger à destination locale⁴⁵. L'effet quantitatif de la corruption est considérable également lorsqu'on le compare à l'effet négatif du taux d'imposition des sociétés sur l'IDE. Par exemple, une augmentation d'un écart type de la corruption du pays hôte pourrait représenter l'équivalent d'une augmentation d'environ 30 points de pourcentage du taux d'imposition du point de vue de son effet défavorable sur l'IDE (voir figure 5.1; Wei (1997, 2000a et 2000b) pour les détails)⁴⁶.

Au moyen de données recueillies au niveau des entreprises sur l'investissement étranger en Europe centrale et orientale, une autre étude donne à penser que la mauvaise qualité de la gouvernance locale, outre qu'elle réduit le montant d'IDE destiné au marché local, pourrait aussi réduire la qualité de l'IDE en ceci qu'elle découragerait les firmes technologiquement plus avancées, à capital totalement étranger (Smarzynska and Wei, 2000).

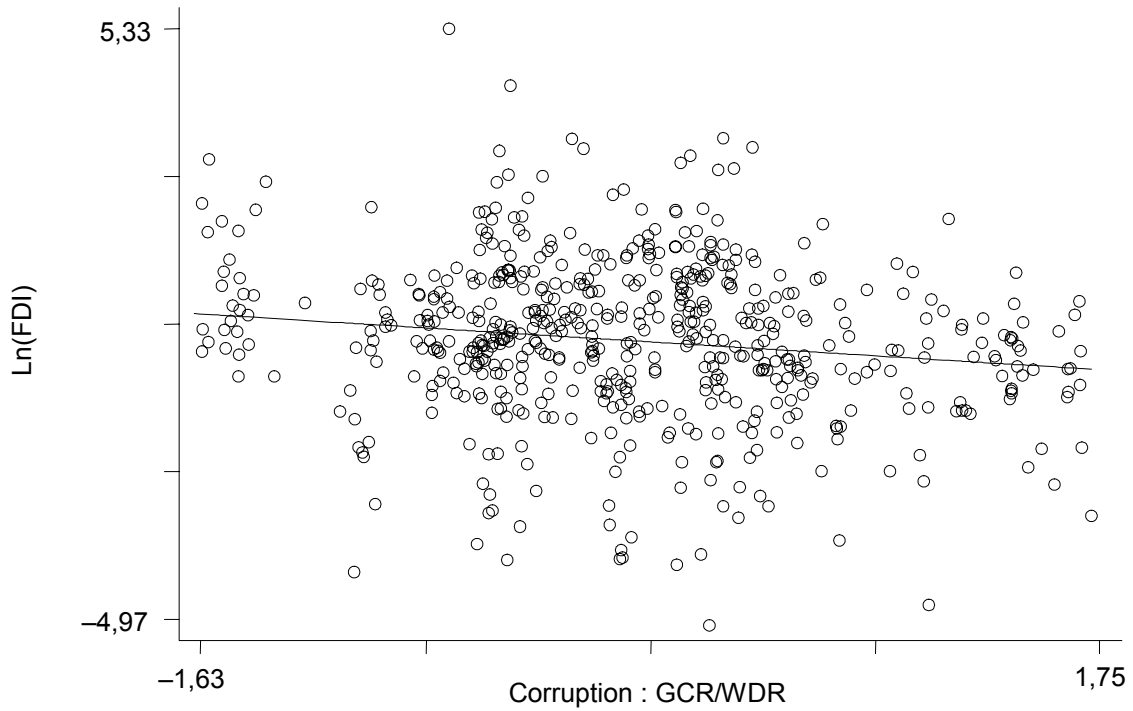
Nombreux sont les gouvernements de pays en développement qui cherchent à présent à attirer l'IDE en offrant des abattements ou exonérations d'impôts considérables. Les constatations qui précèdent suggèrent qu'une amélioration de la gouvernance locale, en particulier une réduction de la corruption, serait plus efficace pour attirer l'IDE sans prendre de mesures qui risquent de réduire les recettes fiscales, tout en encourageant l'investissement résident.

La transparence du fonctionnement de l'État constitue de même une autre dimension de la bonne gouvernance. Les investissements de portefeuille des fonds communs de placement internationaux tendent à aller davantage aux pays dont le niveau de transparence

⁴⁵Le terme «corruption» doit être considéré ici comme synonyme de «gouvernance médiocre du secteur public». Les mesures empiriques existantes de diverses dimensions de la gouvernance du secteur public tendent à être fortement corrélées les unes avec les autres, ce qui rend l'identification de leurs effets individuels malaisée.

⁴⁶Business International évalue la corruption de 45 des pays hôtes étudiés par Wei (2000a) sur une échelle de 1 à 10. La note moyenne est de 3,7 et l'écart type est de 2,5. Le taux d'imposition (marginal le plus élevé) des sociétés de l'exemple varie de 10 % à 59 % avec une moyenne de 34 % et un écart type de 11 %.

Figure 5.1. Corruption et investissement direct étranger



Source: calculs des services du FMI fondés sur Wei (2001), tableau 2, colonne 2.

Notes : Investissement direct étranger bilatéral de 14 grands pays sources vers 41 pays récepteurs, ramené à une moyenne sur 1996–98. L'indice de la corruption du pays récepteur est calculé en combinant les mesures tirées du *Global Competitiveness Report* (World Economic Forum et Harvard University, 1997) et du *Rapport sur le développement dans le monde* (Banque mondiale, 1997). Cœf = -0,29; robuste SE = 0,08; t = -3,53. On trouvera davantage de détails dans Wei (2001).

est plus élevé (Gelos and Wei (2002) et figure 5.2). Cela reste vrai même après prise en compte de la liquidité du marché, du régime de change, d'autres risques économiques et d'une foule d'autres facteurs (voir davantage de détails à l'encadré 5.1)⁴⁷.

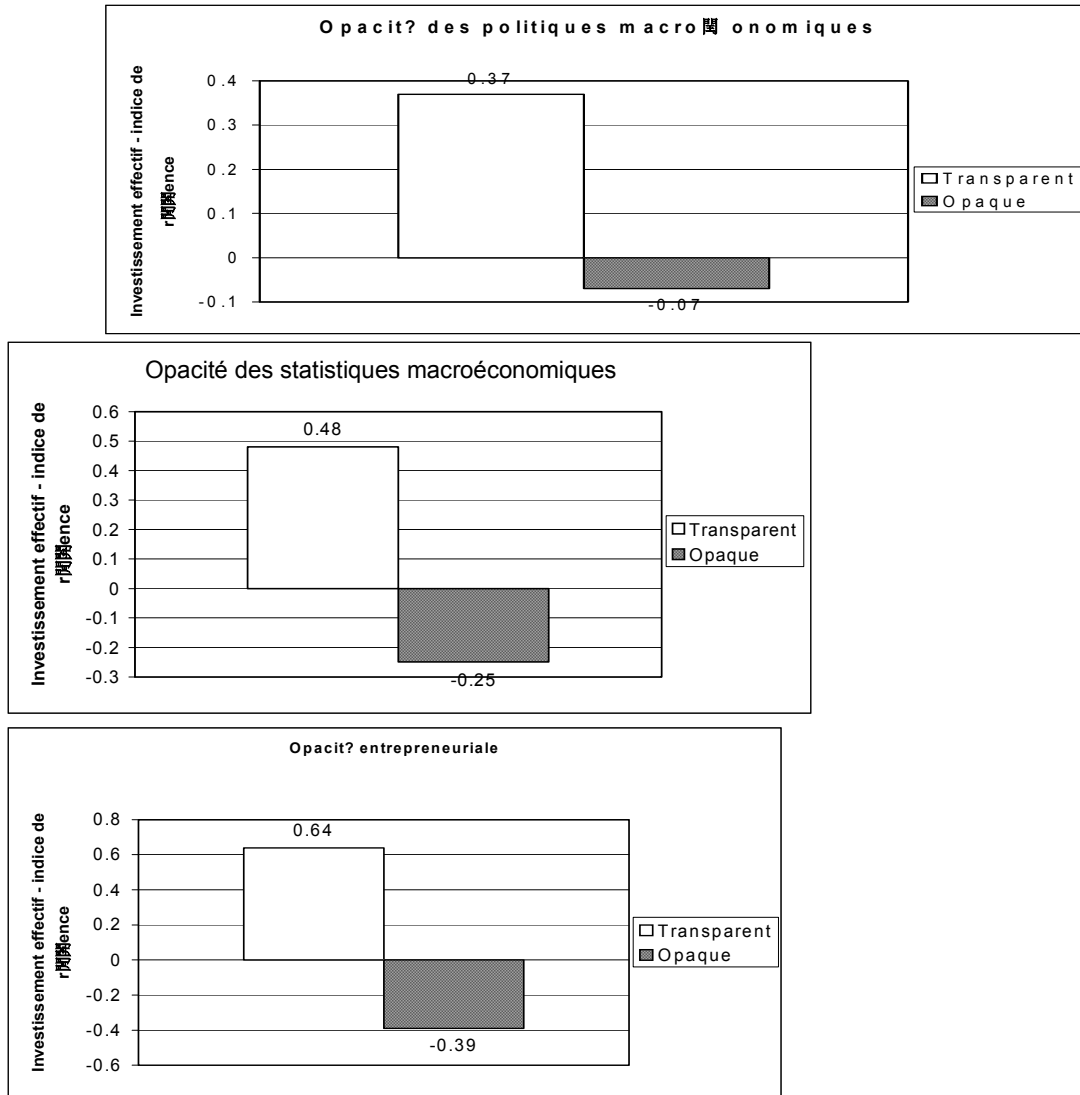
C. La gouvernance nationale et l'instabilité des flux de capitaux internationaux

Les sections qui précèdent ont documenté le fait que les flux de capitaux internationaux peuvent être extrêmement instables. Cependant, des pays différents enregistrent des niveaux d'instabilité différents, et cela peut être relié systématiquement à la qualité des politiques macroéconomiques et de la gouvernance nationales. En d'autres termes, en ce qui concerne les «arrêts soudains» ou les «renversements soudains» des flux de capitaux internationaux, les pays en développement ne sont pas de simples récepteurs passifs dépourvus d'influence sur la nature des entrées de capitaux. Par exemple, la recherche a démontré qu'un taux de change surévalué et une trop longue expansion du crédit intérieur précèdent souvent une crise du compte de capital (Frankel and Rose, 1996); Schneider and Aaron Tornell, 2001). Cette sous-section s'attache à examiner les faits relatifs au rôle que peut jouer la gouvernance locale pour atténuer l'instabilité éventuelle des entrées de capitaux dans un pays en développement.

Les données ne manquent pas qui donnent à penser que la médiocrité des capacités locales de réglementation et de contrôle financier sont susceptibles de s'accompagner d'une propension élevée à subir des crises bancaires et monétaires (Kaminsky and Reinhart, 1999), Arteta, Eichengreen and Wyplosz, 2001). En l'absence d'une institution appropriée de contrôle financier, l'ouverture prématurée du compte de capital peut accroître le risque d'une crise financière, car les institutions financières résidentes peuvent accumuler des risques excessifs. Dans la colonne du passif, elles risquent d'emprunter à l'excès sur les marchés de capitaux internationaux. Dans la colonne de l'actif, elles peuvent consentir des prêts à des activités excessivement risquées, en particulier lorsqu'il existe une garantie publique formelle ou implicite. Ces facteurs peuvent entraîner divers types de faiblesses du bilan, comme l'asymétrie des échéances ou celle des monnaies de libellé des actifs et passifs. En outre, du fait des couplages intersectoriels, les faiblesses des bilans du secteur public et du secteur des entreprises peuvent également retentir sur la santé des institutions financières. La nécessité pour un pays de renforcer convenablement ses capacités de réglementation et de contrôle financier avant de pouvoir se lancer dans une libéralisation en bonne et due forme du compte de capital est à présent unanimement reconnue.

⁴⁷Il est remarquable que les investisseurs institutionnels, notamment des leaders d'opinion comme California Public Employees' Retirement System (CalPERS) aux États-Unis, lient à présent formellement leurs stratégies d'investissement aux mesures de la bonne gouvernance.

Figure 5.2. Différence entre l'investissement effectif des fonds communs de placement internationaux et l'indice de référence MSCI : pays transparents et pays opaques



Source : calculs des services du FMI basés sur Gelos and Wei (2002).

Notes : Sur l'axe horizontal de chaque figure est portée la différence entre la part du portefeuille total des fonds d'investissements mondiaux que représente leur investissement effectif moyen dans un pays, et la part de la capitalisation boursière de ce pays, ajustée de son ouverture aux investisseurs étrangers, dans un portefeuille boursier mondial basé sur l'indice Morgan Stanley Capital International (MSCI) (en points de pourcentage). On trouvera des explications sur ce que sont «l'opacité des politiques macroéconomiques», «l'opacité des statistiques macroéconomiques» ou «l'opacité entrepreneuriale» à l'encadré 5.1.

Encadré 5.1. Transparence et fonds communs de placement internationaux

Gelos et Wei (2002) examinent le comportement d'investissement des fonds communs de placement participatif internationaux de janvier 1996 à décembre 2000, afin de déterminer si la répartition de leurs actifs parmi les pays peut être liée, et à quel moment, aux caractéristiques de transparence des pays intéressés.

La transparence du secteur public et la transparence du secteur des entreprises sont considérées séparément, bien qu'elles soient plus ou moins liées. En ce qui concerne la transparence du secteur public, les auteurs examinent deux aspects distincts : la transparence de la diffusion des données macroéconomiques, et la transparence des politiques macroéconomiques.

La transparence des données macroéconomiques est mesurée en établissant la moyenne de deux indices développés par le FMI portant sur la fréquence et la ponctualité de la diffusion des données macroéconomiques par les autorités nationales (Allum and Agça, 2001).

La mesure de la transparence des politiques macroéconomiques a été élaborée par Oxford Analytica, en partie sur la base des rapports sur l'observation des normes et codes (RONC) du FMI. Il s'agit essentiellement d'une évaluation de la mesure dans laquelle les politiques macroéconomiques d'un gouvernement sont conformes aux normes et codes prescrits (contrairement au taux d'inflation ou au déficit budgétaire effectivement réalisés).

L'indice de transparence des entreprises a été calculé par les auteurs à partir d'informations tirées du *Global Competitiveness Report* produit par Harvard University's Center for International Development et le World Economic Forum. Il mesure le niveau de publicité des informations financières et la disponibilité des informations sur les possibilités commerciales dans un pays.

La première constatation d'importance est que l'investissement participatif international tend à éviter les pays moins transparents (par rapport à la prédiction d'un modèle d'évaluation des actifs financiers internationaux). Ce résultat qualitatif persiste après correction par les auteurs de l'influence de la liquidité du marché, du niveau des revenus et d'une foule d'autres facteurs. Cet effet est aussi quantitativement important. Pour les pays dont l'opacité (manque de transparence) dépasse la médiane de l'échantillon, la réduction du poids de ces pays dans les portefeuilles des fonds internationaux se situe entre 7 et 39 points de pourcentage par rapport à leurs poids effectifs dans le portefeuille du marché mondial.

La deuxième constatation importante est que la tendance à l'entraînement mimétique des fonds de placement internationaux, comportement que l'on accuse parfois de contribuer à l'instabilité des marchés financiers des pays en développement, est en réalité liée aux caractéristiques de transparence des pays. Certains faits indiquent que le comportement grégaire des fonds internationaux est plus intense dans les pays moins transparents.

Troisièmement, il apparaît qu'en cas de crise financière, la fuite des capitaux tend à être plus sévère dans les pays en développement moins transparents.

Globalement, les données suggèrent qu'une amélioration de la transparence pourrait bien réduire ce qu'on appelle le phénomène de «l'arrêt soudain» des capitaux spéculatifs, et par là accroître la stabilité du marché financier local d'un pays en développement.

Source : Gelos and Wei (2002).

La transparence des politiques économiques d'un gouvernement est une autre des dimensions de la gouvernance nationale. Des constatations récentes donnent à penser que le degré de transparence pourrait influencer sur le degré d'instabilité des entrées de capitaux enregistrées par un pays. Par exemple, le comportement grégaire des investisseurs internationaux, qu'on accuse d'avoir contribué à l'instabilité des marchés financiers des pays en développement, tend à être plus marqué dans les pays dont la transparence est moindre (voir figure 5.3 et encadré 5.1).

Les études sur les crises monétaires (par exemple Frankel et Rose, 1996) indiquent que la structure des entrées de capitaux d'un pays est liée à la probabilité d'une crise. Plus précisément, un pays qui recourt relativement beaucoup à l'emprunt bancaire extérieur et peu à l'investissement direct étranger peut être davantage vulnérable aux «arrêts soudains» des flux de capitaux internationaux et présenter une probabilité plus élevée de subir une crise du compte de capital.

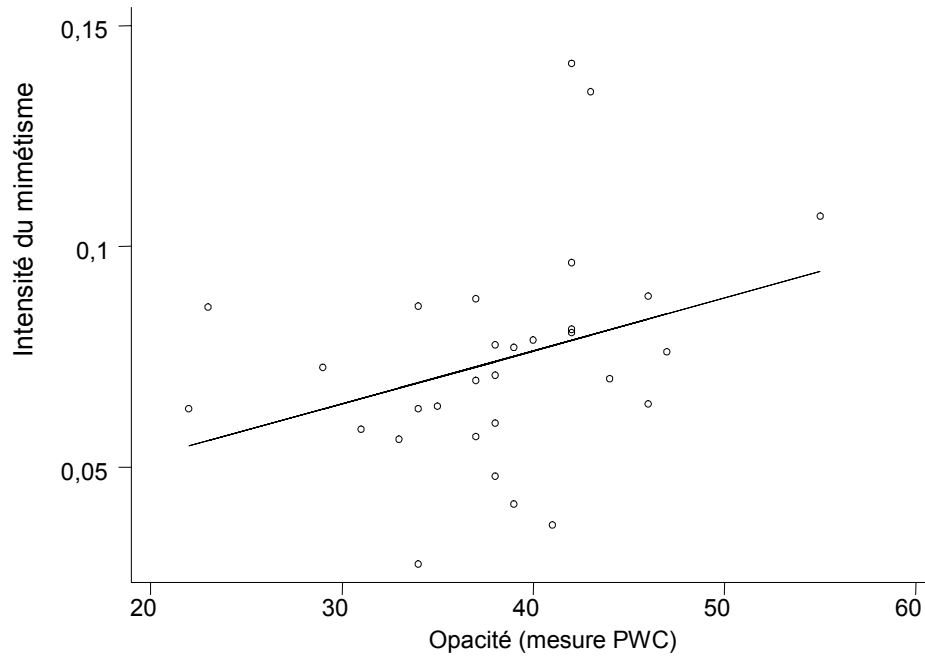
Des recherches récentes donnent à penser que les politiques macroéconomiques constituent un déterminant important de la composition des entrées de capital (Carlson and Hernández, 2002). Des études récentes présentent aussi quelques constatations indiquant que la gouvernance locale telle qu'elle est mesurée par les indices de corruption modifie la composition des flux de capitaux. Plus précisément, les pays à gouvernance médiocre, manifestée par un niveau de corruption jugé élevé, ont tendance à présenter une structure d'entrées de capitaux relativement pauvre en IDE et relativement chargée en crédits bancaires étrangers (Wei, 2001). La figure 5.4 décrit visuellement cette relation.

La gouvernance n'est pas le seul élément de la capacité d'absorption d'un pays, mais c'est un élément de poids. Son importance a été soulignée par le Conseil d'administration du FMI et est reconnue dans les milieux de la politique internationale au moins depuis la crise financière asiatique. Des recherches systématiques récentes documentées dans cette étude ont apporté un fondement empirique à ce point de vue. Naturellement l'importance de la gouvernance locale dépasse le rôle qu'elle joue dans la mondialisation financière. La qualité de la gouvernance affecte aussi la croissance économique et les autres objectifs sociaux par une variété d'autres canaux (documentés dans Mauro, 1995, 1997; Abed and Gupta, 2002).

D. Résumé

Les constatations empiriques n'ont pas apporté de preuve définitive que l'intégration financière améliore la croissance des pays en développement. En outre, elle est peut-être liée à une instabilité accrue de la consommation. Par conséquent, les pays en développement ont peut-être intérêt à expérimenter des stratégies différentes pour réaliser l'intégration financière, à diverses vitesses. Les constatations empiriques montrent bien que, outre

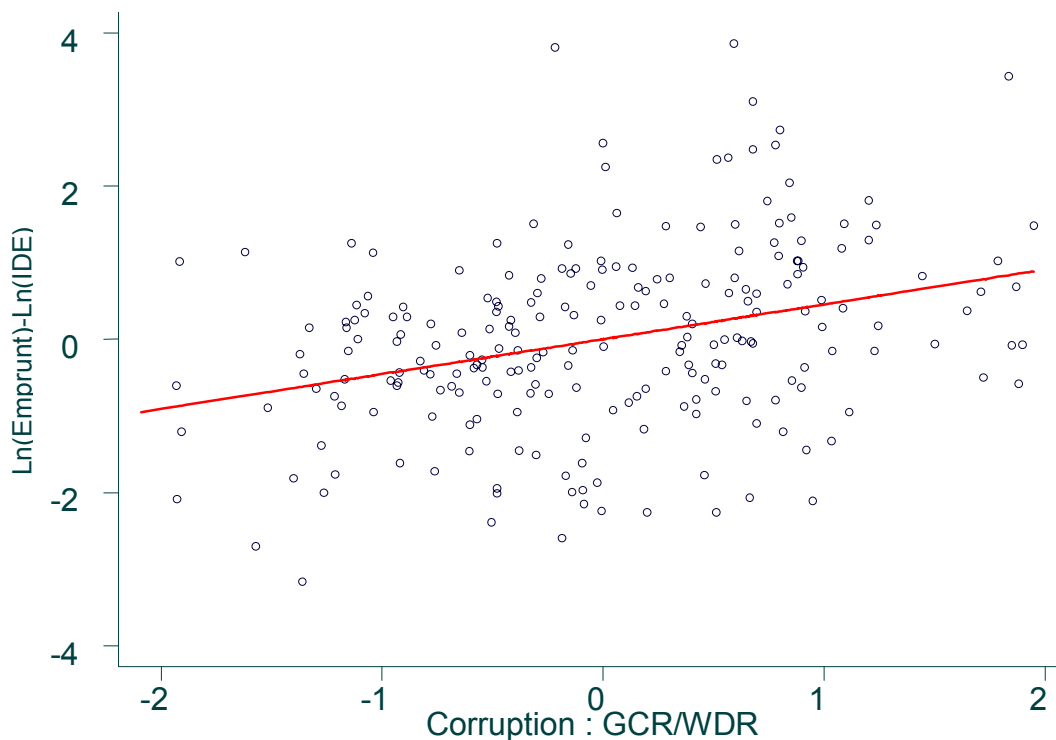
Figure 5.3. Mimétisme et opacité



Source : Gelos and Wei (2002).

Note : L'indice d'opacité est une mesure composite de la corruption, de l'opacité légale, de l'opacité économique, de l'opacité comptable et de l'opacité réglementaire (PriceWaterhouseCoopers, 2000).

Figure 5.4. La corruption fait pencher la composition des flux de capitaux vers l'emprunt bancaire étranger
(après correction des effets fixes, de la taille, du niveau de développement, des politiques d'incitation et de restriction de l'IDE, des connections géographiques et linguistiques du pays récepteur)



Source : calculs des services du FMI basés sur Wei (2001).

Note : L'indice de la corruption du pays hôte est calculé en combinant les mesures du *Global Competitiveness Report* (World Economic Forum et Harvard University, 1997) et du *Rapport sur le développement dans le monde* (Banque mondiale, 1997). IDE = investissement direct étranger.

l'adoption de politiques macroéconomiques saines et le développement du marché financier, l'amélioration de la gouvernance doit être un élément important de ces stratégies.

Il n'est peut-être pas essentiel pour un pays de développer un ensemble complet d'institutions robustes appliquant les meilleures pratiques du monde avant de se lancer dans l'intégration financière. Cela pourrait mettre à rude épreuve les capacités du pays. Une démarche intermédiaire et plus pratique pourrait consister à concentrer les efforts sur l'amélioration des principaux indicateurs indiqués ci-devant, à savoir la transparence, la lutte contre la corruption, l'État de droit et les capacités de contrôle financier. Le FMI et la Banque mondiale — grâce aux PESF et aux RONC, entre autres — contribuent à promulguer des normes et codes de pratiques optimales de contrôle et de transparence du secteur financier, afin que les pays puissent mettre en œuvre les changements nécessaires, avec l'appui de l'assistance technique.

La première époque de l'intégration financière internationale, 1870–1913

Note : Cet appendice a été préparé par Paolo Mauro.

En dépit de la controverse qui entoure la tendance actuelle vers une mondialisation accrue, le niveau présent de l'intégration financière internationale n'est pas plus élevé qu'il ne l'était en 1870–1913. Les évolutions technologiques de la navigation et des communications, telles que l'introduction de liaisons télégraphiques internationales dans les années 1860 et 1870, et les besoins massifs de capital pour financer l'investissement, en particulier dans les chemins de fer des économies pionnières, furent à l'origine de la première époque de l'intégration financière internationale. La description imagée donnée par Keynes (1919) de la mondialisation avant la Première Guerre mondiale est restée célèbre : «un habitant de Londres pouvait commander par téléphone ... les divers produits de la terre entière...; risquer son patrimoine dans les ressources naturelles et les entreprises nouvelles de n'importe quelle partie du monde, et recevoir sa part ... de leurs fruits et avantages prospectifs; ... et lier la sûreté de sa fortune avec ... n'importe quelle grande municipalité de n'importe quel continent que sa fantaisie ou ses informations pourraient lui recommander». Comme le fait remarquer Keynes, la Première Guerre mondiale, et plus tard la Grande Dépression et la Seconde Guerre mondiale, ainsi que l'imposition des contrôles des mouvements de capitaux mirent fin à cet état de choses. Sous le régime de Bretton Woods le retour vers l'intégration fut lent, mais il s'accéléra dans les années 70. On peut soutenir que le niveau d'intégration atteint en 1870–1913 n'a été retrouvé que dans les années 90.

Les indicateurs quantitatifs de l'intégration financière internationale confirment la description familière de Keynes. Obstfeld et Taylor (1997, 2002) montrent que les flux financiers de Grande-Bretagne et de certaines des économies les plus avancées d'Europe continentale vers les «marchés émergents» de l'époque — comme l'Argentine, le Brésil, la Chine, le Japon, la Russie et la Turquie, mais aussi beaucoup de pays plus petits — étaient très importants. Pour les pays dont les données sont disponibles, les excédents et déficits des soldes extérieurs courants représentaient des parts considérablement plus grandes du PIB en 1870–1913 que ce n'est le cas aujourd'hui. La capitalisation boursière totale des obligations libellées en livres sterling émises par les marchés émergents à la Bourse de Londres équivalait à la moitié environ du PIB annuel de la Grande-Bretagne (Mauro, Sussman, and Yafeh, 2002). L'activité sur le marché secondaire était intense et liquide, et les rendements publiés quotidiennement dans la presse. Les journaux fournissaient des informations abondantes et actuelles sur les événements économiques et politiques pertinents des marchés émergents.

De nombreux chercheurs comparent cette première époque d'intégration avec l'époque actuelle pour tenter d'en tirer des indices concernant les possibilités de réforme de l'architecture financière internationale. Les crises ont été plus fréquentes dans l'ère post-Bretton Woods qu'elles ne l'étaient en 1870–1913, mais elles ont souvent été moins coûteuses en pertes de production (Eichengreen and Bordo, 2002). Dans le passé les crises tendaient à être spécifiques à un pays, tandis qu'aujourd'hui elles tendent à affecter plusieurs marchés émergents en même temps (Mauro, Sussman, and Yafeh, 2002). Plus généralement, malgré un niveau comparable d'intégration internationale aussi bien commerciale que

financière, la covariation de variables financières et réelles est plus élevée aujourd'hui qu'elle ne l'était par le passé. Les écarts de rendement obligataires banals aujourd'hui covarient dans l'ensemble des marchés émergents de façon bien plus marquée que ce n'était le cas autrefois. En outre, dans les années 90 les variations brutales des écarts tendent à être surtout liées à des événements mondiaux, tandis qu'en 1870–1913 elles étaient principalement liées à des événements particuliers à un pays comme de grandes réformes économiques ou des épisodes de perturbations politiques. Les fondamentaux économiques (mesurés par substitution par les exportations) covarient aussi dans une plus grande mesure aujourd'hui que par le passé (peut-être parce que la structure des échanges des marchés émergents est à présent plus diversifiée, et parce que chaque marché émergent se spécialise aujourd'hui dans quelques étapes seulement de la séquence de production d'une marchandise). Néanmoins, les investisseurs semblent aujourd'hui accorder moins d'attention aux événements particuliers à un pays que leurs prédécesseurs ne le faisaient. Une explication possible est que les investisseurs institutionnels, qui paraissent représenter une part plus grande de l'investissement total que ce n'était le cas dans le passé, tendent à traiter les marchés émergents comme un tout : lorsqu'une crise surgit dans un pays, ils semblent se dégager en bloc de plusieurs marchés émergents.

Estimation des avantages de l'intégration financière internationale pour le niveau de revenu des pays en développement au moyen d'un modèle économique néoclassique

Note : Cet appendice a été préparé par Olivier Jeanne

De nombreuses études ont tenté d'estimer les avantages de l'intégration financière internationale à partir de régressions sur plusieurs pays. Les études qui constatent les gains les plus importants examinent l'impact de l'ouverture du marché boursier aux investisseurs étrangers : par exemple Bekaert, Harvey et Lundblad (2002) et Henry (2003) signalent des hausses de un à deux pour cent de la croissance pendant cinq ans de suite. Il n'est toutefois pas évident de traduire un tel résultat en termes de prospérité nationale. L'incidence de l'ouverture du compte de capital sur la croissance est-elle permanente? Le niveau de la production est-il modifié durablement? Quelle part de l'augmentation de la production est transférée aux investisseurs étrangers? Ces questions sont d'une importance cruciale pour évaluer l'impact sur la prospérité de l'ouverture du compte de capital, et ne peuvent être traitées qu'en étudiant les données sous la loupe d'un modèle formel.

Gourinchas et Jeanne (2003b) mesurent les gains de l'intégration financière internationale au moyen du modèle de croissance néoclassique. Ce cadre est de plus en plus utilisé depuis quelques années pour étudier le développement et la convergence dans une perspective internationale (Hall and Jones, 1999). Les méthodes d'étalonnage développées par Hall et Jones et d'autres auteurs de travaux similaires sont appliquées par Gourinchas et Jeanne (2003b) pour estimer les gains apportés par l'intégration financière internationale.

Le modèle néoclassique convient bien pour mesurer par exemple les gains en « *efficience de l'allocation internationale* » qu'apporte l'intégration, gains qui proviennent du fait que la « libre circulation du capital facilite une allocation mondiale efficiente de l'épargne et aide à canaliser les ressources vers leurs emplois les plus productifs, augmentant ainsi la croissance et la prospérité économiques » (Fischer, 1998). En revanche, ce cadre ne saisit pas les gains que les pays pourraient tirer de l'intégration par d'autres canaux, plus indirects, comme la diffusion des technologies ou la discipline imposée aux politiques intérieures par les marchés internationaux.

Dans le cadre néoclassique, les écarts du PIB par habitant entre les pays à un instant donné peuvent être décomposés en écarts du capital physique et humain par habitant, et en écarts de productivité. L'intégration financière internationale accélère la croissance et la convergence des pays pauvres en capital en permettant l'entrée du capital étranger. En outre, elle peut accélérer l'accumulation de capital humain en accroissant le salaire réel et le rendement de l'enseignement. Ces effets sont toutefois transitoires : le sentier à long terme du PIB par habitant est entièrement déterminé par la productivité du pays, qu'on suppose exogène au régime du compte d'opérations en capital.

Ainsi, la mesure dans laquelle les pays bénéficient de l'intégration financière dépend de leur pauvreté en capital. À partir de données sur l'investissement tirées des tableaux Penn World et des données du capital humain de Barro et Lee, Gourinchas et Jeanne (2003b) calculent le niveau de capital physique, de capital humain et la productivité de 82 pays non

membres de l'OCDE. Ils comparent ensuite le niveau de capital physique observé avec le niveau théorique qui devrait être observé si les pays pouvaient prêter ou emprunter librement au taux d'intérêt mondial. La première colonne du tableau A2.1 donne le ratio du capital observé au niveau qui devrait prévaloir en régime d'intégration financière parfaite pour différents groupes de pays. L'Afrique, avec un ratio supérieur à un, paraît être un exportateur naturel de capital⁴⁸. L'Amérique latine est proche de l'équilibre et l'Asie paraît pauvre en capital — principalement à cause de la Chine et de l'Inde⁴⁹. Ainsi l'Amérique latine devrait bénéficier relativement peu de l'intégration financière internationale, l'Afrique et l'Asie davantage — la première comme exportatrice de capital, la seconde comme importatrice.

Ces conjectures se trouvent validées dans la seconde colonne du tableau, qui présente les gains de l'intégration en 1995 exprimés sous forme d'augmentation permanente de la consommation intérieure, en supposant une croissance de la productivité des pays identique à celle des États-Unis. Pour les pays d'Amérique latine, l'ouverture apporte un gain de prospérité équivalant à une augmentation permanente de 0,32 % de la consommation intérieure. Pour les pays d'Asie et d'Afrique le gain n'est pas beaucoup plus important (1,07 % et 0,83 % respectivement). Ce faible gain, malgré une pauvreté considérable en capital, est dû à ce que le modèle prédit que les pays pauvres en capital finissent par accumuler du capital même en régime d'autarcie financière.

Globalement, ces avantages apparaissent inférieurs d'un ordre de grandeur aux gains que les économistes et les responsables des politiques de développement cherchent à réaliser. Aux fins de comparaison, Gourinchas et Jeanne (2003b) montrent que l'élimination de 25 % de l'écart de productivité avec les États-Unis — soit une croissance de la productivité plus petite que celle enregistrée dans l'après-guerre par Singapour, Hong-Kong ou Israël — donnerait un avantage de prospérité plus de cent fois plus grand que l'intégration financière internationale.

Le cadre néoclassique suggère aussi que l'intégration financière internationale ne conduit pas à une convergence appréciable entre les pays développés et les pays moins développés. La raison de ce résultat est simple. Pour que l'intégration financière internationale exerce un impact substantiel sur la convergence, il faudrait que la rareté du capital soit un déterminant significatif de l'inégalité du PIB par habitant entre les pays. Les données montrent cependant que c'est l'inverse qui est vrai : les pays moins développés ont un revenu par habitant plus bas principalement parce qu'ils sont moins productifs ou que leur économie souffre de distorsions locales, et non parce qu'ils sont pauvres en capital.

⁴⁸ Bien que le niveau de capital par habitant soit beaucoup plus bas dans les pays africains que dans les économies développées, ils ne sont pas pauvres en capital du fait de leur faible productivité totale des facteurs ainsi que du faible niveau d'efficacité avec laquelle ils accumulent du capital humain et physique.

⁴⁹ Les moyennes sont pondérées en fonction de la population et la Chine et l'Inde représentent plus de la moitié de la population de l'échantillon.

En guise de mise en garde finale, il ne faut pas nécessairement conclure des résultats de Gourinchas et Jeanne (2003b) que les gains de l'intégration sont en réalité petits. Ces résultats suggèrent plutôt que lorsque les gains sont importants, ils ne sont pas principalement dus à une efficacité accrue de l'allocation internationale, mais à des canaux plus indirects qui échappent au modèle néoclassique.

Tableau A2.1. Pays non membres de l'OCDE : gains de l'intégration financière internationale

Pays non membres de l'OCDE	Ratio de capital	Gains de l'intégration	Ratio de la productivité à celle des États-Unis	Nombre d'observations
			(Pourcentage)	
Ensemble des pays de l'échantillon	0,68	0,95	0,30	60
Pays à faible revenu	0,66	0,96	0,28	21
Pays à revenu intermédiaire (tranche inférieure)	0,63	1,16	0,27	21
Pays à revenu intermédiaire (tranche supérieure)	1,03	0,35	0,49	13
Afrique	1,20	0,83	0,35	25
Amérique latine	1,06	0,32	0,46	22
Asie	0,55	1,07	0,27	13
Sauf Chine et Inde	0,96	0,65	0,38	58
Chine et Inde	0,51	1,14	0,26	2

Source : ce tableau est fondé sur les tableaux 4, 8 et 9 de Gourinchas et Jeanne (2003b).

Notes : Moyennes pondérées en fonction de la population, 1995. OCDE = Organisation de coopération et de développement économiques. La colonne 1 indique le ratio du stock de capital observé au stock de capital prédit par le modèle néoclassique dans des conditions d'intégration financière parfaite. La colonne 2 indique l'augmentation permanente de la consommation (en pourcentage) qui offre le même gain de prospérité que de passer de l'autarcie financière à l'ouverture financière. La colonne 3 indique le ratio de la productivité de la main-d'œuvre en augmentation à celle des États-Unis.

¹Les 82 pays non membres de l'OCDE de l'échantillon utilisé par Gourinchas et Jeanne (2003b).

Calcul des gains de prospérité potentiels obtenus par le partage international des risques

L'intégration financière internationale pourrait entraîner des gains de productivité éventuellement importants en permettant aux résidents, aux entreprises et aux pays de lisser les fluctuations de leur consommation/recettes en réduisant par diversification les risques spécifiques aux pays. Par exemple pendant les récessions, les pays peuvent emprunter sur les marchés internationaux et atténuer l'impact défavorable des baisses de la production totale sur la consommation et l'investissement. Au cours des expansions, ils peuvent prêter à d'autres pays et/ou rembourser les emprunts contractés pendant les récessions. Les personnes et les entreprises résidentes peuvent aussi utiliser les marchés financiers internationaux pour lisser leur consommation et recevoir d'importants avantages de prospérité à mesure que ces marchés étendent considérablement la panoplie d'instruments financiers disponibles aux fins du partage international du risque. Les firmes peuvent investir dans des usines à l'étranger pour se protéger des chocs liés aux variations des coûts ou de la productivité du marché intérieur.

Les pays en développement, en particulier, peuvent obtenir d'importants gains de prospérité par le partage international des risques, eu égard au caractère fortement instable de l'évolution des revenus et de la consommation dans ces pays. D'une façon générale, les possibilités de tirer parti du partage international des risques tendent à être importantes lorsque la consommation d'un pays est instable, corrélée positivement à la croissance de la production intérieure, et peu corrélée avec la consommation mondiale. Des études empiriques récentes suggèrent que ces traits tendent à caractériser la plupart des pays en développement. En moyenne cela est particulièrement vrai pour les économies PIF, un peu moins pour les économies MIF, et encore moins pour les économies avancées.

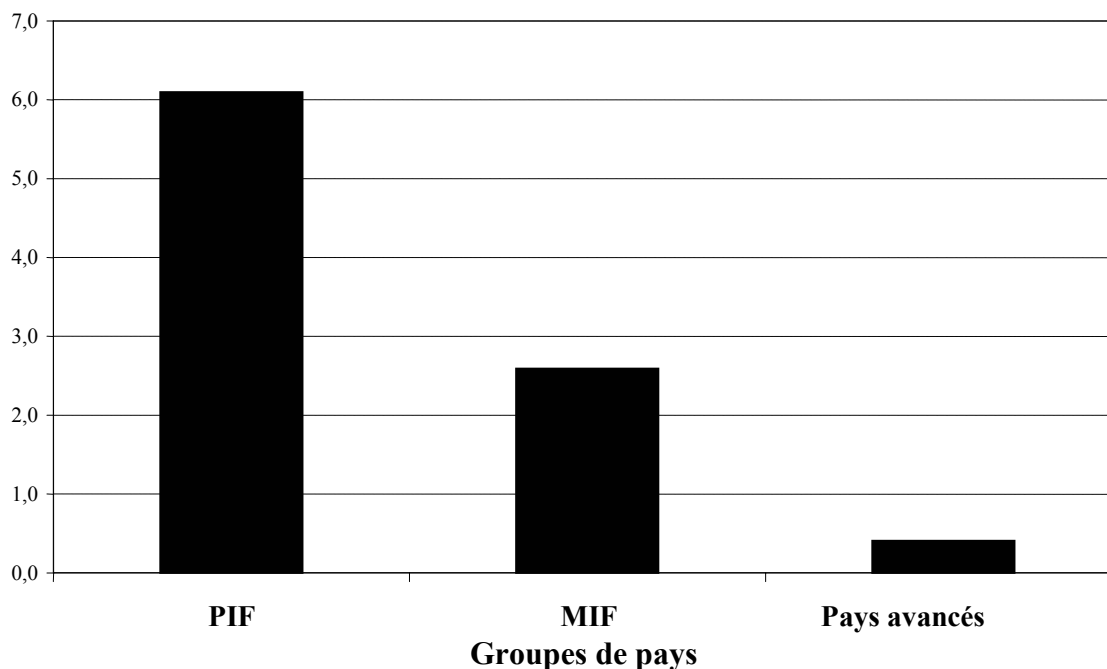
Les gains de prospérité que peut offrir le partage international des risques et la réduction subséquente de l'instabilité de la consommation peuvent être calculés au moyen d'un modèle simple (voir les détails ci-après)⁵⁰. En bref, le modèle compare deux scénarios. Le premier ne présente aucun partage supplémentaire des risques — par rapport à ce qui est déjà implicite dans le comportement observé de la consommation —, tandis que dans le second le partage des risques est parfait de sorte que chaque pays consomme une fraction constante de la consommation mondiale totale. Puisque la consommation mondiale totale tend à être moins instable que celle des pays pris individuellement, le second scénario aboutit à des structures de consommation nationale plus lisses. Le modèle peut servir à produire des estimations quantitatives de l'équivalent-consommation de l'accroissement de prospérité résultant de ces réductions de l'instabilité de la consommation.

La figure A3.1 indique les gains médians — en consommation par habitant — pour chaque groupe d'économies. Les gains sont en général inversement proportionnels au niveau

⁵⁰ Les calculs suivent étroitement la méthodologie employée par van Wincoop (1994 et 1999).

courant d'intégration financière avec l'économie mondiale. Les fluctuations très instables de la consommation que subissent les économies PIF signifient que les avantages de l'intégration financière et les réductions subséquentes de l'instabilité de la consommation seraient très importantes pour ces économies. En moyenne, ces avantages auraient le même effet qu'une augmentation permanente de 6 % environ du niveau de la consommation par habitant⁵¹. Même pour les économies MIF, les gains éventuels d'un partage international accru des risques sont tout à fait significatifs.

Figure A3.1. Gains de prospérité offerts par le partage international des risques
(En pourcentage de la consommation)



Source : calculs des auteurs.

Notes : MIF = mieux intégrés financièrement. PIF = peu intégrés financièrement.

⁵¹ Si les estimations effectives de la prospérité dépendent du paramétrage du modèle, l'allure générale de ces résultats n'est pas modifiée par les valeurs choisies pour les paramètres.

Méthodologie

Cette sous-section explique brièvement la méthodologie sur laquelle reposent les calculs des gains de prospérité résumés ci-dessus. Au cours de la décennie écoulée, un corpus croissant d'études a examiné les conséquences pour la prospérité du partage international des risques. Tandis que certaines études se concentrent sur les gains de prospérité à partir des séries de la consommation, d'autres examinent les gains du partage des risques au moyen de données sur le rendement des actions tirées de ces travaux. Dans ces études, une consommatrice/épargnante est en mesure d'accroître sa prospérité courante parce qu'elle peut réduire l'instabilité de l'utilité marginale de sa consommation ou de son patrimoine sur sa vie entière en mutualisant le risque spécifique au pays associé aux fluctuations de sa consommation ou de son patrimoine.

La plupart de ces études emploient des modèles d'agent représentatif dynamiques et considèrent une variété de processus stochastiques pour les séries de consommation⁵². L'approche type de ces études consiste à déterminer l'allocation de la consommation dans deux environnements. Dans le premier environnement, il n'y a pas de partage des risques et la consommation intérieure est égale à la production intérieure. Dans le second environnement, il y a souvent partage parfait du risque de consommation, car les pays peuvent éliminer par diversification la totalité du risque spécifique au pays associé aux fluctuations de la consommation intérieure⁵³. En passant du premier environnement au second, l'instabilité de la consommation pourrait diminuer dans chaque pays, le niveau de prix des flux de consommation des pays pourrait changer, et les corrélations des séries de consommation entre les pays pourraient se renforcer. Les gains de prospérité résultants sont liés à des réductions de l'instabilité de la consommation et/ou à des modifications du niveau des prix des séries de consommation. Les calculs des gains de prospérité produisent une estimation de la prospérité qui est égale à l'augmentation relative permanente du niveau de consommation attendu qui réaliserait la même prospérité en régime de partage international des risques.

De même que dans plusieurs études antérieures, la pratique normale est suivie ici et les allocations de consommation dans les deux environnements sont calculées au moyen d'un modèle simple d'économie à agent représentatif. En particulier, les calculs des gains de prospérité suivent ici de près la méthodologie employée par van Wincoop (1994 et 1999).

⁵² Alors que les travaux basés sur les séries consommation/production emploient des modèles d'équilibre général où l'utilité dépend du niveau de consommation, les travaux fondés sur le rendement des actions emploient en général des modèles d'équilibre partiel où l'utilité dépend directement du patrimoine. L'approche qui repose sur les statistiques de rendement des actions implique d'élaborer un portefeuille optimal d'actions locales et étrangères qui minore la variance et majore les rendements.

⁵³ Certaines études examinent aussi les conséquences pour la prospérité de dispositions imparfaites de partage des risques à base d'opérations sur obligations sans risque (voir Kim and Kim, 2003; Kim, Kim, and Levin, 2003).

L'économie modèle comporte N pays qui peuvent échanger des créances sur leurs flux de dotations lorsque le partage du risque de consommation est parfait. Les résidents de chaque pays ont les mêmes préférences et l'utilité attendue est égale à :

$$U_i = E \int_0^H e^{-\beta t} \frac{(c_{it})^{1-\gamma}}{1-\gamma} dt$$

où H est l'horizon (nombre d'années), γ représente le taux d'aversion relative pour le risque, c_{it} est la consommation totale des résidents du pays ⁵⁴. y_{it} représente la dotation et suit un cheminement aléatoire assorti d'une dérive :

$$dy_{it} = \mu y_{it} dt + \sigma y_{it} d\eta_i$$

où η_i est un mouvement brownien standard. $\rho = d\eta_i d\eta_k$ ($i \neq k$) représente la corrélation entre les innovations de la croissance des dotations de deux pays différents.

Dans le premier environnement, il n'existe pas de partage additionnel des risques par rapport à ce qui est déjà implicite dans le comportement observé de la consommation et la consommation intérieure est égale à la production intérieure, $c_{it} = y_{it}$. Cette allocation de la consommation engendre l'utilité attendue suivante :

$$U_i = \frac{1 - e^{-vT}}{v} \frac{(c_{i0})^{1-\gamma}}{1-\gamma}$$

où $v = \beta + (\gamma - 1)(\mu - 0.5\gamma\sigma^2)$.

Dans le second environnement, il existe un partage parfait du risque de consommation dans la mesure où les pays peuvent éliminer par diversification la totalité du risque spécifique lié à la consommation intérieure. Ceci implique que la consommation dans chaque pays est égale à la dotation mondiale par habitant, qui est représentée par y^w . La consommation totale d'un pays représentatif suit approximativement dans ce cas un cheminement aléatoire de variance $\sigma_w^2 = \sigma^2((1/N) + (1-1/N)\rho)$ (voir Lewis, 2000). La mesure du gain de prospérité est le pourcentage d'augmentation permanent du niveau attendu

⁵⁴ On suppose que tous les biens de consommation sont échangeables. Il est possible d'envisager une formulation de l'utilité qui distinguerait les biens de consommation échangeables des non échangeables. Cependant il n'est pas possible de partager les risques associés aux fluctuations des biens de consommation non échangeables et notre ensemble de données ne nous permet pas de faire une distinction entre consommation échangeable et consommation non échangeable.

de la consommation qui produit une amélioration équivalente de la prospérité. Le gain approximatif de prospérité pour le pays représentatif est calculé au moyen de la formule suivante

$$\text{Gain de prospérité} \approx -\frac{0.5\gamma d\sigma^2}{r - \bar{\mu}} \left[1 - H(r - \bar{\mu}) \frac{e^{-H(r - \bar{\mu})}}{1 - e^{-H(r - \bar{\mu})}} \right]$$

où $\bar{\mu} = \mu - 0.5\gamma\sigma^2$ désigne le taux de croissance ajusté en fonction des risques, $r = \beta + \gamma\bar{\mu}$ représente le taux d'intérêt des placements sans risque, et $d\sigma^2 = \sigma_w^2 - \sigma^2$ est la variation de la variance de la croissance de la consommation.

Les principaux paramètres du modèle sont aussi tirés de van Wincoop (1999). En particulier, on suppose le taux d'intérêt réel des placements sans risque égal à 0,85 % et le coefficient d'aversion relative pour le risque est fixé à 3⁵⁵. Le taux de croissance moyen et la variance de la consommation intérieure par habitant, ainsi que la corrélation entre la croissance de la consommation intérieure par habitant et la croissance de la consommation mondiale sont estimés pour chaque pays et ces valeurs utilisées dans les calculs. Puisque l'ensemble de données employé couvre la période 1970–97, ces gains correspondent à un horizon de 28 ans. Une baisse du taux des placements sans risque se traduit par des gains de prospérité plus grands, tandis qu'une baisse du coefficient d'aversion pour le risque est associée à des gains plus petits. Les gains de prospérité diminuent avec la corrélation entre la consommation intérieure et la consommation mondiale, tandis qu'ils tendent à augmenter avec l'instabilité des séries de la consommation.

Les gains de prospérité indiqués dans le corps du texte de cette étude sont cohérents avec les estimations trouvées dans certaines études récentes. Tandis que certaines de ces études signalent des gains relativement petits, la majorité d'entre elles constate que les gains du partage des risques sont tout à fait significatifs, en particulier pour les pays en développement comme le montre le tableau A3.1. Van Wincoop (1994) offre une explication détaillée des différences de résultats entre ces diverses études. Il existe quatre grands paramètres qui affectent l'ampleur des gains de prospérité de ces études : 1) l'instabilité de la

⁵⁵ Puisque ces calculs approximatifs ignorent le problème de la détermination du prix des créances internationales, ils n'incluent pas les variations de prospérité liées aux niveaux de prix des flux de dotations des pays. Dans les pays qui présentent des fluctuations très instables de la consommation, les pertes de prospérité dues aux variations des prix peuvent être tout à fait considérables. Cependant, à mesure que l'instabilité de la consommation augmente, le gain de prospérité apporté par le partage des risques augmente rapidement et l'emporte sur les pertes dues au niveau des prix des flux de consommation. Van Wincoop (1994) donne une description étendue des gains liés à ces modifications des prix à partir des données des pays de l'OCDE.

Tableau A3.1. Synoptique des études sur les gains de prospérité offerts par le partage international des risques

Étude	Gains de prospérité
Pays avancés	
Lucas (1987)	Petits
Cole and Obstfeld (1991)	Petits
Backus, Kehoe, and Kydland (1992)	Petits
Mendoza (1995)	Petits
Tesar (1995)	Petits
Kim, Kim, and Levine (2003)	Petits
Obstfeld (1994b)	Grands
van Wincoop (1994, 1996, 1999)	Grands
Pallage and Robe (2003b)	Grands
Epaulard and Pommeret (2003)	Grands
Lewis (1996a)	Grands
Shiller and Athanasoulis (1995)	Grands
Auffret (2001)	Grands
Kim and Kim (2003)	Grands
Pays avancés, MIF et PIF	
Obstfeld (1994a, 1995)	Grands
Pallage and Robe (2003a)	Grands
Athanasoulis and van Wincoop (1997, 2000)	Grands
De Ferranti and others (2000)	Grands
Shiller and Athanasoulis (1995)	Grands

Notes : «Petits» fait référence aux études qui indiquent des gains de prospérité inférieurs à 0,5% et «Grands» aux études qui indiquent des gains de prospérité supérieurs à 0,5%. MIF = mieux intégrés financièrement. PIF = peu intégrés financièrement.

production intérieure; 2) le taux d'aversion relative pour le risque; 3) le taux de croissance pondéré en fonction des risques; et 4) le taux d'intérêt des placements sans risque. Il est aisé de comprendre pourquoi certaines des études produisent des gains de prospérité relativement réduits : dans certaines études (Cole and Obstfeld, 1991; Obstfeld, 1994b), le taux d'intérêt des placements sans risque est très élevé. Certaines études posent en hypothèse certains processus stationnaires pour la consommation ou des séries de chocs, qui engendrent de faibles gains de prospérité à cause de la faible persistance ou instabilité associée à ces processus (Tesar, 1995; Mendoza, 1995).

Certaines études emploient les données des pays avancés et constatent que le partage international des risques apporte des gains de prospérité élevés⁵⁶. Par exemple, van Wincoop (1996 et 1999) constate que pour les pays de l'OCDE les gains de prospérité potentiels du partage international des risques se situent entre 1,1 % et 3,5 %. Plusieurs études récentes considèrent les implications du partage international des risques pour les pays en développement. Athanasoulis et van Wincoop (1997) calculent des estimations du degré d'incertitude associé au potentiel de croissance d'une économie pour divers horizons. Ils constatent que le gain de prospérité du partage des risques associés à l'incertitude de la croissance se situe autour de 6,5 % au moyen de données de 49 pays développés et en développement. Obstfeld (1995) trouve que l'élimination de la variabilité de la consommation par le partage des risques peut aboutir à des gains de prospérité beaucoup plus importants dans les pays en développement et indique que ces gains se situent entre 0,54 % et 5,31 % pour un certain groupe d'économies en développement. Pallage et Robe (2003a) constatent que les gains de prospérité associés au lissage des fluctuations de la consommation sont beaucoup plus grands dans les pays africains qu'aux États-Unis, et, en fonction du paramétrage de l'économie modèle, ces gains peuvent aisément dépasser 10 % pour plusieurs pays africains.

⁵⁶Le calcul des gains du partage international des risques à partir des rendements des actions produit des estimations beaucoup plus élevées des gains de prospérité que celles fondées sur les données de la consommation internationale. Lewis (1999) examine cette question et constate que les principales différences sont dues à l'instabilité beaucoup plus grande des rendements des actions et à la substitution intertemporelle implicite en utilité marginale. Elle indique que les gains du partage international des risques calculés à partir des rendements des actions sont tout à fait considérables, et se situent entre 10 et 50 %. LeBaron (2002) soutient que ces gains sont devenus plus petits au cours des quinze dernières années.

Des titres contingents pour le partage international du risque

Note : Cet appendice a été préparé par Eduardo Borensztein et Paolo Mauro.

Bien que le partage international du risque semble de nature à procurer des avantages substantiels, seuls quelques titres sont disponibles pour en faciliter la pratique. En particulier, il n'existe aucun titre qui permette le transfert international du risque de PIB, c'est-à-dire le risque associé aux fluctuations du revenu global du pays où l'on vit et travaille.

Plusieurs idées ont été envisagées pour remplir ce vide, de nombreux auteurs suggérant une variété de titres dont le rendement dépendrait de l'évolution du PIB du pays concerné. La proposition la mieux connue a été avancée par Shiller (1993), qui a suggéré la création d'un marché d'obligations perpétuelles sur le PIB des pays. En vendant à découvert ces créances, les particuliers pourraient s'assurer contre le risque global d'une chute du revenu de leur propre pays. Cela apporterait des avantages de diversification substantiels, car les corrélations entre les PIB des pays sont relativement faibles. Il faudrait cependant créer de toutes pièces l'infrastructure du marché de ces créances perpétuelles.

Une autre solution, moins ambitieuse mais plus pratique, pourrait consister à ce que les pays émettent des obligations dont le rendement serait indexé sur leur propre PIB, ainsi que l'ont proposé plusieurs auteurs après la crise internationale de la dette des années 80 (voir dans Borensztein and Mauro, 2002, un examen de ces propositions). Cela ne ferait qu'ajouter une clause d'indexation — par exemple sur le taux du coupon — à des instruments de dette par ailleurs ordinaires. Comme les difficultés des emprunteurs souverains à assurer le service de leur dette résultent souvent de conditions macroéconomiques défavorables, des obligations indexées offrant des paiements d'intérêts élevés les bonnes années et bas les mauvaises années pourraient contribuer à réduire le risque de crises de la dette. Elles offriraient aussi davantage de latitude à la politique budgétaire pour réagir à la situation économique intérieure. De telles obligations indexées seraient l'équivalent d'une obligation «ordinaire» et d'une créance de même échéance sur le PIB du pays. Si un pays désirait obtenir des prestations d'assurance substantielles de ces obligations indexées, il n'aurait sans doute pas à payer une prime d'assurance très élevée — comparée aux obligations ordinaires — pour que les investisseurs internationaux les acceptent. En fait, du point de vue des investisseurs internationaux, le risque de PIB associé à chaque pays est presque entièrement diversifiable.

Jusqu'à ce jour les expériences d'obligations indexées sur le PIB se sont limitées à quelques petites émissions dans le contexte de restructurations de type Brady. La Bosnie-Herzégovine, la Bulgarie et le Costa Rica ont inclus des clauses dans leurs obligations Brady prévoyant des remboursements plus élevés une fois atteints certains niveaux de PIB ou de PIB par habitant. Ces clauses servent principalement à inciter les investisseurs à tirer profit de l'amélioration éventuelle de la capacité de remboursement des pays débiteurs, plutôt qu'à rendre les défauts moins probables. Des obligations similaires prévoient une augmentation de la valeur de la créance («recouvrement de valeur») si certaines conditions favorables — telles

qu'une hausse des prix ou du volume des exportations de pétrole — sont réunies, notamment dans les cas du Mexique et du Venezuela.

Un certain nombre de raisons font que l'emploi de ce type d'instruments est resté limité. Les titres inhabituels ou difficiles à comprendre ne suscitent souvent qu'un marché réduit, assorti d'une prime d'illiquidité. Il est coûteux de développer de nouveaux instruments, mais ils peuvent être imités à bas prix. On peut aussi craindre qu'un instrument qui offre une assurance-risques étendue ne diminue les incitations à investir et à réformer les politiques. De façon peut-être plus tangible, les investisseurs pourraient éprouver des réticences envers un instrument dont le rendement dépend de statistiques produites par l'État émetteur lui-même. Il faut cependant noter que les obligations indexées sur l'inflation sont d'usage répandu, aussi bien dans les économies avancées comme le Royaume-Uni que dans les économies émergentes comme le Chili.

L'intervention officielle a souvent facilité de façon décisive l'innovation financière — par exemple pour l'introduction des titres adossés à des créances hypothécaires aux États-Unis — et elle peut aussi contribuer à encourager le développement de marchés d'obligations internationales souveraines indexées sur le PIB ou des variables similaires. Les institutions financières internationales pourraient jouer un rôle, par exemple, en aidant à garantir la fiabilité des statistiques économiques nationales.

La mondialisation financière et les petits États

Il n'existe pas de définition officielle de ce qu'est un petit État, mais on considère généralement que cette étiquette s'applique aux économies souveraines de population inférieure à 1,5 million de personnes. Selon ce critère, 45 pays en développement, soit 41 des 184 pays membres du FMI, sont de petits États. Le tableau A5.1 présente quelques statistiques sommaires comparant les petits États aux autres pays en développement et aux pays industrialisés pour la période 1960–2000. Les petits États sont relativement plus ouverts au commerce, ce qui signifie qu'ils dépendent généralement davantage des recettes d'exportation que les autres pays en développement. Leurs structure de production et bases d'exportation tendent aussi à être moins diversifiées. Si les petits États ont développé des liaisons commerciales fortes avec l'économie mondiale, leurs liens financiers sont plus faibles. Bien que le ratio moyen du volume des flux de capitaux au PIB soit plus grand pour les petits états que pour les autres pays en développement, il demeure néanmoins inférieur de 25 % environ à celui des économies industrialisées. La dépendance envers l'aide est un problème important dans plusieurs petits États où l'aide étrangère demeure une source importante de revenu.

La croissance moyenne de la production a été plus élevée dans les petits États que dans les autres économies au cours des quatre décennies écoulées. Ce résultat semble avoir été dû à deux grands facteurs — les liaisons commerciales fortes des petits États et leurs ratios d'investissement substantiellement plus élevés. Ainsi, l'ouverture au commerce a présenté des avantages significatifs pour les petits États.

Les petits États font face à de nombreux désavantages dus au caractère étroit et non diversifié de leur production et de leur base d'exportations. Ils sont vulnérables aux chocs extérieurs puisqu'ils sont relativement plus ouverts, que leurs structures de production et d'exportation sont très spécialisées, et qu'ils dépendent relativement davantage des recettes d'exportation. Ils doivent faire face en outre à une variété d'inconvénients inhérents à leur situation géographique. Nombre d'entre eux sont situés loin des grands centres de commerce, ce qui accroît considérablement le coût de leurs exportations et importations. Du fait de la géographie, de nombreuses petites économies sont très exposées aux désastres naturels comme les tremblements de terre et les ouragans, qui peuvent frapper un pays entier simultanément et avoir par conséquent un impact économique dévastateur.

Si la liste est longue des difficultés particulières qui sont le lot des petits États, la plupart d'entre elles sont en définitive liées au fait que leur production présente une instabilité relativement élevée, même après correction de l'influence du niveau de revenu et du degré d'ouverture. Une des raisons pourrait être que les petites économies tendent à être moins diversifiées et plus vulnérables aux chocs extérieurs. De fait les fluctuations des termes de l'échange des petits États tendent à être plus instables et très persistantes. Le partage des risques de consommation paraît constituer une difficulté importante pour les petits États, car le ratio moyen de l'écart type de la croissance de la consommation à celui de la croissance de la production est encore plus élevé dans ces pays. En outre, les flux d'aide étrangère vers de nombreux petits États sont fortement instables et tendent à être corrélés

Tableau A5.1. Les petits États sont-ils différents?
Quelques statistiques sommaires (1960–2000)

Groupes de pays	<i>Intégration et dépendance envers l'aide</i>			<i>Mesures de l'instabilité</i>			
	<i>(En pourcentage du PIB)</i>			<i>(Pourcentage)</i>			
	Ouverture commerciale	Ouverture financière	Dépendance envers l'aide	Production	Consommation privée	Termes de l'échange	Gains de prospérité
Petits États	111,5	7,9	19,5	5,8	12,6	5,6	15,3
Autres pays en développement	60,5	4,5	8,4	4,9	8,2	4,2	6,1
Pays industrialisés	63,3	10,4	—	2,5	2,6	1,5	0,7

Source : Kose and Prasad (2003).

Note : L'ouverture financière est mesurée comme le ratio des entrées et sorties de capitaux au PIB.

positivement avec le PIB national, ce qui signifie qu'ils pourraient accentuer encore l'instabilité du revenu de ces pays.

Ces constatations signifient que le partage international des risques présente des conséquences importantes pour la prospérité des petits États. De fait, pour ces petits États, les gains de prospérité peuvent être très importants, et équivalent à l'augmentation de prospérité qui résulterait d'un accroissement définitif de 15 % du niveau de la consommation. Les gains potentiels sont même beaucoup plus grands pour les petits États que pour les autres pays en développement puisque la consommation des premiers est tellement plus instable que celle des autres.

Les liaisons commerciales ont déjà aidé beaucoup de ces économies à accroître la taille des marchés de leurs produits et à profiter d'économies d'échelle. L'ouverture aux flux de capitaux offrirait aussi des possibilités de diversification dans de nouveaux secteurs, augmentant l'investissement et la croissance, et permettant un meilleur partage des risques. Les flux commerciaux comme les flux financiers peuvent aussi améliorer la vitesse du transfert technologique vers ces économies. En outre, la mondialisation offre à ces économies l'occasion d'absorber et d'adopter les meilleures pratiques internationales en matière de gouvernance et d'autres structures institutionnelles.

Les politiques macroéconomiques et structurelles classiques sont importantes pour récolter les avantages et réduire les risques de la mondialisation. Il est vital pour les petits États d'améliorer leurs cadres macroéconomiques afin de conserver une marge de manœuvre en cas de choc. En outre, des cadres macroéconomiques et structurels médiocres pourraient avoir pour résultat d'accentuer et de prolonger les effets de chocs extérieurs défavorables. Étant donné que les flux d'aide sont très instables et difficilement prévisibles, il est capital pour les petits États de concevoir des cadres budgétaires flexibles. En outre, il apparaît de plus en plus que les flux d'aide sont utilisés plus efficacement dans les pays qui disposent de meilleures structures de gouvernance et que dans les pays qui appliquent des politiques macroéconomiques saines, les flux d'aide s'accompagnent d'entrées de capitaux d'investissement direct étranger.

Données

Sauf indication contraire, les principales sources des données utilisées dans cette étude sont les *Statistiques financières internationales* du FMI et les *Indicateurs du développement dans le monde* de la Banque mondiale. L'échantillon statistique de base est composé de 76 pays — 21 industrialisés et 55 en développement⁵⁷.

Pays industrialisés

Allemagne (DEU), Australie (AUS), Autriche (AUT), Belgique (BEL), Canada (CAN), Danemark (DNK), Espagne (ESP), États-Unis (USA), Finlande (FIN), France (FRA), Grèce (GRC), Irlande (IRL), Italie (ITA), Japon (JPN), Nouvelle-Zélande (NZL), Norvège (NOR), Pays-Bas (NLD), Portugal (PRT), Royaume-Uni (GBR), Suède (SWE) et Suisse (CHE).

Pays en développement

Ceux-ci sont groupés en pays mieux intégrés financièrement (22) et pays peu intégrés financièrement (33).

Pays mieux intégrés financièrement

Afrique du Sud (ZAF), Argentine (ARG), Brésil (BRA), Chili (CHL), Chine (CHN), Colombie (COL), Égypte (EGY), RAS de Hong Kong (HKG), Inde (IND), Indonésie (IDN), Israël (ISR), Malaisie (MYS), Mexique (MEX), Maroc (MAR), Pakistan (PAK), Pérou (PER), Philippines (PHL), République de Corée (KOR), Singapour (SGP), Thaïlande (THA), Turquie (TUR) et Venezuela (VEN).

Pays peu intégrés financièrement

Algérie (DZA), Bangladesh (BGD), Bénin (GEN), Bolivie (BOL), Botswana (BWA), Burkina Faso (BFA), Burundi (BDI), Cameroun (CMR), Costa Rica (CRI), Côte-d'Ivoire (CIV), Équateur (ECU), El Salvador (SLV), Gabon (GAB), Ghana (GHA), Guatemala (GTM), Haïti (HTI), Honduras (HND), Jamaïque (JAM), Kenya (KEN), Maurice (MUS), Nicaragua (NIC), Niger (NER), Nigéria (NGA), Panama (PAN), Papouasie-Nouvelle-Guinée (PNG), Paraguay (PRY), République arabe syrienne (SYR), République Dominicaine (DOM), Sénégal (SEN), Sri Lanka (LKA), Togo (TGO), Tunisie (TUN) et Uruguay (URY).

⁵⁷ Les pays suivants ont été exclus de l'analyse : les petits pays (ceux dont la population est inférieure à 1 million de personnes), les économies en transition, certains producteurs de pétrole, et d'autres pays dont les données sont incomplètes ou visiblement peu fiables.

Références

- Abed, George, and Sanjeev Gupta, 2002, *Governance, Corruption, and Economic Performance* (Washington: International Monetary Fund).
- Acemoglu, Daron, Simon Johnson, and James A. Robinson, 2001, “Reversal of Fortune: Geography and Institutions in the Making of the Modern World Income Distribution,” MIT Working Paper 01/38 (Cambridge, Massachusetts: Massachusetts Institute of Technology, Department of Economics).
- Aitken, Brian, and Ann Harrison, 1999, “Do Domestic Firms Benefit from Direct Foreign Investment? Evidence from Venezuela,” *American Economic Review*, Vol. 89 (June), p. 605–18.
- Aizenman, Joshua, 2002, “Volatility, Employment, and the Patterns of FDI in Emerging Markets,” NBER Working Paper No. 9397 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Alesina, Alberto, Vittorio Grilli, and Gian Maria Milesi-Ferretti, 1994, “The Political Economy of Capital Controls,” in *Capital Mobility: The Impact on Consumption, Investment, and Growth*, ed. by Leonardo Leiderman and Assaf Razin (Cambridge, England: Cambridge University Press for the Center for Economic Policy Research).
- Alfaro, Laura, Areendam Chanda, Sebnem Kalemli-Ozcan, and Selin Sayek, 2002, “FDI and Economic Growth, The Role of Local Financial Markets,” Working Paper (University of Houston).
- Allum, Peter, and Mehmet Agça, 2001, “Economic Data Dissemination: What Influences Country Performance on Frequency and Timeliness,” IMF Working Paper 01/173 (Washington: International Monetary Fund).
- Arteta, Carlos, Barry Eichengreen, and Charles Wyplosz, 2001, “On the Growth Effects of Capital Account Liberalization” (unpublished; Berkeley: University of California).
- Athanasoulis, Stefano, and Robert Shiller, 2001, “World Income Components: Measuring and Exploiting Risk-Sharing Opportunities,” *American Economic Review*, Vol. 91 (September), p. 1031–54.
- Athanasoulis, Stefano, and Eric van Wincoop, 1997, “Growth Uncertainty and Risksharing,” Staff Report No. 30, (Federal Reserve Bank of New York).
- , 2000, “Growth Uncertainty and Risksharing,” *Journal of Monetary Economics*, Vol. 45 (June), p. 477–505.

- Attanasio, Orazio P., and Giovanni L. Violante, 2000, "The Demographic Transition in Closed and Open Economies: A Tale of Two Regions," IADB Working Paper No. 412 (Washington: Inter-American Development Bank).
- Auffret, Philippe, 2001, "An Alternative Unifying Measure of Welfare Gains from Risk Sharing," World Bank Working Paper No. 2676 (Washington: World Bank).
- Backus, David K., Patrick J. Kehoe, and Finn E. Kydland, 1992, "International Real Business Cycles," *Journal of Political Economy*, Vol. 100 (August), p. 745–75.
- Bailliu, Jeannine, 2000, "Private Capital Flows, Financial Development, and Economic Growth in Developing Countries," Bank of Canada Working Paper No. 2000–15 (Ottawa: Bank of Canada).
- Bakker, Age, and Bryan Chapple, 2002, *Advanced Country Experiences with Capital Account Liberalization*, IMF Occasional Paper No. 214 (Washington: International Monetary Fund).
- Baldacci, Emanuele, Luiz de Mello et Gabriela Inchauste, 2002, «Crises financières, pauvreté et répartition du revenu», *Finances & Développement*, vol. 39 (juin), p. 24–27.
- Bartolini, Leonardo, and Allan Drazen, 1997a, "Capital-Account Liberalization as a Signal," *American Economic Review*, Vol. 87 (March), p. 138–54.
- , 1997b, "When Liberal Policies Reflect External Shocks, What Do We Learn?" *Journal of International Economics*, Vol. 42 (May), p. 249–73.
- Bayoumi, Tamim, Giorgio Fazio, Manmohan Kumar, and Ronald MacDonald, 2003, "Fatal Attraction: Using Distance to Measure Contagion in Good Times As Well As Bad," CEPR Discussion Paper No. 3870 (London: Center for Economic Policy Research).
- Beck, Thorsten, Ross Levine, and Norman Loayza, 2000, "Finance and the Sources of Growth," *Journal of Financial Economics*, Vol. 58 (October–November), p. 261–300.
- Bekaert, Geert, Campbell R. Harvey, and Christian Lundblad, 2001a, "Does Financial Liberalization Spur Growth?" NBER Working Paper No. 8245 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- , 2001b, "Emerging Equity Markets and Economic Development," *Journal of Development Economics*, Vol. 66 (December), p. 465–504.
- , 2002a, "Growth Volatility and Equity Market Liberalization," Working Paper, (Durham, North Carolina: Fuqua School of Business, Duke University).

- , 2002b, “Does Financial Liberalization Spur Growth?” (unpublished; New York: Columbia University).
- Bikhchandani, Sushil, and Sunil Sharma, 2000, “Herd Behavior in Financial Markets,” *Staff Papers*, International Monetary Fund, Vol. 47, No. 3, p. 279–310.
- Blankenau, William, M. Ayhan Kose, and Kei-Mu Yi, 2001, “Can World Real Interest Rates Explain Business Cycles in a Small Open Economy?,” *Journal of Economic Dynamics and Control*, Vol. 26 (June–July), p. 867–89.
- Blomström, Magnus, 1986, “Foreign Investment and Productive Efficiency: The Case of Mexico,” *Journal of Industrial Economics*, Vol. 35 (September), p. 97–110.
- , Robert Lipsey, and Mario Zejan, 1994, “What Explains Developing Country Growth?” NBER Working Paper No. 4132 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Borensztein, Eduardo, José De Gregorio, and Jong-Wha Lee, 1998, “How Does Foreign Direct Investment Affect Growth?” *Journal of International Economics*, Vol. 45 (June), p. 115–35.
- Borensztein, Eduardo, and R. Gaston Gelos, 2002, “A Panic-Prone Pack? The Behavior of Emerging Market Mutual Funds,” IMF Working Paper 00/198 (Washington: International Monetary Fund).
- Borensztein, Eduardo, and Paolo Mauro, 2002, “Reviving the Case for GDP-Indexed Bonds,” IMF Policy Discussion Paper 02/10 (Washington: International Monetary Fund).
- Bosworth, Barry, and Susan Collins, 1999, “Capital Flows to Developing Economies: Implications for Saving and Investment,” *Brookings Paper on Economic Activity: 1*, Brookings Institution, p. 143–80.
- Boyer, Brian H., Michael S. Gibson, and Mico Loretan, 1999, “Pitfalls in Tests for Changes in Correlations,” IFS Discussion Paper No. 597R (Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System).
- Brainard, William C. and Richard N. Cooper (1968), “Uncertainty and Diversification of International Trade,” *Food Research Institute Studies in Agricultural Economics, Trade, and Development*, Vol. 8, p. 257–85.
- Brooks, Robin, 2000, “Population Aging and Global Capital Flows in a Parallel Universe,” IMF Working Paper 00/151 (Washington: International Monetary Fund), forthcoming in *IMF Staff Papers*.

- Buch, Claudia M., Jörg Döpke, and Christian Pierdzioch, 2002, "Financial Openness and Business Cycle Volatility," Working Paper (Kiel, Germany: Kiel Institute for World Economics).
- Calvo, Guillermo, 1998, "Varieties of Capital-Market Crises," IEA Conference Volume No. 118 (New York: St. Martin's Press and London: Macmillan Press for the International Economic Association).
- , Leonardo Leiderman, and Carmen Reinhart, 1993, "Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: The Role of External Factors," *Staff Papers*, International Monetary Fund, Vol. 40 (March), p.108–51.
- Calvo, Guillermo et Carmen M. Reinhart, 1999, «Face aux reflux de capitaux, l'arme du taux de change ou la dollarisation», *Finances & Développement*, vol. 36 (septembre), p. 13–15.
- , 2000, "When Capital Inflows Suddenly Stop: Consequences and Policy Options" in *Reforming the International Monetary and Financial System*, ed. by Peter B. Kenen and Alexander K. Swoboda (Washington: International Monetary Fund), p.175–201.
- , 2002, "Fear of Floating," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 117 (May), p. 379–408.
- Caprio, Gerard, and Patrick Honohan, 1999, "Restoring Banking Stability: Beyond Supervised Capital Requirements," *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 13 (Fall), p. 43–64.
- Caramazza, Francesco, Luca Ricci, and Ranil Salgado, 2000, "Trade and Financial Contagion in Currency Crises," IMF Working Paper 00/55 (Washington: International Monetary Fund).
- Carlson, Mark A., and Leonardo Hernández, 2002, "Determinants and Repercussions of the Composition of Capital Inflows," IMF Working Paper 02/86 (Washington: International Monetary Fund).
- Chanda, Areendam, 2000, "The Influence of Capital Controls on Long Run Growth: Where and How Much?" Working Paper (Raleigh, North Carolina: North Carolina State University).
- Choe, Hyuk, Bong-Chan Kho, and René Stulz, 1999, "Do Foreign Investors Destabilize Stock Markets? The Korean Experience in 1997," *Journal of Financial Economics*, Vol. 54 (October), p. 227–64.
- Claessens, Stijn, and Kristin Forbes, 2001, *International Financial Contagion* (Boston: Kluwer Academic Publishers).

- Cole, Harold L., and Maurice Obstfeld, 1991, "Commodity Trade and International Risksharing: How Much Do Financial Markets Matter?" *Journal of Monetary Economics*, Vol. 28 (August), p. 3–24.
- Corsetti, Giancarlo, Marcello Pericoli, and Massimo Sbracia, 2002, "Some Contagion, Some Interdependence: More Pitfalls in Tests of Financial Contagion," CEPR Discussion Paper No. 3310 (London: Center for Economic Policy Research).
- Deaton, Angus, 2001, "Counting the World's Poor: Problems and Possible Solutions," *World Bank Research Observer*, Vol. 16 (Fall), p. 125–47.
- de Ferranti, David, and others, 2000, *Securing Our Future in a Global Economy* (Washington: World Bank).
- Dellas, Harris, and Martin K. Hess, 2002, "Financial Development and the Sensitivity of Stock Markets to External Influences," *Review of International Economics*, Vol. 10 (August), p. 525–38.
- De Mello, Luiz, 1999, "Foreign Direct Investment-Led Growth: Evidence from Time Series and Panel Data," *Oxford Economic Papers*, Vol. 51 (January), p. 133–51.
- Demirgüç-Kunt, Asli, and Enrica Detragiache, 1998, "Financial Liberalization and Financial Fragility," IMF Working Paper 98/83 (Washington: International Monetary Fund).
- , 1999, "Financial Liberalization and Financial Fragility," in *Annual World Bank Conference on Development Economics 1998*, ed. by Boris Pleskovic and Joseph E. Stiglitz (Washington: World Bank).
- Demirgüç-Kunt, Asli, and Vojislav Maksimovic, 1999, "Institutions, Financial Markets, and Firm Debt Maturity," *Journal of Financial Economics*, Vol. 54 (December), p. 295–336.
- Detragiache, Enrica, and Antonio Spilimbergo, 2001, "Crises and Liquidity: Evidence and Interpretation," IMF Working Paper 01/2 (Washington: International Monetary Fund).
- Dollar, David, and Aart Kraay, 2001a, "Growth Is Good for the Poor," World Bank Policy Research Working Paper No. 2587 (Washington: World Bank).
- , 2001b, «Échanges, croissance et pauvreté», *Finances & Développement*, vol. 38 (septembre), p.16–19.
- Dooley, Michael P., Stijn Claessens, and Andrew Warner, 1995, "Portfolio Capital Flows" Hot or Cool?," *World Bank Economic Review*, Vol. 9, No. 1, p. 53–174, reprinted in Mike J. Howell, ed., 1996, *Investing in Emerging Markets* (London: Eurocurrency Publications).

- Easterly, William, Roumeen Islam, and Joseph E. Stiglitz, 2001, "Shaken and Stirred: Explaining Growth Volatility," in *Annual World Bank Conference on Development Economics*, ed. by Boris Pleskovic and Nicholas Stern (Washington: World Bank).
- Easterly, William, and Ross Levine, 2001, "It's Not Factor Accumulation: Stylized Facts and Growth Models," *World Bank Economic Review*, Vol. 15, No. 2, p. 177–219.
- Edison, Hali, Michael Klein, Luca Ricci, and Torsten Sløk, 2002, "Capital Account Liberalization and Economic Performance: A Review of the Literature," IMF Working Paper 02/120 (Washington: International Monetary Fund).
- Edison, Hali, Ross Levine, Luca Ricci, and Torsten Sløk, 2002, "International Financial Integration and Economic Growth," *Journal of International Money and Finance*, Vol. 21 (November), p. 749–76.
- Edison, Hali, and Frank Warnock, 2001, "A Simple Measure of the Intensity of Capital Controls," International Finance Discussion Paper No. 705 (Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System).
- , 2003, "Cross-Border Listings, Capital Controls, and Equity Flows to Emerging Markets" (Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System).
- Edwards, Sebastian, 2001, "Capital Mobility and Economic Performance: Are Emerging Economies Different?" NBER Working Paper No. 8076 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Eichengreen, Barry J., 2000, "Capital Account Liberalization: What do Cross-Country Studies Tell Us?" (unpublished; Berkeley: University of California).
- , and Michael Bordo, 2002, "Crises Now and Then: What Lessons from the Last Era of Financial Globalization?" NBER Working Paper No. 8716 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Eichengreen, Barry J., Donald J. Mathieson, and Bankim Chadha, 1998, *Hedge Funds and Financial Market Dynamics*, IMF Occasional Paper No. 166 (Washington: International Monetary Fund).
- Eichengreen, Barry J., Michael Mussa, Giovanni Dell'Ariccia, Enrica Detragiache, Gian Maria Milesi-Ferretti, and Andrew Tweedie, 1998, *Capital Account Liberalization: Theoretical and Practical Aspects*, IMF Occasional Paper No. 172 (Washington: International Monetary Fund).
- Epaulard, Anne, and Aude Pommeret, 2003, "Recursive Utility, Endogenous Growth, and the Welfare Cost of Volatility," forthcoming in the *Review of Economic Dynamics*.

- Fischer, Stanley, 1998, "Capital Account Liberalization and the Role of the IMF," in "Should the IMF Pursue Capital-Account Convertibility?," Essays in International Finance, No. 207 (Princeton, New Jersey: International Finance Section, Department of Economics, Princeton University).
- Fonds monétaire international (FMI), 2001, *Perspectives de l'économie mondiale, octobre 2001*, Études économiques et financières (Washington).
- , 2002, *Perspectives de l'économie mondiale, septembre 2002*, Études économiques et financières (Washington).
- Forbes, Kristin, 2000, "The Asian Flu and Russian Virus: Firm-Level Evidence on How Crises are Transmitted Internationally," NBER Working Paper No. 7808 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- , and Robert Rigobón, 1999, "No Contagion, Only Interdependence: Measuring Stock Market Comovements," *Journal of Finance*, Vol. 57 (October), p. 2223–61.
- , 2001, "Measuring Contagion: Conceptual and Empirical Issues." in *International Financial Contagion*, ed. by Stijn Claessens and Kristin Forbes (Boston: Kluwer Academic Publishers).
- Frankel, Jeffrey A., 1992, "Measuring International Capital Mobility: A Review," *American Economic Review*, Vol. 82 (May), p. 197–202.
- , and Andrew K. Rose, 1996, "Currency Crashes in Emerging Markets: An Empirical Treatment," *Journal of International Economics*, Vol. 41 (November), p. 351–66.
- Gavin, Michael, and Ricardo Hausmann, 1996, "Sources of Macroeconomic Volatility in Developing Economies," IADB Working Paper (Washington: Inter-American Development Bank).
- Gelos, R. Gaston, and Shang-Jin Wei, 2002, "Transparency and International Investor Behavior," NBER Working Paper No. 9260 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Glick, Reuven, and Kenneth Rogoff, 1995, "Global versus Country-Specific Productivity Shocks and the Current Account," *Journal of Monetary Economics*, Vol. 35 (February), p. 159–92.
- Gourinchas, Pierre-Olivier, and Olivier Jeanne, 2003a, "On the Benefits of Capital Account Liberalization for Emerging Economies," forthcoming in the IMF Working Paper Series (Washington: International Monetary Fund).

- , 2003b, “The Elusive Gains from International Financial Integration,” NBER Working Paper 9684 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Griffin, John M., Federico Nardari, and René Stulz, 2002, “Daily Cross-Border Equity Flows: Pushed or Pulled?,” NBER Working Paper No. 9000 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Grilli, Vittorio, and Gian Maria Milesi-Ferretti, 1995, “Economic Effects and Structural Determinants of Capital Controls,” *Staff Papers*, International Monetary Fund, Vol. 42 (September), p. 517–51.
- Grossman, Gene M., and Elhanan Helpman, 1991a, *Innovation and Growth in the Global Economy* (Cambridge, Massachusetts and London: MIT Press).
- , 1991b, “Trade, Knowledge Spillovers, and Growth,” *European Economic Review*, Vol. 35 (April), p. 517–26.
- Hall, Robert E., and Charles I. Jones, 1999, “Why Do Some Countries Produce So Much More Output Per Worker Than Others?” *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 114 (February), p. 83–116.
- Hanson, Gordon, 2001, “Should Countries Promote Foreign Direct Investment?,” G-24 [Group of Twenty-Four] Discussion Paper No. 9 (Geneva: United Nations Conference on Trade and Development).
- Hausmann, Ricardo, and Eduardo Fernandez-Arias, 2000, “Foreign Direct Investment: Good Cholesterol?” IADB Working Paper No. 417 (Washington: Inter-American Development Bank).
- Henry, Peter, 2000a, “Stock Market Liberalization, Economic Reform, and Emerging Market Equity Prices,” *Journal of Finance*, Vol. 55 (April), p. 529–64.
- , 2000b, “Do Stock Market Liberalizations Cause Investment Booms?” *Journal of Financial Economics*, Vol. 58 (October), p. 301–34.
- , 2003, “Capital Account Liberalization, The Cost of Capital, and Economic Growth,” *American Economic Review, Papers and Proceedings*, Vol. 93 (May), p. 91–96.
- Hines, James, 1995, “Forbidden Payment: Foreign Bribery and American Business After 1977,” NBER Working Paper No. 5266 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Imbs Jean, and Roman Wacziarg, 2003, “Stages of Diversification,” forthcoming in the *American Economic Review*.

- Ishii, Shogo, Karl Habermeier, Bernard Laurens, John Leimone, Judit Vadasz, and Jorge Ivan Canales-Kriljenko, 2002, *Capital Account Liberalization and Financial Sector Stability*, IMF Occasional Paper No. 211 (Washington: International Monetary Fund).
- Johnson, Simon, Peter Boone, Alasdair Breach, and Eric Friedman, 2000, "Corporate Governance in the Asian Financial Crisis," *Journal of Financial Economics*, Vol. 58 (October), p. 141–86.
- Kalemli-Ozcan, Sebnem, Bent E. Sørensen, and Oved Yosha, 2001, "Risk Sharing and Industrial Specialization: Regional and International Evidence," Working Paper (Houston: University of Houston).
- Kaminsky, Graciela, Richard Lyons, and Sergio Schmukler, 1999, "Managers, Investors, and Crisis: Mutual Fund Strategies in Emerging Markets," World Bank Working Paper No. 2399 (Washington).
- Kaminsky, Graciela, and Carmen M. Reinhart, 1999, "The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance of Payments Problems," *American Economic Review*, Vol. 89 (June), p. 473–500.
- , 2000, "On Crisis, Contagion, and Confusion," *Journal of International Economics*, Vol. 51, No.1, p. 145–68.
- , 2001, "Bank Lending and Contagion: Evidence from the Asian Crisis," in *Regional and Global Capital Flows: Macroeconomic Causes and Consequences*, ed. by Takatoshi Ito, and Anne Krueger (University of Chicago Press for the National Bureau of Economic Research), p. 73–99.
- , 2003, "The Center and Periphery: The Globalization of Financial Turmoil," NBER Working Paper No. 9479 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Kaufmann, Daniel, and Shang-Jin Wei, 1999, "Does 'Grease Payment' Speed Up the Wheels of Commerce?," NBER Working Paper No. 7093 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Kemp, Murray and Nissan Liviatan (1973), "Production and Trade Patterns Under Uncertainty," *Economic Record*, Vol. 49, p. 215–27.
- Keynes, John M., 1919, *The Economic Consequences of the Peace* (London: Macmillan).
- Kim, Jinill, and Sunghyun Henry Kim, 2003, "Spurious Welfare Reversals in International Business Cycle Models," forthcoming in the *Journal of International Economics*.

- , and Andrew Levin, 2003, “Patience, Persistence, and Welfare Costs of Incomplete Markets in Open Economies,” forthcoming in the *Journal of International Economics*.
- Kim, Sunghyun Henry, M. Ayhan Kose, and Michael Plummer, 2001, “Understanding the Asian Contagion,” *Asian Economic Journal*, Vol. 15 (June), p. 111–38.
- Kim, Woochan, and Shang-Jin Wei, 2002, “Foreign Portfolio Investors Before and During a Crisis,” *Journal of International Economics*, Vol. 56, No. 1, p. 77–96.
- King, Robert, and Ross Levine, 1993, “Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right,” *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 108 (August), p. 717–37.
- Klein, Michael, 2003, “Capital Account Openness and the Varieties of Growth Experience,” NBER Working Paper No. 9500 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- , and Giovanni Olivei, 2000, “Capital Account Liberalization, Financial Depth, and Economic Growth” (unpublished; Medford, Massachusetts: Fletcher School of Law and Diplomacy, Tufts University).
- Kochhar, Kalpana, Prakash Loungani, and Mark Stone, 1998, “The East Asian Crisis: Macroeconomic Developments and Policy Lessons,” IMF Working Paper 98/128 (Washington: International Monetary Fund).
- Kose, M. Ayhan, 2002, “Explaining Business Cycles in Small Open Economies: How Much Do World Prices Matter?,” *Journal of International Economics*, Vol. 56 (March), p. 299–327.
- , Christopher Otrok and Charles Whiteman, 2003, “International Business Cycles: World, Region, and Country Specific Factors,” forthcoming in the *American Economic Review*.
- Kose, M. Ayhan, and Eswar S. Prasad, 2003, “Small States in a Global Economy,” forthcoming in the IMF Working Paper Series (Washington: International Monetary Fund).
- , and Marco E. Terrones, 2003a, “Financial Integration and Macroeconomic Volatility,” forthcoming in *Staff Papers*, International Monetary Fund.
- , 2003b, “How Does Globalization Affect the Synchronization of Business Cycles?” *American Economic Review Papers and Proceedings*, Vol. 93 (May), p. 57–62.
- Kose, M. Ayhan, and Raymond Riezman, 2001, “Trade Shocks and Macroeconomic Fluctuations,” *Journal of Development Economics*, Vol. 65 (June), p. 51–80.

- Kouparitsas, Michael A., 1996, "North-South Business Cycles," Working Paper, No. 96-9 (Federal Reserve Bank of Chicago).
- Kraay, Aart, 1998, "In Search of the Macroeconomic Effect of Capital Account Liberalization" (unpublished; Washington: World Bank).
- Krueger, Anne O., and Andrew Berg, 2002, "Trade, Growth, and Poverty: A Selective Survey," paper presented at the World Bank's Annual Conference on Development Economics, Washington, April 29-30.
- Krueger, Anne O., and Jungho Yoo, 2002, "Chaebol Capitalism and the Currency-Financial Crisis in Korea," in *Preventing Currency Crises in Emerging Markets*, ed. by Sebastian Edwards and Jeffrey Frankel (University of Chicago Press), p. 461-501.
- Kumar, Manmoham S., and Avinash Persaud, 2001, "Pure Contagion and Investors' Shifting Risk Appetite: Analytical Issues and Empirical Evidence," IMF Working Paper 01/134 (Washington: International Monetary Fund).
- Labán, Raúl. M., and Felipe B. Larrain, 1997, "Can a Liberalization of Capital Outflows Increase Net Capital Inflows?" *Journal of International Money and Finance*, Vol. 16 (June), p. 415-31.
- , and Romulo A. Chumacero, 1997, "What Determines Capital Inflows? An Empirical Analysis for Chile," HIID Discussion Paper No. 590 (Cambridge, Massachusetts: Harvard Institute for International Development, Harvard University).
- Lane, Philip R., and Gian Maria Milesi-Ferretti, 2001, "The External Wealth of Nations: Measures of Foreign Assets and Liabilities for Industrial and Developing Nations," *Journal of International Economics*, Vol. 55 (December), p. 263-94.
- , 2003, "International Financial Integration," forthcoming in *IMF Staff Papers*.
- LeBaron, Blake, 2002, "Estimating the Feasible Economic Gains from International Portfolio Diversification," Working Paper (Waltham, Massachusetts: Department of Economics, Brandeis University).
- Levine, Ross, 1996, "Foreign Banks, Financial Development, and Economic Growth," in *International Financial Markets: Harmonization versus Competition*, ed. by Claude E. Barfield (Washington: AEI Press), p. 224-54.
- , and Sara Zervos, 1998, "Stock Markets, Banks, and Economic Growth," *American Economic Review*, Vol. 88 (June), p. 537-58.
- Lewis, Karen K., 1996a, "Consumption, Stock Returns, and the Gains From International Risksharing," NBER Working Paper No. 5410 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).

- , 1996b, “What Can Explain the Apparent Lack of International Consumption Risk-Sharing?” *Journal of Political Economy*, Vol. 104 (April), p. 267–97.
- , 1999, “Trying to Explain Home Bias in Equities and Consumption,” *Journal of Economic Literature*, Vol. 37 (June), p. 571–608.
- , 2000, “Why Do Stocks and Consumption Imply Such Different Gains from International Risk Sharing?” *Journal of International Economics*, Vol. 52 (October), p. 1–35.
- Loungani, Prakash, Ashoka Mody and Assaf Razin, 2003, “The Global Disconnect: The Role of Transactional Distance and Scale Economies in Gravity Equations,” forthcoming in the IMF Working Paper Series (Washington: International Monetary Fund).
- Lucas, Robert E., 1987, “Models of Business Cycles” (Oxford: Blackwell).
- MacDougall, G.D.A., 1960, “The Benefits and Costs of Private Investment from Abroad : A Theoretical Approach,” *Economic Record*, Vol. XX (March), p. 13–15.
- Mathieson, Donald J., and Liliana Rojas-Suárez, 1993, *Liberalization of the Capital Account: Experiences and Issues*, IMF Occasional Paper No. 103 (Washington: International Monetary Fund).
- Mauro, Paolo, 1995, “Corruption and Growth,” *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 110 (August), p. 681–712.
- , 1997, “The Effects of Corruption on Growth, Investment, and Government Expenditure: A Cross-Country Analysis,” in *Corruption and the Global Economy*, ed. by Kimberly Ann Elliott (Washington: Institute for International Economics), p. 83–107.
- , Nathan Sussman, and Yishay Yafeh, 2002, “Emerging Market Spreads: Then versus Now,” *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 117 (June), p. 695–733.
- McKinnon, Ronald, and Huw Pill, 1996, “Credible Liberalizations and International Capital Flows: The ‘Overborrowing Syndrome,’” *NBER East Asia Seminar on Economics*, Vol. 5 (University of Chicago Press), p. 7–42.
- , 1998, “International Overborrowing: A Decomposition of Credit and Currency Risks,” *World Development*, Vol. 26 (July), p. 1267–82.
- Mendoza, Enrique, 1995, “The Terms of Trade, the Real Exchange Rate and Economic Fluctuations,” *International Economic Review*, Vol. 36 (February), p. 101–37.
- Mishkin, Frederic S., 1999, “Lessons from the Asian Crisis,” NBER Working Paper No. 7102 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).

- Mody, Ashoka, 2002, "Is FDI Integrating the World Economy?" (unpublished; Washington: International Monetary Fund).
- , and Antu Panini Murshid, 2002, "Growing Up With Capital Flows," IMF Working Paper 02/75 (Washington: International Monetary Fund).
- Mody, Ashoka, and Mark P. Taylor, 2002, "International Capital Crunches: The Time Varying Role of Informational Asymmetries," IMF Working Paper 02/34 (Washington: International Monetary Fund).
- Obstfeld, Maurice, 1994a, "Are Industrial-Country Consumption Risks Globally Diversified?," in *Capital Mobility: The Impact of Consumption, Investment and Growth*, ed. by Leonardo Leiderman and Assaf Razin (Cambridge, England: Cambridge University Press), p. 13–47.
- , 1994b, "Evaluation Risky Consumption Paths: The Role of Intertemporal Substitutability," *European Economic Review*, Vol. 38 (August), p. 1471–86.
- , 1994c, "Risk-Taking, Global Diversification, and Growth," *American Economic Review*, Vol. 84 (December), p. 1310–29.
- , 1995, "International Capital Mobility in the 1990s", in *Understanding Interdependence*, ed. by Peter B. Kenen (Princeton, New Jersey: Princeton University Press), p. 201–61.
- , 1998, "The Global Capital Market: Benefactor or Menace?" *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 12 (Fall), p. 9–30.
- , and Kenneth Rogoff, 1998, *Foundations of International Macroeconomics*, (Cambridge, Massachusetts: MIT Press).
- Obstfeld, Maurice, and Alan M. Taylor, 1998, "The Great Depression as a Watershed: International Capital Mobility over the Long Run," in *The Defining Moment: The Great Depression and the American Economy in the Twentieth Century*, ed. by Michael D. Bordo, Claudia Goldin, and Eugene N. White, NBER Project Report Series (University of Chicago Press for the National Bureau of Economic Research), p. 353–402.
- , 2002, "Globalization and Capital Markets," NBER Working Paper No. 8846 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- O'Donnell, Barry, 2001, "Financial Openness and Economic Performance" (unpublished; Dublin: Department of Economics, Trinity College).
- O'Rourke, Kevin, 2001, "Globalization and Inequality: Historical Trends," CEPR Discussion Paper No. 2865 (London: Center for Economic Policy Research).

- Pallage, Stéphane, and Michel A. Robe, 2003a, "On the Welfare Cost of Economic Fluctuations in Developing Countries," *International Economic Review*, Vol. 44 (May), p. 677–98.
- , 2003b, "The States versus The States: On the Welfare Costs of Business Cycles in the U.S.," Working Paper (Washington: Kogod School of Business, American University).
- PricewaterhouseCoopers, 2001, The Opacity Index, January 2001, available on the web at http://www.pwcglobal.com/fr/pwc_pdf/pwc_100068_opcity_index.pdf.
- Quinn, Dennis, 1997, "The Correlates of Change in International Financial Regulation," *American Political Science Review*, Vol. 91 (September), p. 531–51.
- Radelet, Steven, and Jeffrey Sachs, 1998, "The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects," *Brookings Papers on Economic Activity: 1*, Brookings Institution, p. 1–74.
- Razin, Assaf, and Andrew K. Rose, 1994, "Business-Cycle Volatility and Openness: An Exploratory Cross-Sectional Analysis," in *Capital Mobility: The Impact on Consumption, Investment, and Growth*, ed. by Leonardo Leiderman and Assaf Razin (Cambridge, England: Cambridge University Press), p. 48–76.
- Reinhart, Carmen M., 2002, "Credit Ratings, Default, Financial Crises, and Sovereign Credit Ratings," *World Bank Economic Review*, Vol. 16, No. 2, p. 151–70.
- , and Vincent R. Reinhart, 2001, "What Hurts Most? G-3 Exchange Rate or Interest Rate Volatility," NBER Working Paper No. 8535 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Reinhart, Carmen M., and Kenneth Rogoff, 2002, "The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation," NBER Working Paper No. 8963 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Reisen, Helmut, and Marcelo Soto, 2001, "Which Types of Capital Inflows Foster Developing-Country Growth?" *International Finance*, Vol. 4 (Spring), p. 1–14.
- Richards, Anthony, 2002, "Big Fish in Small Ponds" The Momentum Investing and Price Impact of Foreign Investors in Asian Emerging Equity Markets" (unpublished; Canberra: Reserve Bank of Australia).
- Rigobón, Roberto, 1999, "Contagion: How to Measure It?" (unpublished; Cambridge, Massachusetts: Massachusetts Institute of Technology).
- Rodriguez, Francisco, and Dani Rodrik, 2001, "Trade Policy and Economic Growth: A Skeptic's Guide to the Cross-National Evidence," in *NBER Macroeconomics Annual*

- 2000, ed. by Ben S. Bernanke and Kenneth Rogoff (Cambridge, Massachusetts: MIT Press).
- Rodrik, Dani, 1998, "Who Needs Capital-Account Convertibility?" *Essays in International Finance*, No. 207 (Princeton, New Jersey: International Finance Section, Economics Department, Princeton University).
- , and Andrés Velasco, 2000, "Short-Term Capital Flows," *Annual World Bank Conference on Development Economics, 1999* (Washington: World Bank), p. 59–90.
- Rogoff, Kenneth, 2002, «Contrôle des flux de capitaux. Faut-il garder l'esprit ouvert à cet égard?» *Finances & Développement*, vol. 39 (décembre), p. 55–56.
- Ruffin, Roy J., 1974, "Comparative Advantage under Uncertainty," *Journal of International Economics*, Vol. 4 (August), p. 261–73.
- Schneider, Martin, and Aaron Tornell, 2001, "Boom-Bust Cycles and the Balance Sheet Effect," UCLA Working Paper, (Los Angeles: University of California at Los Angeles).
- Senhadji, Abdelhak, 2000, "Sources of Economic Growth: An Extensive Growth Accounting Exercise," *Staff Papers*, International Monetary Fund, Vol. 47, No. 1, p. 129–57.
- Shiller, Robert J., 1993, *Macro Markets: Creating Institutions for Managing Society's Largest Economic Risks* (Oxford: Clarendon Press).
- , and Stefano Athanasoulis, 1995, "World Income Components: Measuring and Exploiting International Risk Sharing Opportunities," NBER Working Paper No. 5095 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Smarzynska, Beata K., and Shang-Jin Wei, 2000, "Corruption and Composition of Foreign Direct Investment: Firm-Level Evidence," NBER Working Paper No. 7969 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Stulz, René, 1999a, "International Portfolio Flows and Security Markets," *International Capital Flows*, ed. by Martin S. Feldstein, NBER Conference Report Series (University of Chicago Press for the National Bureau of Economic Research), p. 257–93.
- , 1999b, "Globalization of Equity Markets and the Cost of Capital," NBER Working Paper No. 7021 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Summers, Robert, and Alan Heston, 1991, "The Penn World Tables (Mark 5): An Expanded Set of International Comparisons, 1950–1988," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 106, p. 327–68.

- Taylor, Mark P., and Lucio Sarno, 1999, "The Persistence of Capital Inflows and the Behaviour of Stock Prices in East Asia Emerging Markets: Some Empirical Evidence," CEPR Discussion Paper No. 2150 (London: Center for Economic Policy Research).
- Tesar, Linda L., 1993, "International Risk-Sharing and Nontraded Goods," *Journal of International Economics*, Vol. 35 (August), p. 69–89.
- , 1995, "Evaluating the Gains from International Risk-Sharing," *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, Vol. 42 (June), p. 95–143.
- , and Ingrid M. Werner, 1994, "International Equity Transactions and U.S. Portfolio Choice," in *The Internationalization of Equity Markets*, ed. by Jeffrey A. Frankel (University of Chicago Press), p. 185–216.
- , 1995, "Home Bias and High Turnover," *Journal of International Money and Finance*, Vol. 14 (August), p. 467–92.
- van Rijckeghem, Caroline, and Beatrice Weder, 1999, "Sources of Contagion: Finance or Trade?" IMF Working Paper 99/146 (Washington: International Monetary Fund).
- , 2000, "Spillover Through Banking Centers: A Panel Data Analysis," IMF Working Paper 00/88 (Washington: International Monetary Fund).
- van Wincoop, Eric, 1994, "Welfare Gains from International Risk Sharing," *Journal of Monetary Economics*, Vol. 34 (October), p. 175–200.
- , 1996, "A Multi-Country Real Business Cycle Model with Heterogeneous Agents," *Scandinavian Journal of Economics*, Vol. 98, No. 2, p. 233–51.
- , 1999, "How Big are Potential Welfare Gains from International Risk Sharing?" *Journal of International Economics*, Vol. 47 (February), p. 109–35.
- Wei, Shang-Jin, 1997, "Why is Corruption Much More Taxing Than Tax? Arbitrariness Kills," NBER Working Paper No. 6255 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- . 2000a, "How Taxing is Corruption on International Investors?" *Review of Economics and Statistics*, Vol. 82 (February), p. 1–11.
- , 2000b, "Local Corruption and Global Capital Flows," *Brookings Papers on Economic Activity*: 2, Brookings Institution, p. 303–54.
- , 2000c, "Natural Openness and Good Government," NBER Working Paper No. 7765 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).

- , 2001, “Domestic Crony Capitalism and International Fickle Capital: Is There a Connection?” *International Finance*, Vol. 4 (Spring), p. 15–46.
- , and Yi Wu, 2002a, “Negative Alchemy? Corruption, Composition of Capital Flows, and Currency Crises,” in *Preventing Currency Crises in Emerging Markets*, ed. by Sebastian Edwards and Jeffrey Frankel (University of Chicago Press), p. 461–501.
- , 2002b, “The Life-and-Death Implications of Globalization,” paper presented at the National Bureau of Economic Research Inter-American Seminar in Economics, Monterrey, Mexico, November, forthcoming in the IMF Working Paper Series (Washington: International Monetary Fund).
- Williamson, John, and Molly Mahar, 1998, “A Survey of Financial Liberalization,” *Essays in International Finance*, No. 211 (Princeton, New Jersey: International Finance Section, Economics Department, Princeton University).
- World Bank, 2001, *Global Development Finance* (Washington: World Bank).