

L'intégration financière internationale: Théories, évidences, et leçons des expériences récentes

Pierre-Richard Agénor

About OCP Policy Center

OCP Policy Center is a Moroccan policy-oriented Think Tank whose mission is to contribute to knowledge sharing and to enrich reflection on key economic and international relations issues, considered as essential to the economic and social development of Morocco, and more broadly to the African continent. For this purpose, the Think Tank relies on independent research, a network of partners and leading research associates, in the spirit of an open exchange and debate platform.

By offering a "Southern perspective" from a middle-income African country, on major international debates and strategic challenges that the developing and emerging countries are facing, OCP Policy Center aims to make a meaningful contribution to four thematic areas: agriculture, environment and food security; economic and social development; commodity economics; and "Global Morocco", a program dedicated to understanding key strategic regional and global evolutions shaping the future of Morocco.

[Read more about OCP Policy Center](#)

About the author, Pierre-Richard Agénor

Pierre-Richard Agénor is Hallsworth Professor of International Macroeconomics and Development Economics, University of Manchester, and co-Director, Centre for Growth and Business Cycle Research. He is also Principal Investigator, ESRC-DFID Growth Research Programme; International Research Fellow, Kiel Institute of the World Economy; Senior Fellow, FERDI; Research Associate, CAMA; and Senior Fellow, OCP Policy Center. He has published widely in leading professional journals and made contributions to a wide range of fields in economics, including international macroeconomics, development economics, growth theory, labor economics, and poverty reduction.

[Read more about Pierre-Richard Agénor](#)

The views expressed in this publication are those of the author.

This publication can be downloaded for free at www.ocppc.ma. Printed copies are also available. To request a copy, thank you for sending an e-mail to contact@ocppc.ma

Résumé

Cet article propose, dans un premier temps, une revue de la littérature analytique et empirique récente sur les gains et coûts potentiels associés à l'intégration financière internationale, ainsi que les enjeux de politique économique créés ou exacerbés par cette intégration. En particulier, l'analyse fait ressortir le fait que, pour un pays en développement, les gains associés à cette intégration se matérialisent surtout sur le long terme, tandis que les coûts (liés notamment aux risques d'instabilité financière) sont plutôt à court terme. Il est donc important de bien se préparer à l'ouverture financière, en renforçant notamment la régulation et la supervision bancaires, en adoptant un régime de changes plus flexible et un cadre de politique monétaire approprié, en mettant en œuvre des règles macroprudentielles contracycliques, et possiblement des contrôles temporaires sur les flux de capitaux à court terme. Dans un second temps, l'article évalue les enseignements de l'analyse pour le Maroc et sa stratégie graduelle d'ouverture financière internationale.



Table des matières

1. Introduction
2. Mesures de l'intégration financière internationale et évolution récente des flux de capitaux privés
3. Gains et coûts liés à l'intégration financière internationale : Théorie et évidences
 - 3.1 Gains potentiels
 - 3.1.1 Diversification du risque, lissage de la consommation
 - 3.1.2 Meilleure allocation internationale du capital
 - 3.1.3 Discipline macroéconomique
 - 3.1.4 Efficience et stabilité plus grandes du système bancaire
 - 3.2 Coûts potentiels
 - 3.2.1 Concentration flux de capitaux et accès insuffisant aux marchés mondiaux
 - 3.2.2 Allocation sous-optimale des flux de capitaux
 - 3.2.3 Mouvements procycliques des flux à court terme
 - 3.2.4 Contagion et volatilité des flux de capitaux
 - 3.2.5 Risques liés à la pénétration banques étrangères
4. Comment tirer le meilleur parti de l'ouverture financière internationale ?
 - 4.1 Promouvoir les flux de capitaux à long terme
 - 4.2 Maintenir la discipline macroéconomique
 - 4.3 Gérer les risques d'inversion des capitaux à court terme
 - 4.4 Renforcer la régulation et la supervision du système financier
 - 4.5 Mettre en œuvre les réformes complémentaires
5. Quelques enseignements pour le Maroc

Références

1. Introduction

Un peu partout dans le monde, le degré d'intégration financière internationale s'est accéléré durant les décennies passées. Un facteur important dans ce processus est la mondialisation croissante des investissements et le besoin de diversification internationale de nombreux acteurs. En même temps, beaucoup de pays en développement et en transition ont démantelé les restrictions de change et les restrictions sur les transactions financières internationales, libéralisé les marchés financiers domestiques, et mis en œuvre un certain nombre de réformes structurelles pour favoriser les activités de marché. Le but de cet article est, dans un premier temps, de proposer une revue de la littérature analytique et empirique récente sur les gains et coûts potentiels associés à l'intégration financière internationale, ainsi que sur les enjeux de politique économique créés ou exacerbés par cette intégration. Dans un second temps, l'article évalue les leçons de l'analyse et des expériences internationales pour le Maroc et sa stratégie d'ouverture du compte capital.

La section 2 considère plusieurs mesures alternatives du degré d'ouverture financière internationale et discute l'évolution récente des flux de capitaux privés. La section 3 examine les gains et coûts potentiels liés à l'ouverture financière internationale. La section 4 identifie les conditions qui permettent de tirer le meilleur parti de l'ouverture financière internationale. Une conclusion clé de l'analyse est que les gains associés à l'intégration financière se matérialisent surtout sur le long terme, tandis que les coûts (notamment les risques d'instabilité financière) se manifestent plutôt à court terme. Il est donc important de bien se préparer, notamment en renforçant la régulation et la supervision bancaires, en adoptant un régime de changes plus flexible et un cadre de politique monétaire approprié, des règles macroprudentielles contracycliques, et possiblement des contrôles temporaires sur les flux de capitaux à court terme. La section 5 évalue les enseignements que le Maroc pourrait tirer de l'analyse pour la poursuite de sa stratégie graduelle d'ouverture financière internationale.

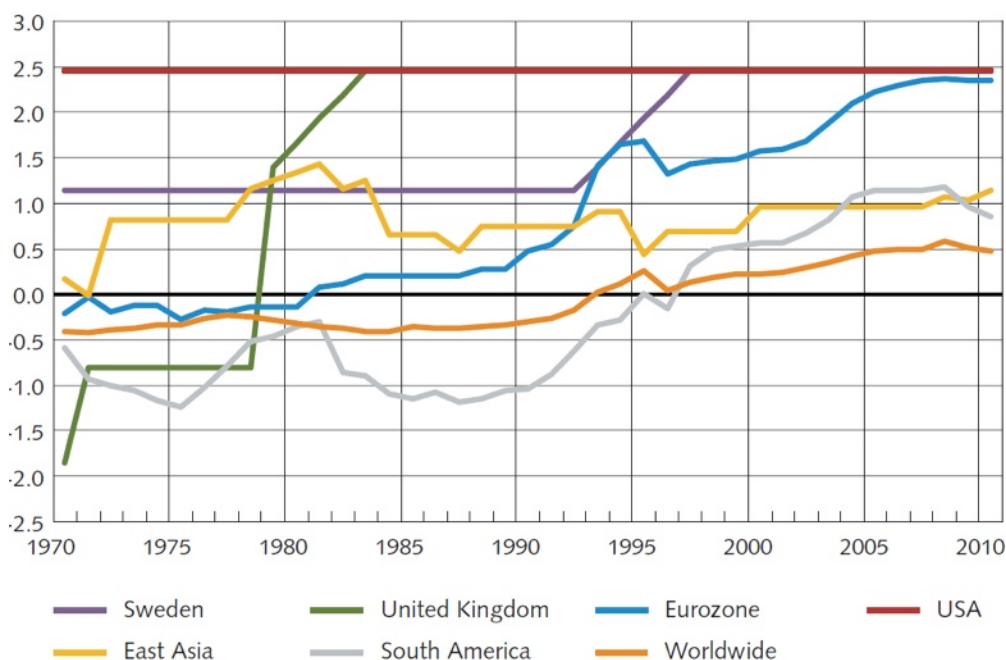
2. Mesures de l'intégration financière internationale et évolution récente des flux de capitaux privés

En général, trois mesures sont utilisées pour déterminer le degré d'intégration financière d'un pays ou d'une région : *a*) un indice basé sur l'évolution des restrictions sur les transactions financières internationales et sur le taux de change imposées ; *b*) l'évolution des positions nettes extérieures nettes ; et *c*) l'évolution effective des flux de capitaux.

En ce qui concerne la première mesure, l'un des indices les plus couramment utilisés actuellement est l'indice Chinn-Ito, calculé à partir de l'information fournie par les rapports annuels du Fonds monétaire international (FMI) sur les régimes de change et les restrictions de change.¹ L'indice varie entre -2,5 et +2,5, avec la valeur la plus élevée représentant les États-Unis, considérés comme le pays le plus ouvert du monde sur le plan financier. La Figure 1 montre l'évolution de cet indice pour différents groupes de pays. Elle montre bien l'accélération de l'ouverture financière pour les pays européens, la Grande Bretagne et les pays de la zone euro, avec dans ce cas un processus plus graduel. Pour les pays d'Amérique latine, c'est plutôt au début des années quatre-vingt-dix que le processus d'internationalisation financière a véritablement démarré.

¹Un indice alternatif est l'indice de Quinn, utilisé par exemple par Reinhardt et al. (2013). La source des données est essentiellement la même que celle de l'indice Chinn-Ito.

Figure 1 : L'indice Chinn-Ito d'ouverture financière internationale, 1970-2011



Source : http://web.pdx.edu/~ito/Chinn-Ito_website.htm

La deuxième mesure de l'ouverture financière internationale est basée sur l'évolution des positions financières extérieures des pays. Ces positions sont mesurées par la somme absolue des actifs et engagements extérieurs bruts, en pourcentage du PIB nominal. Suzuki (2014) fournit une revue récente de ces données pour les quatre dernières décennies. Les résultats sont indiqués dans le Tableau 1 ; ils montrent une nette accélération de l'ouverture internationale dans les années 1980 pour les pays de l'OCDE (en conformité avec les résultats indiqués ci-dessus pour les pays riches par l'indice Chinn-Ito), et une accélération pour l'échantillon de pays autres que l'OCDE dans les années 2000 seulement.

Tableau 1 : Positions Financières Extérieures, par Groupes de Pays 1/

	1970s	1980s	1990s	2000s
Full sample countries (120 countries)	77.1	121.9	153.7	250.9
OECD countries (22 countries)	73.7	124.8	212.6	521.2
(of which) EU countries (14 countries)	75.7	132.1	232.5	598.9
Non-OECD countries (98 countries)	78.3	121.0	139.0	181.9
(of which) Emerging market countries (32 countries)	83.1	124.4	118.1	147.2

1/ Somme absolue des actifs et engagements extérieurs bruts, en pourcentage du PIB nominal.

Source : Suzuki (2014)

La troisième mesure de l'ouverture financière internationale repose sur l'évolution des flux de capitaux privés eux-mêmes ; plus le montant total de ces flux (en valeur absolue et en proportion du PIB) est élevé, plus le degré d'ouverture est élevé. La Figure 2 fournit un schéma simplifié de la structure des flux de capitaux (privés et publics) dans la balance des paiements d'un pays. En général, on peut distinguer trois composantes principales des flux de capitaux privés :

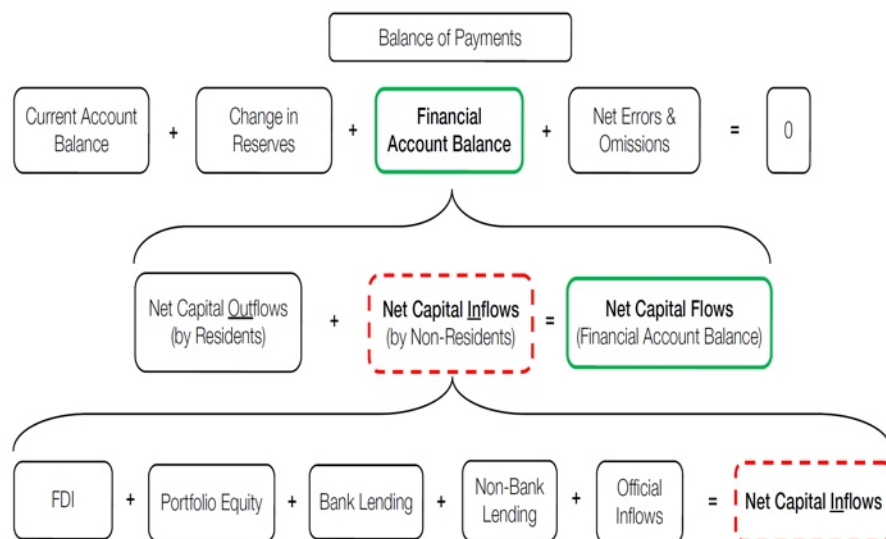
a) Les flux de portefeuille, qui correspondent à des acquisitions d'actifs dans une entreprise non résidente, et ceci dans une logique financière (sans volonté de contrôle durable de cette entreprise). Ces flux peuvent être désagrégés en flux boursiers et en flux de dette (acquisition de titres).

b) Les investissements directs étrangers (IDE), qui correspondent aux flux de capitaux d'une entreprise résidant dans un pays vers une firme à l'étranger dont elle désire orienter ou influencer la gestion de manière significative. Ces flux revêtent plusieurs formes : implantation d'une unité de production à l'étranger ; acquisition d'au moins 10 pourcent du capital d'une société étrangère déjà existante ; réinvestissement sur place des bénéfices réalisés par les entreprises sous contrôle ; et opérations financières entre une maison mère et ses filiales à l'étranger (prêts, avance de fonds, etc.). Cependant, la distinction entre IDE et flux de portefeuille n'est pas toujours claire en pratique, car elle est basée sur un seuil (généralement 10 pourcent des actions d'une entreprise) quelque peu arbitraire.

c) Les autres flux de capitaux, qui incluent principalement les prêts bancaires.

La catégorie « flux de capitaux à court terme, » souvent utilisée en pratique, inclus en général les flux de portefeuille et les autres flux de capitaux.

Figure 2 : Schéma simplifié des flux de capitaux dans la balance des paiements



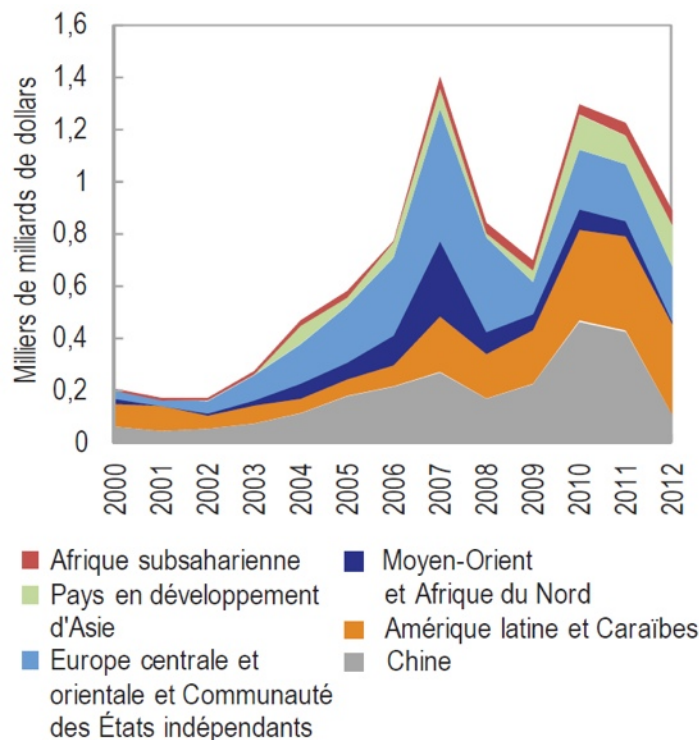
Source : Institute for International Finance.

La Figure 3 montre l'évolution, en termes absolus, des flux nets de capitaux privés entre les années 2000 et 2012. Plusieurs caractéristiques ressortent de ce graphique : a) l'importance des flux en direction de la Chine ; b) la part très faible des flux en direction de l'Afrique subsaharienne ; et c) la forte baisse des flux de capitaux pendant la crise financière mondiale de 2007-09, et les fluctuations au cours des années suivantes.

Sur une période plus longue, en fait, les chiffres montrent une forte progression des flux nets de capitaux privés depuis le début des années soixante-dix. En termes relatifs, ces flux ont été, pour

certains pays (même parmi ceux d’Afrique subsaharienne, notamment certains pays exportateurs de ressources naturelles) considérables. Cette tendance de long terme a été en partie liée aux progrès des systèmes de télécommunications, qui ont renforcé les liens entre les marchés nationaux de capitaux, aux réformes structurelles menées dans un grand nombre de pays en développement, et aux changements en matière de législation relative aux investisseurs institutionnels—notamment en ce qui concerne les restrictions relatives à l’allocation internationale de leurs actifs—dans les pays avancés.

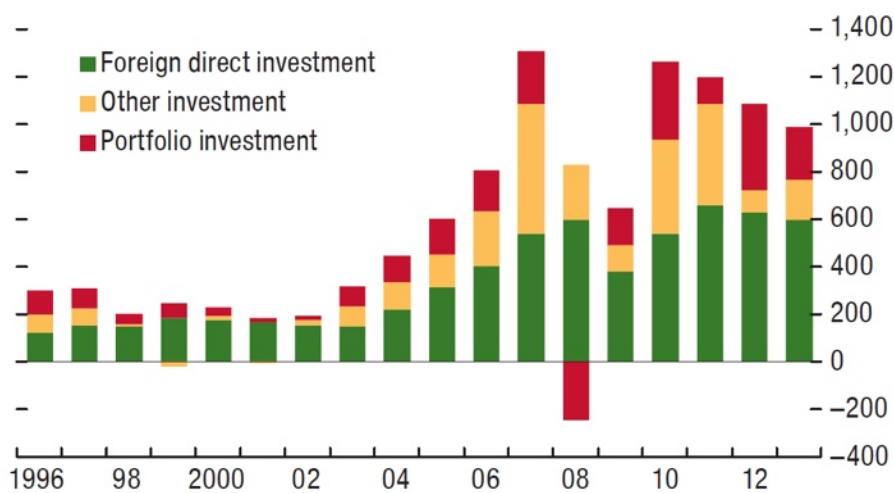
Figure 3 : Entrées nettes de capitaux privés par région, 2000-2012



Source : Fonds monétaire international.

Comme le montre la Figure 4 pour les pays émergents, la composition des flux de capitaux privés reste dominée par les IDE. Ces IDE, comme le montre le Tableau 1, sont fortement concentrés en Asie de l’Est et du Sud-Est, et en Amérique latine, avec la encore de fortes concentrations sur certains pays (la Chine dans le premier cas, le Brésil dans le second). Cependant, les flux de portefeuille ont fortement augmenté au cours des toutes dernières années, notamment vers l’Amérique latine et l’Asie (voir FMI (2014)). Ce phénomène est largement imputable aux politiques de faibles taux d’intérêt menées par les pays avancés depuis la crise financière mondiale pour relancer leurs économies. Comme discutée ultérieurement, ces flux, et les flux à court terme en général, posent des problèmes difficiles de gestion économique du fait de leur volatilité, liée en partie à leur forte sensibilité aux fluctuations des différentiels internationaux de taux d’intérêt et aux changements de perception (souvent très subjectifs) des marchés.

Figure 4 : Pays émergents : Composition des entrées brutes de capitaux privés par région, 2000-2012 (en milliards de dollars EU)



Source : Fonds monétaire international.

Tableau 1: Flux d'IDE par régions, 2011-13 (en milliards de dollars EU)

Région	Entrées d'IED			Sorties d'IED		
	2011	2012	2013	2011	2012	2013
Monde	1 700	1 330	1 452	1 712	1 347	1 411
Pays développés	880	517	566	1 216	853	857
Union européenne	490	216	246	585	238	250
Amérique du Nord	263	204	250	439	422	381
Pays en développement	725	729	778	423	440	454
Afrique	48	55	57	7	12	12
Asie	431	415	426	304	302	326
Asie de l'Est et du Sud Est	333	334	347	270	274	293
Asie du Sud	44	32	36	13	9	2
Asie occidentale	53	48	44	22	19	31
Amérique latine et Caraïbes	244	256	292	111	124	115
Océanie	2	3	3	1	2	1
Pays en transition	95	84	108	73	54	99

Source: UNCTAD.

3. Gains et coûts liés à l'intégration financière internationale : Théorie et évidences

Ayant défini les différentes manières de mesurer le degré d'intégration financière internationale, cette section considère sur le plan théorique les gains et coûts potentiels associés à cette intégration.

3.1 Gains potentiels

Les arguments analytiques généralement présentés en faveur de l'ouverture financière sur l'extérieur (ou, de manière équivalente, un compte capital ouvert) portent sur cinq considérations principales : les gains en matière de diversification du risque et de lissage de la consommation ; une meilleure allocation internationale du capital ; une plus grande discipline macroéconomique ; une plus grande efficacité, et une plus grande stabilité, du système financier domestique associée à une pénétration plus poussée des banques étrangères.

3.1.1 Diversification du risque, lissage de la consommation

L'accès aux marchés mondiaux de capitaux permet aux agents d'un pays de partager le risque (*risk sharing*) et de lisser leur profil de consommation, en permettant d'emprunter dans les périodes défavorables (une récession ou une forte détérioration des termes de l'échange) et de prêter en périodes favorables (une expansion ou une amélioration des termes de l'échange). Les flux de capitaux, en facilitant le lissage de la consommation, peut donc améliorer le bien-être. Ce rôle contracyclique des marchés mondiaux de capitaux est particulièrement important quand les chocs auxquels l'économie doit faire face ont un caractère *temporaire*.

3.1.2 Meilleure allocation internationale du capital

L'intégration financière internationale facilite le mouvement des capitaux vers les pays où les taux de rendement sont les plus élevés. Dans beaucoup de pays en développement, la capacité à épargner (et à investir) est contrainte par le faible niveau de revenu par tête. Tant que le rendement marginal de l'investissement est au moins égal au coût du capital emprunté, une entrée de ressources étrangères peut accroître l'épargne intérieure, l'investissement, et accélérer la croissance.

Les gains potentiels particulièrement importants pour les IDE, car ce type d'investissements facilite le transfert de connaissances au niveau technologique et organisationnel, et a un effet positif sur la productivité. En contribuant à la diversification du tissu productif dans les pays où le capital est un facteur rare, les IDE peuvent également aider à réduire la volatilité macroéconomique et la vulnérabilité par rapport aux chocs externes. Comme discuté ultérieurement, ces résultats sont confirmés par un certain nombre d'études économétriques, à la fois microéconomique et macroéconomique. Ces études montrent également qu'il existe des effets conditionnels, notamment par rapport à la qualité de la main d'œuvre (mesurée par le niveau d'éducation), l'accès à l'infrastructure, et le degré de développement financier

Outre ces effets directs sur la croissance, les IDE peuvent avoir des effets indirects substantiels. Comme l'ont montré Borensztein et al. (1998), et à leur suite Berthélemy et Démurger (2000), les IDE peuvent en effet faciliter le transfert ou la diffusion de nouvelles technologies (sous la forme, en particulier, de l'introduction de nouvelles variétés de biens capitaux) et contribuer à améliorer la qualité de la main d'œuvre locale à la suite « d'effets d'apprentissage » et d'incitations plus fortes à acquérir des connaissances avancées.²

²L'appendice de cet article présente une version simplifiée du modèle de Borensztein et al. (1998). Markusen et Venables (1999), Albuquerque (2003), et Neumann (2006) mettent en avant d'autres effets bénéfiques associés aux IDE.

3.1.3 Discipline macroéconomique

De nombreuses études empiriques ont montré que la volatilité macroéconomique a un effet négatif sur la croissance économique (voir Agénor (2004)). En même temps, certains économistes ont soutenu l'idée que l'ouverture financière, et le risque de volatilité des flux de capitaux, renforcent l'incitation à adopter des politiques macroéconomiques prudentes (voir Obstfeld (1998) et Spiegel (2009)). Si une discipline macroéconomique accrue se traduit par une plus grande stabilité économique et financière, elle peut donc contribuer à la croissance.

3.1.4 Efficience et stabilité plus grandes du système bancaire

Un autre argument en faveur de l'ouverture financière internationale est que, dans la mesure où elle favorise la pénétration bancaire étrangère, elle peut contribuer à une amélioration de la qualité et de la disponibilité des services financiers domestiques (voir par exemple Levine (1996)). Cela peut être dû au fait qu'elle favorise la concurrence (en réduisant les profits sur des marchés bancaires cartellisés ou monopolistiques), qu'elle permet l'application de techniques et méthodes de gestion bancaire plus avancées, et qu'elle réduit les pressions politiques sur les institutions financières quant à l'allocation de leurs portefeuilles de prêts. A son tour, une amélioration de l'efficacité et de l'allocation des ressources peut contribuer à réduire les taux de marge des intermédiaires financiers, réduire le coût des investissements et favoriser la croissance.

Elle peut également stimuler le développement du cadre de supervision bancaire et de régulation des institutions financières nationales, et améliorer l'accès de ces institutions aux marchés mondiaux de capitaux (directement, ou indirectement par le biais des maisons mères). Finalement, elle peut contribuer à la stabilité du système financier si, en période d'instabilité les déposants ont tendance à déplacer leurs avoirs des institutions locales vers les institutions étrangères, perçues comme plus solides.³

3.2 Coûts potentiels

L'expérience de ces dernières décennies a montré que l'ouverture financière internationale comporte des risques et des coûts potentiels importants. Les coûts identifiés dans la littérature portent sur : la concentration des flux de capitaux et un accès insuffisant aux marchés mondiaux ; l'allocation sous-optimale des flux de capitaux ; la perte de stabilité macroéconomique ; les mouvements procycliques des flux à court terme ; la contagion et volatilité des flux de capitaux ; et les risques liés à la pénétration des banques étrangères.

3.2.1 Concentration des flux et manque d'accès

Les études empiriques ont montré que les flux de capitaux ont tendance à être fortement concentrés géographiquement sur un petit nombre de pays et dans certains secteurs (notamment le secteur des ressources naturelles), souvent fortement capitalistiques. Les données discutées dans la section précédente, montrent par exemple l'importance de la Chine, et quelques grands autres pays (comme le Brésil et l'Inde) dans le montant total des flux récents d'IDE vers les pays en développement. En même temps, une part faible de ces flux va vers l'Afrique, et même dans ce cas,

³Pour une discussion plus détaillée des bénéfices de la pénétration bancaire étrangère, voir Levine (1996), Caprio et Honohan (1999), et Giannetti et Ongena (2009).

ils sont concentrés dans les secteurs de production de matières premières. Le même phénomène a été observé dans les décennies antérieures, notamment au début des années 1990.⁴

En même temps, l'accès aux marchés mondiaux de capitaux tend à être *asymétrique* pour beaucoup de ces pays—y compris les plus riches d'entre eux, comme certains producteurs de pétrole. Ces pays ne peuvent emprunter qu'en période « favorable » ; en période « défavorable », quand justement les besoins de financement sont pressants, ils font face à des contraintes d'emprunt.⁵ L'accès aux marchés mondiaux de capitaux est donc *procyclique*. Dans ces conditions, il est donc difficile de partager le risque et lisser la consommation en période défavorable par l'emprunt ; l'impact des chocs négatifs tend au contraire à être exacerbé.⁶ De plus, la procyclicalité des flux de capitaux, dans la mesure où elle contribue à une volatilité financière plus forte (comme discuté ultérieurement) peut compliquer la gestion macroéconomique.

3.2.2 Allocation des flux de capitaux

Outre les effets bénéfiques indiqués tantôt (sur l'investissement privé en particulier), les capitaux extérieurs peuvent servir à financer des investissements peu rentables et peu productifs dans le secteur des biens non échangés. Cela a été le cas par exemple en Thaïlande et en Indonésie avant la crise asiatique de 1997-98, et plus récemment au Brésil : une grande partie des entrées de capitaux privés a servi à alimenter des bulles spéculatives dans le secteur immobilier. Plus généralement, des investissements peu productifs dans le secteur des biens non échangeables peuvent réduire la capacité d'exportation du pays et contribuer à une dégradation structurelle du compte courant de la balance des paiements. Ils peuvent également contribuer à fragiliser le système financier, dans la mesure où il joue un rôle dans le processus d'intermédiation des flux de capitaux. Dans ces conditions, les flux de capitaux ont un impact limité sur la croissance et peuvent même exacerber les risques d'instabilité financière.

3.2.3 Perte de stabilité macroéconomique

Les études empiriques ont montré que de fortes entrées de capitaux peuvent avoir potentiellement de nombreux effets indésirables d'un point de vue macroéconomique. En effet, ces entrées ont souvent été accompagnées, dans les pays récepteurs, d'une flambée du crédit et d'une dégradation de la qualité des prêts ; de pressions sur les prix d'actifs (notamment dans le secteur immobilier, comme indiqué tantôt) ; de pressions sur la demande globale et les prix ; d'une appréciation du taux de change réel ; et d'une dégradation du compte courant de la balance des paiements.

Ces difficultés sont apparues, à des degrés divers, dans plusieurs pays à moyen revenu (notamment le Brésil et la Turquie) après la crise financière mondiale qui a débuté en 2007 aux

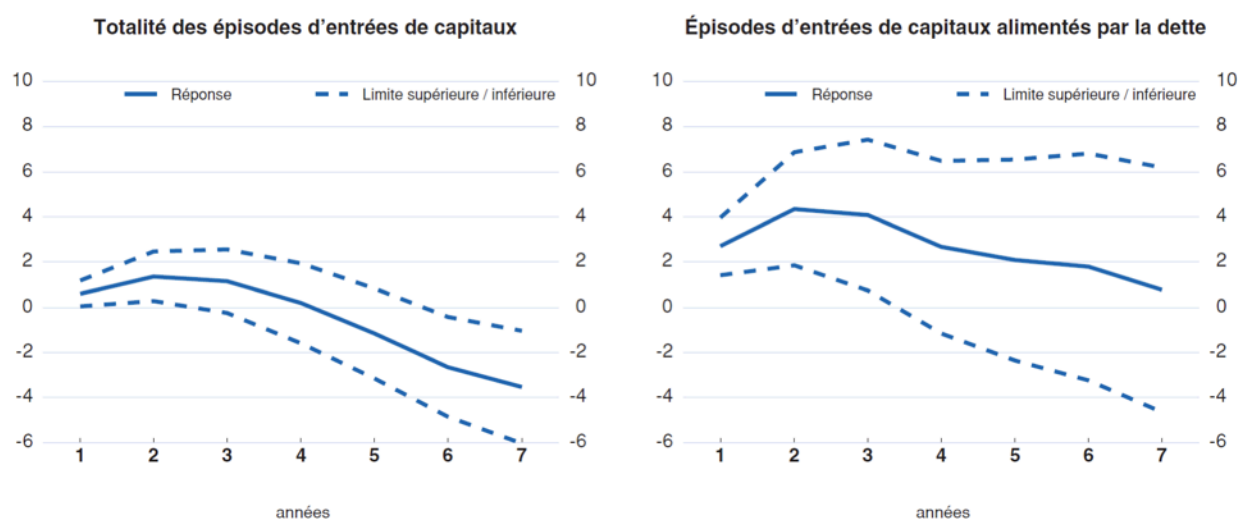
⁴Voir Basu et Srinivasan (2002) par exemple. On notera cependant que l'augmentation récente des investissements chinois à l'étranger, notamment en Afrique subsaharienne, est en train de changer la configuration internationale de ces flux.

⁵L'asymétrie d'accès aux marchés internationaux de capitaux peut être due soit à la nature des contrats de dette sur ces marchés (voir Bai et Zhang (2012)) soit, de manière moins intuitive, au faible degré de développement ou aux imperfections des marchés financiers *domestiques* (voir Levchenko (2005) et Leblebicioglu (2009)).

⁶Les études de Bekaert et al. (2006) et Corcoran (2009) par exemple ont montré que l'intégration financière internationale favorise le partage des risques. Cependant, les résultats sont moins probants pour les pays en développement.

Etats-Unis.⁷ De plus, comme le montre la Figure 5, l'impact des entrées massives de capitaux sur le ratio crédit sur PIB est d'autant plus fort que ces flux sont alimentés par la dette.

Figure 5 : Réaction du crédit privé à des épisodes d'entrées massives de capitaux
(Augmentation du ratio crédit/PIB, points de pourcentage de PIB)



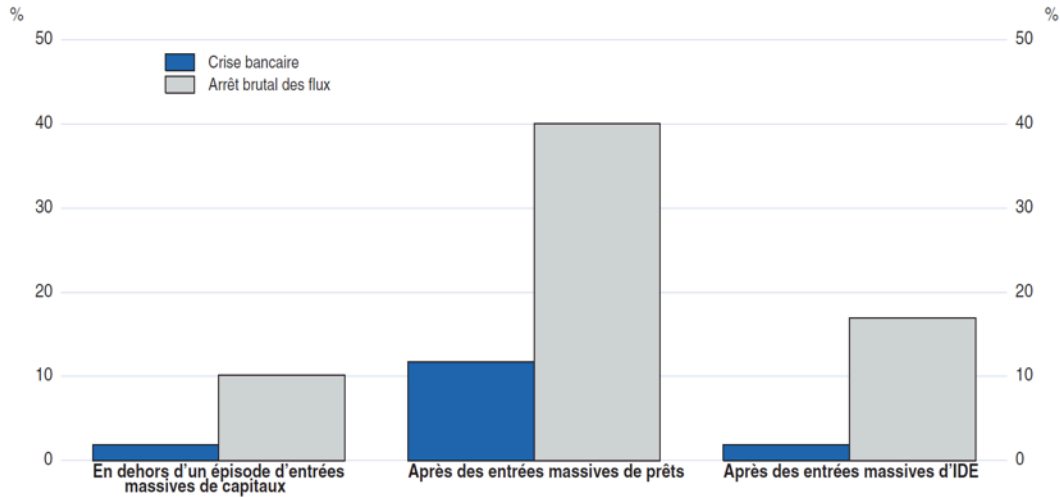
Source : Furceri et al. (2011).

Avec un régime de changes flexibles, des déséquilibres externes soutenus ont tendance à s'accompagner d'une dépréciation du taux de change nominal, qui conduit éventuellement à un réaligement des prix relatifs et à un rééquilibrage des flux commerciaux. Par contraste, dans les pays ayant opté pour des régimes de change fixes, une perte significative de compétitivité et une montée des déséquilibres externes ont tendance à perdurer et peuvent altérer la confiance dans la soutenabilité du régime de change et précipiter une crise financière. Comme l'ont montré Furceri et al. (2011) par exemple, sur 268 épisodes d'entrées massives de capitaux étrangers, environ 60 pourcent se sont achevés par un arrêt brutal des entrées de capitaux et environ un épisode sur dix s'est soldé par une crise bancaire ou une crise de change. De plus, comme le montre la Figure 6, la probabilité d'une crise bancaire est particulièrement élevée lorsque les entrées massives de capitaux sont alimentées par la dette. Le coût économique de ces crises peut se révéler particulièrement élevé également.⁸

⁷Voir par exemple Laibson and Mollerstrom (2010) et Magud et al. (2014).

⁸Sur la base de données de panel couvrant la période 1975-97, Hutchison et Noy (2006) ont montré que les crises de change conduisent à une réduction de la production d'environ 5-8 pourcent sur une période de 2 à 4 ans, alors que les crises bancaires conduisent à des baisses de production de l'ordre de 8-10 pourcent sur la même période. Joyce et Nabar (2009) ont montré que les crises bancaires ont un effet négatif significatif sur l'investissement domestique.

Figure 6 : Probabilité annuelle de crise bancaire ou d'arrêt brutal des flux de capitaux, en fonction de la nature des entrées de capitaux



Source : Furceri et al. (2011).

Ce contraste entre régimes de changes fixes et flexibles (la capacité du taux de change nominal, dans le second cas, à contribuer à la résorption des déséquilibres externes) est à la base d'un argument souvent avancé—un pays qui considère une plus grande ouverture financière internationale devrait considérer en même temps l'adoption d'une politique de change plus flexible.

Cependant, les expériences des dernières années ont montré que même avec un régime de changes flexibles, des mouvements brusques des flux de capitaux peuvent compliquer les arbitrages que doit effectuer la banque centrale entre ses différents objectifs de stabilité macroéconomique (inflation et activité) et stabilité financière. Ces difficultés, à leurs tour, peuvent se traduire par des périodes de forte volatilité du taux de change nominal, même si la stérilisation (en dépit de son coût) est mise en œuvre (Agénor et Pereira da Silva (2013)).

3.2.4 Contagion et volatilité des flux de capitaux

Les études empiriques ont également montré que l'ouverture financière peut s'accompagner d'une volatilité accrue des flux de capitaux à court terme.⁹ Ceci a tendance à exacerber aussi bien les chocs favorables que défavorables. Comme indiqué tantôt, des sorties brusques de capitaux peuvent conduire à une crise financière. Plus généralement, la volatilité des flux de capitaux crée des difficultés de gestion économique (d'autant plus grandes que le compte capital est ouvert) et peut avoir un effet négatif sur la croissance.

En général, le caractère procyclique des flux de capitaux (particulièrement à court terme) et le degré de volatilité de ces flux est lié aux mouvements actuels et perçus des facteurs économiques fondamentaux du pays (niveau d'activité, taux d'inflation, taux de change réel, déficit en compte courant, solde budgétaire, etc.), ainsi qu'aux facteurs externes, notamment les mouvements des taux d'intérêt dans les pays avancés, l'aversion par rapport au risque des investisseurs internationaux, et

⁹*A contrario*, Sula et Willett (2009), dans une étude couvrant 35 pays sur la période 1990-2003, ont trouvé que les IDE sont la catégorie la plus stable des flux de capitaux.

les chocs liés aux fluctuations des termes de l'échange.¹⁰ Nier et al. (2014) ont montré que lorsque l'aversion pour le risque des opérateurs sur les marchés financiers mondiaux est forte, les facteurs fondamentaux domestiques ont tendance à perdre de leur importance comme variables explicatives des mouvements de capitaux ; ceux-ci deviennent également plus volatiles.

La volatilité est également liée aux problèmes d'asymétrie d'information, qui conduit à des comportements de troupeau (*herding behavior*) et à la contagion.¹¹ Ces phénomènes sont d'autant plus marqués que beaucoup de pays en développement sont vulnérables aux chocs externes, du fait de leur structure de production relativement peu développée et de leur dépendance plus grande par rapport aux exportations de matières premières. Un choc sur les prix internationaux de ces produits peut effectivement affecter la perception du risque par rapport à *l'ensemble* de ces pays et conduire à de fortes fluctuations au niveau des mouvements de capitaux. Les effets de contagion peuvent donc expliquer pourquoi, au niveau international, une corrélation positive et forte peut exister entre volatilité réelle et volatilité financière.¹²

3.2.5 Risques associés à la pénétration des banques étrangères

Plusieurs études ont montré qu'il existe, comme indiqué précédemment, des avantages réels associés à la pénétration des banques étrangères. Baltagi et al. (2009) par exemple ont trouvé que l'ouverture financière internationale a un impact significatif sur le développement du secteur bancaire domestique. De même, Clarke et al. (2000, 2003) et Goldberg (2009) ont trouvé que les pressions compétitives générées par l'entrée de ces banques a souvent permis d'améliorer l'efficacité du système bancaire dans les pays récepteurs.¹³

Cependant, en dépit des avantages que les banques étrangères peuvent apporter, d'autres études empiriques ont montré que lorsqu'elles s'installent dans un pays (souvent à la suite d'une prise de contrôle d'un réseau de banques locales), ont tendance à rationner le crédit aux petites et moyennes entreprises, qui opèrent souvent dans le secteur des biens non échangeables, beaucoup plus que les banques domestiques. Elles ont souvent également tendance à se concentrer sur les grandes firmes produisant des biens échangeables, notamment dans les industries exportatrices (voir Clarke et al. (2005)). La combinaison de ces effets peut être négative non seulement sur la production et l'emploi mais également sur la répartition des revenus.¹⁴

Les coûts opérationnels plus faibles des banques étrangères peuvent créer des pressions à la consolidation des banques locales pour rester concurrentielles, ce qui peut conduire à des banques

¹⁰Les distorsions du secteur financier domestique peuvent exacerber la volatilité associée aux flux de capitaux. Voir par exemple Agénor and Aizenman (1999) pour une analyse formelle.

¹¹Cependant, un comportement de troupeau n'est pas synonyme d'irrationalité; au contraire, il peut représenter une réponse rationnelle dans plusieurs cas (voir Devenow et Welch (1996)).

¹²Les effets de contagion peuvent opérer non seulement à travers les fluctuations des termes de l'échange mais également en liaison avec les mouvements des taux de change réels. Masson (2000) et Pericoli et Sbracia (2003) proposent une revue détaillée des différents canaux à travers lesquels la contagion financière peut se produire.

¹³Levy Yeyati et Micco (2007) ont trouvé que la pénétration bancaire étrangère a tendance à réduire la concurrence dans le secteur bancaire, mais leur étude ne porte que sur un petit nombre de pays.

¹⁴Voir von Hagen et Zhang (2006, 2008) et Ferraris et Minetti (2012) pour une analyse formelle de ces différents effets, en particulier l'impact sur la répartition.

« trop importantes pour sombrer » et à exacerber le problème d'aléa moral. Si les banques sont convaincues que les pouvoirs publics interviendront pour les renflouer en cas de difficultés de remboursements, elles seront moins prudentes dans la sélection des projets à financer et dans la gestion de leurs portefeuilles de prêts. De plus, la présence de banques étrangères peut ne pas contribuer à la stabilité financière, si elles ont tendance à réduire leurs crédits de manière abrupte ou à quitter le pays durant une crise (voir FMI (2000), Galindo et al. (2010), et Choi et al. (2014)). Galindo et al. (2010) par exemple, dans une étude portant sur 17 pays d'Amérique latine sur la période 1996-2008, ont trouvé que même si la présence de banques étrangères a contribué à l'approfondissement du marché du crédit, elle a également permis d'amplifier l'impact des chocs financiers internationaux sur la volatilité financière au niveau national. Ces difficultés peuvent cependant être atténuées par un renforcement de la supervision bancaire et de la régulation prudentielle.

En même temps, plusieurs études empiriques ont montré que l'intégration financière a un impact significatif sur l'investissement domestique et la croissance économique dans les pays récepteurs. Ces études, pour la plupart basées sur des données de panel, incluent Borensztein et al. (1998), Bosworth et Collins (2000), Levine (2001), Edison et al. (2002, 2004), Agosin and Machado (2005), Carkovic et Levine (2005), Honig (2008), Bonfiglioli (2008), Bussière et al. (2008), Klein and Olivei (2008), Quinn and Toyoda (2008), Adams (2009), Azman-Saini et al. (2010), Choong et al. (2010), et Bekaert et al. (2011). Borensztein et al. (1998) par exemple, sur la base de données pour un groupe de 69 pays industrialisés et en développement pour la période 1970-89, ont trouvé un lien positif et significatif statistiquement entre les IDE et la croissance économique. De plus, leurs résultats suggèrent une importante complémentarité entre les IDE et le capital humain, mesuré par un indicateur du niveau de scolarité. Edison et al. (2004), en utilisant diverses mesures empiriques de l'importance des contrôles sur les transactions en capital, ont identifié une relation positive entre le degré d'ouverture du compte capital, la libéralisation des marchés boursiers, et la croissance économique pour les pays à moyen revenu. Bonfiglioli (2008) et Bekaert et al. (2011) ont trouvé que l'ouverture financière a un effet positif sur la productivité. Choong et al. (2010) ont également trouvé que les IDE ont un effet positif sur la croissance ; par contre, les flux de dette ou de portefeuille ont un effet négatif ou négligeable.

Cependant, ces études varient selon la méthodologie utilisée pour mesurer le degré d'ouverture financière internationale (comme discuté dans la section 2), la taille de l'échantillon, la période d'estimation, et la méthodologie d'estimation utilisée, qui ne tient pas toujours compte des erreurs de mesure, de l'endogénéité des variables explicatives et de la relation de causalité bidirectionnelle qui peut exister entre l'ouverture financière internationale et la croissance économique. Ces problèmes économétriques peuvent se traduire par des biais significatifs dans les valeurs estimées des paramètres. Dans ces conditions, il est donc difficile de tirer des conclusions générales d'une étude individuelle. Pour pallier à cette difficulté, les études les plus récentes ont porté sur la *méta analyse* (des « études d'études ») et tiennent compte de l'endogénéité des flux de capitaux. Ces études incluent Bhaumik et Dimova (2013), Bruno et Campos (2013), Iamsiraroj et Ulubasoglu (2014), et Wooster et Diebel (2010). Dans l'ensemble, ces études confirment qu'il y a un effet statistiquement significatif et robuste des IDE sur la productivité, l'investissement domestique, et la croissance économique. De plus, la causalité peut être bidirectionnelle : les IDE peuvent avoir un effet positif sur la croissance, mais en retour la croissance peut affecter les flux d'IDE vers le pays. Il y a aussi des effets non-linéaires (sous la forme d'*effets de seuil*), notamment entre le niveau de développement du capital humain, l'accès à l'infrastructure, et le développement du secteur financier. Néanmoins, à ce jour peu d'études ont testé l'existence d'un effet adverse de la *volatilité* des flux de capitaux (qui est elle-même endogène) sur l'investissement et la croissance.

4. Comment tirer le meilleur parti de l'ouverture financière internationale ?

L'ouverture financière internationale crée ou exacerbe des enjeux importants pour la gestion macroéconomique, notamment au niveau de la gestion des flux de capitaux, du rôle de la politique monétaire, et de la flexibilité du taux de change. Les études récentes ont montré que pour tirer parti le mieux possible de cette ouverture il faut *a)* promouvoir les flux de capitaux à long terme ; *b)* maintenir la discipline macroéconomique ; *c)* gérer les risques d'inversions brutales des flux de capitaux à court terme ; *d)* renforcer le cadre macroprudentiel (régulation et supervision bancaires) et macroprudentiel ; et *e)* mettre en place un certain nombre de réformes complémentaires.

4.1 Promouvoir les flux de capitaux à long terme

La composition des flux de capitaux est importante pour limiter les risques d'instabilité ; promouvoir les flux à long terme, plus stables et plus guidés par les perspectives à moyen terme d'un pays est essentiel. Pour atteindre cet objectif, il faut maintenir la stabilité et la crédibilité du cadre macroéconomique (comme discuté ultérieurement) et adopter un certain nombre de réformes structurelles, comme par exemple renforcer le cadre légal de l'activité économique, les droits de propriété, et accroître la flexibilité du marché du travail. Dans certains pays, notamment à faible revenu, des investissements importants peuvent également être nécessaires dans l'infrastructure et dans l'éducation. La question, dans ce contexte, est de savoir dans quelle mesure ces réformes doivent être menées *préalablement* à une stratégie visant à attirer les IDE, ou si au contraire elles sont en partie la conséquence d'une augmentation des IDE (comme c'est le cas par exemple pour les flux bancaires et leur impact sur le système financier domestique. Cette question est également abordée ultérieurement.

4.2 Maintenir la discipline macroéconomique

Maintenir des politiques macroéconomiques transparentes et soutenables est important aussi bien pour éviter les retournements brusques des flux de capitaux à court terme que pour promouvoir les flux d'investissements étrangers à moyen et à long termes. Dans un contexte par exemple où l'inflation est forte et variable, la volatilité des prix relatifs (et du taux de change réel en particulier) peut contribuer à masquer les signaux qui permettent aux investisseurs (aussi bien nationaux qu'étrangers) de juger de la rentabilité des opportunités alternatives et donc d'allouer leurs ressources à des fins productives. Si la volatilité est trop forte, les agents peuvent au contraire choisir d'attendre qu'elle se dissipe avant de considérer tout investissement, ce qui peut bien entendu avoir des effets adverses sur la croissance économique.

Maintenir la discipline macroéconomique demande de maintenir le taux d'inflation à un niveau faible, et stable de manière à ancrer les anticipations d'inflation ; d'éviter les déséquilibres budgétaires persistants ; d'adopter une politique de change compatible avec les facteurs économiques fondamentaux et suffisamment flexible pour répondre aux chocs internes et externes ; et d'adopter un régime de politique monétaire compatible avec cette flexibilité, comme par exemple un régime de ciblage direct du taux d'inflation. (voir Hammond (2012)). En même temps il est important de noter que la discipline macroéconomique, bien que nécessaire, n'est pas toujours suffisante pour éliminer le risque d'attaques spéculatives et la volatilité des flux de capitaux. Des changements brusques d'anticipations peuvent toujours se produire, même si les facteurs fondamentaux de l'économie sont solides. L'accès à des outils de gestion des flux de capitaux à court terme est donc essentiel.

4.3 Gérer les risques d'inversion des capitaux à court terme

Les études empiriques récentes ont montré que les flux de capitaux à court terme sont de plus en plus motivés par le *cycle financier mondial*, qui est largement indépendant des conditions locales. Ce cycle impose des contraintes sur la conduite de la politique monétaire dans les pays récepteurs, indépendamment du régime de change en place—fixe ou flexible, même si les risques sont amplifiés dans le premier cas. Le *trilemme d'économie ouverte* (Obstfeld et al. (2005)) a fait place en fait à un *dilemme* (Rey (2013)) ; le libre flottement du taux de change ne permet pas d'avoir une politique monétaire autonome avec un compte de capital ouvert. Pour cela, il faut gérer les flux de capitaux à court terme—soit directement, par des contrôles de capitaux, soit indirectement, par des outils macroprudentiels, comme discuté ultérieurement.

Depuis quelques années, et depuis un changement significatif de perspective du Fonds monétaire international (2012), un instrument important pour la gestion des flux de capitaux à court terme est les contrôles de capitaux.¹⁵ Un argument souvent avancé pour justifier l'utilisation de ces contrôles est un argument de second rang, qui suggère que certaines contraintes et distorsions ne peuvent être facilement éliminées ou atténuées. C'est le cas par exemple pour le système financier ; renforcer sa capacité à absorber les chocs peut prendre du temps. Durant la transition, les distorsions associées aux marchés financiers internes peuvent exacerber les effets de la volatilité externe et ceci peut justifier le maintien ou l'imposition de contrôles de capitaux au-delà même du très court terme.

Les études empiriques portant sur l'efficacité des contrôles de capitaux ont donné des résultats ambigus.¹⁶ Cette efficacité semble diminuer avec le degré de développement des marchés financiers, car les agents privés trouvent plus ou moins rapidement un moyen d'y échapper (sous-facturation des exportations ou surfacturation des importations, utilisation de marchés financiers parallèles. etc.). C'est notamment le cas pour les contrôles relatifs aux *sorties* de capitaux. Elles ne peuvent donc Les contrôles ne permettent pas de maintenir indéfiniment des politiques macroéconomiques incompatibles. De plus, l'imposition de contrôles à court terme peut signaler un changement de politique après une phase de libéralisation financière et peut affecter la crédibilité d'un programme de réformes. En général, il est préférable de corriger la distorsion initiale (par ex., garanties implicites) au lieu d'ajouter de nouvelles distorsions (Dooley (1996)). En même temps, il convient de reconnaître que les études empiriques ont montré que l'impact des contrôles portant sur les *entrées* de capitaux affectent la *composition* des flux vers le long terme, même s'ils ont peu d'effets sur le *volume total* des flux n'est guère affecté. De ce point de vue, ces contrôles (surtout ceux basés sur des mécanismes de marché) peuvent se révéler utiles, s'ils sont mis en place rapidement pour éviter une expansion trop rapide du crédit et les bulles financières qui peuvent en résulter.

Au cours des dernières années un autre outil utilisé par les banques centrales pour gérer les flux de capitaux à court terme est la stérilisation (Aizenman et Glick (2009)). Lorsque les entrées de capitaux sont importantes, l'accumulation de réserves de change permet de mitiger l'appréciation du taux de change. Cependant, cette politique s'est révélée peu efficace, avec un effet pervers même dans certains cas sur les flux de capitaux. De plus, dans plusieurs pays l'accumulation de réserves

¹⁵Sur l'évolution de la position du Fonds monétaire international par rapport à la question des contrôles de capitaux, voir Ramos-Tallada (2013).

¹⁶Voir par exemple Chamon et Garcia (2013) pour le Brésil, Edwards et Rigobon (2009), Binici et al. (2010), Glick et Hutchison (2011), ainsi que Eichengreen et Rose (2014) et Agénor et Montiel (2015) pour une revue de la littérature.

liquides associée aux opérations de stérilisation s'est révélée excessive. Elle s'est donc révélée coûteuse, directement et indirectement, avec un coût d'opportunité substantiel (voir Agénor et Pereira da Silva (2013)).

4.4 Renforcer la régulation et la supervision du système financier

Il est maintenant bien établi que l'ouverture financière doit s'accompagner d'un renforcement de la régulation prudentielle et de la supervision des institutions financières. Elle est importante pour la gestion des flux *bruts* de capitaux et joue par conséquent un rôle clé dans la réduction des vulnérabilités financières.¹⁷

En particulier, il est nécessaire de renforcer la régulation macroprudentielle, pour réduire les risques systémiques, notamment par la mise en place d'outils contracycliques pour limiter l'expansion du crédit bancaire. Maîtriser l'évolution du crédit est important ; les études empiriques ont montré que même si toutes les périodes d'expansion rapide du crédit ne se traduisent pas nécessairement par une crise financière, presque toutes les crises financières sont précédées par une expansion rapide (excessive) du crédit. En même temps, il faut éviter la complexité dans la mise en place d'outils macroprudentiels (comme par exemple les coussins de capital contracycliques, ou le provisionnement dynamique) et au contraire privilégier des outils robustes et plus simples à gérer, comme les réserves obligatoires, ou les ratios d'endettement simple, au moins dans une phase transitoire. Il est important d'exploiter également les outils plus spécifiques, comme par exemple les ratios prêt-valeur des actifs immobiliers et service de la dette-revenu.

Comme indiqué tantôt, le renforcement du cadre macroéconomique passe par l'adoption d'un régime de change plus flexible et d'un cadre de politique monétaire plus adapté, comme par exemple une politique de ciblage direct du taux d'inflation ; en même temps, ce régime doit intégrer un objectif explicite de stabilité financière. Cela nécessite une détermination jointe des instruments de politique monétaire et de régulation macroprudentielle, ce qui à son tour crée de nouveaux enjeux pour la gestion macroéconomique (Agénor et Pereira da Silva (2013)).

4.5 Mettre en œuvre les réformes complémentaires

Comme indiqué antérieurement, pour tirer le mieux parti de l'ouverture financière internationale, des réformes structurelles peuvent être nécessaires.¹⁸ Pour favoriser les IDE il faut un accès suffisant aux services d'infrastructure ; pour des investissements dans des activités d'*imitation* de produits étrangers (adaptés pour le marché local ou la réexportation), c'est l'accès à l'infrastructure de base (routes, électricité, eau et assainissement, télécommunications) qui est important. Par contre pour favoriser les investissements dans des activités d'*innovation*, dont le contenu en connaissances locales est plus élevé, il faut un accès à des infrastructures avancées (notamment l'internet à haut débit) et à une main d'œuvre qualifiée, notamment pour faciliter les transferts de technologie.

En même temps, il peut y avoir une *causalité bidirectionnelle* entre les IDE et le capital humain ; une vague initiale d'IDE dans des activités d'imitation par exemple, peut favoriser la formation

¹⁷Les flux *nets* de capitaux sont importants pour la soutenabilité des déficits en compte courant, mais les flux *bruts* sont ceux qui comptent pour la stabilité financière.

¹⁸Dans une étude sur 80 pays (dont 60 en développement) couvrant la période 1960-2000, Chang et al. (2009) ont trouvé un résultat similaire pour l'ouverture commerciale.

professionnelle et l'apprentissage par la pratique. Il peut donc exister un cercle vertueux entre les IDE et le capital humain. Au fur et à mesure que le capital humain augmente, les investissements dans l'éducation permettent également de promouvoir la *diversification* des flux d'IDE dans le temps (au-delà des secteurs de ressources naturelles). Plus généralement, dans certains pays l'accès au financement pour les petites et moyennes entreprises et l'environnement des affaires (législation sur le travail, la gouvernance, etc.) doivent également être améliorés pour tirer parti de l'ouverture financière.¹⁹

5. Quelques enseignements pour le Maroc

Les analyses précédentes suggèrent que l'ouverture financière internationale, bien gérée, peut avoir des effets positifs importants. Les études empiriques confirment l'impact favorable des flux de capitaux extérieurs à moyen et long termes sur la productivité, l'investissement, et la croissance. Les investissements directs étrangers sont des flux plus stables, capables de générer des externalités positives, notamment sur la qualité de la force de travail. Par contre, les flux à court terme peuvent avoir une influence déstabilisatrice au niveau macroéconomique (expansion du crédit, pressions inflationnistes, appréciation du taux de change réel, et détérioration du compte courant) et peuvent même conduire à une crise financière. Il est donc important de mettre en place une panoplie d'instruments de gestion de ces flux, comportant, des interventions sur le marché des changes, des instruments prudentiels (à la fois microprudentiels et macroprudentiels, pour stabiliser le cycle du crédit) et possiblement des contrôles temporaires de capitaux. Des politiques complémentaires, notamment en matière d'accès à l'infrastructure et d'investissement en capital humain, peuvent également être nécessaires dans certains pays. La question fondamentale n'est donc pas de choisir entre l'ouverture et l'autarcie financière, mais plutôt de mettre en place les politiques, aussi bien macroéconomiques que structurelles, qui permettent de maximiser les bénéfices à long terme procurés par l'ouverture financière, tout en minimisant les risques de court terme. Le rythme d'ouverture lui-même doit donc être conditionné à la mise en place de ces politiques.

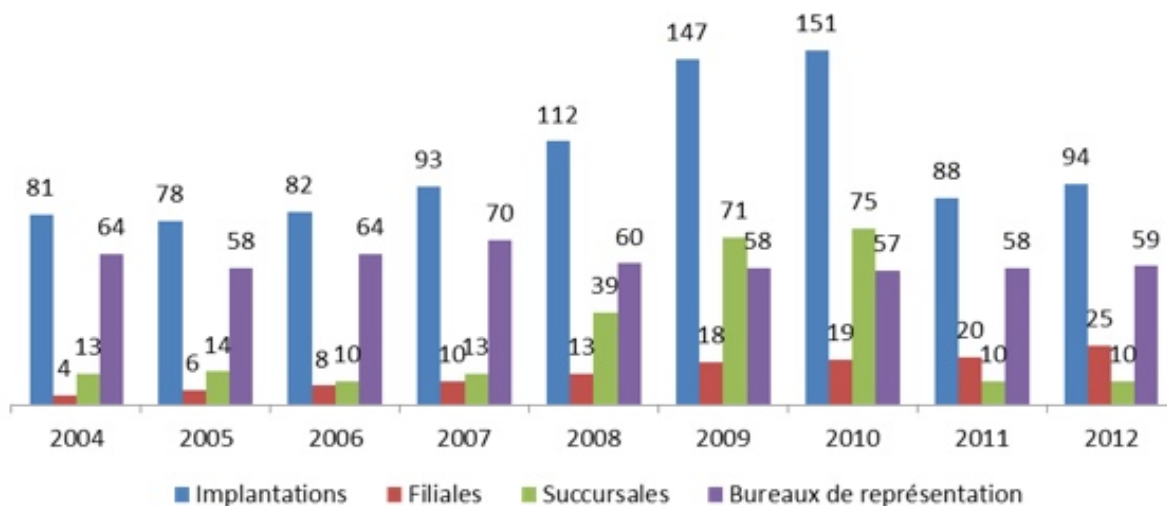
Ces analyses ont des implications importantes pour le Maroc. Le pays fait face actuellement à des défis importants en termes de sa stratégie de croissance (Agénor et El Aynaoui (2015)), notamment le risque de se retrouver « prise en tenaille », entre, d'un côté les pays à faible revenu en croissance rapide, bénéficiant d'une main d'œuvre abondante et bon marché, et, de l'autre, les pays à moyen revenu, capables d'innover rapidement. En parallèle, le Maroc reste lié, à travers la structure de ses relations commerciales et financières avec l'Europe, à une région qui fait face à des difficultés structurelles et dont les perspectives de croissance restent peu favorables. Ces dynamiques pourraient se traduire par un « piège de croissance modérée », caractérisé par des créations d'emploi insuffisantes pour absorber l'expansion de la force de travail qui va rester forte dans le pays pendant les prochaines années.

Une question importante dans le contexte de cette nouvelle stratégie est le rôle potentiel d'une ouverture financière internationale plus grande, et des changements nécessaires du cadre macroéconomique du pays. Cette ouverture s'est poursuivie de manière graduelle au cours des dernières années, notamment au niveau du secteur bancaire. A l'heure actuelle les banques

¹⁹Voir Nations Unies (2007). Comme l'ont montré Blackburn et Forgues-Puccio (2010) par exemple, les effets adverses d'une mauvaise gouvernance (ou d'une corruption élevée) peuvent être exacerbés par l'ouverture financière internationale.

marocaines sont présentes dans plus d'une vingtaine de pays à travers une centaine d'implantations réparties entre 25 filiales, 10 succursales et 59 bureaux de représentation (Figure 7). Parallèlement, les groupes bancaires internationaux ont eux aussi renforcé leurs installations au Maroc ; actuellement, 7 des 19 banques du pays ont un capital majoritairement étranger et allouent plus du cinquième des crédits bancaires à l'économie (Figure 8).

Figure 7 : Maroc : Implantations bancaires à l'étranger, 2004-2012 (Par unités)

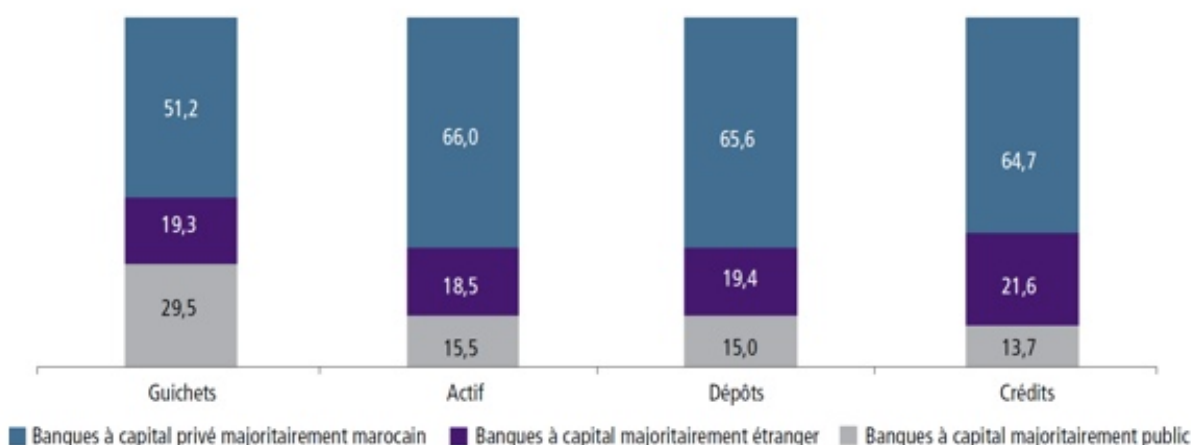


Source : Bank Al-Maghrib, Direction de la supervision bancaire.

En même temps, cependant, le processus de libéralisation financière internationale au cours de ces dernières années a été largement *asymétrique* : le compte capital a été entièrement ouvert aux non-résidents tout en restant pratiquement clos aux résidents. La gamme limitée d'actifs domestiques, dans un environnement où les capitaux étrangers peuvent circuler librement et où l'épargne intérieure est en augmentation (du fait de la croissance des revenus), s'est traduite par des pressions sur les prix d'actifs (notamment dans l'immobilier) et a contribué à une réallocation des flux d'investissement au détriment des activités productives.²⁰

²⁰En même temps, une épargne domestique captive a contribué à des taux d'intérêt domestique faibles et peut avoir favorisé une augmentation des ratios d'endettement au niveau aussi bien des ménages que des entreprises non financières et de l'État.

Figure 8 : Maroc : Structure du bilan des banques en fonction de l'actionnariat, 2012
(En pourcentage)



Source : Bank Al-Maghrib, Direction de la supervision bancaire.

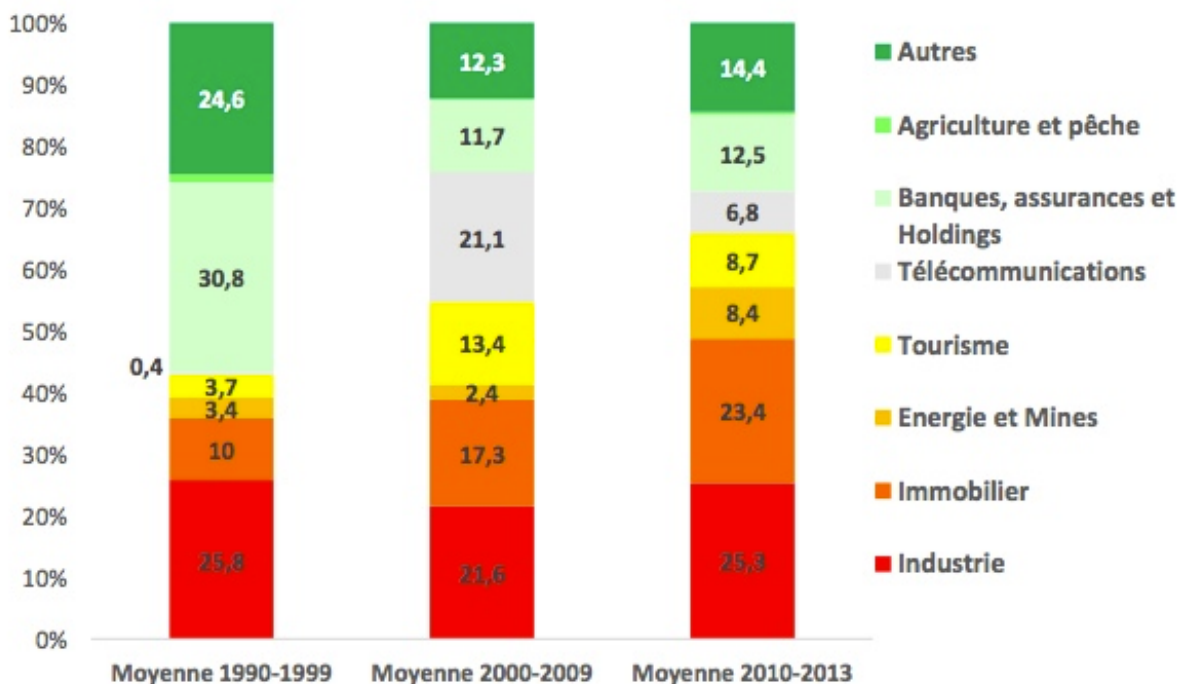
En outre, même si l'ouverture graduelle du compte capital s'est accompagnée au cours des dernières années de résultats favorables pour le Maroc en ce qui concerne le niveau total des IDE, il n'en est pas de même pour la *composition* de ces flux ; celle-ci a été fortement concentrée dans quelques secteurs d'activité, notamment les secteurs de l'immobilier, des télécommunications, de la banque et des assurances, et du tourisme (Figure 9) ; peu d'investissements étrangers ont eu lieu directement dans le secteur manufacturier et les secteurs de haute technologie. Une explication possible dans le cas des secteurs de haute technologie est la faiblesse relative de la qualité de la main d'œuvre ; comme indiqué tantôt, les études empiriques ont mis l'accent sur l'importance de ce facteur dans les décisions des investisseurs étrangers. Dans ces conditions, des réformes visant à améliorer la quantité et la qualité de la main d'œuvre qualifiée pourraient avoir un impact important aussi bien au niveau des IDE que de la croissance économique (Agénor et El Aynaoui (2015)).

Accélérer la libéralisation du compte capital—sous la forme notamment d'un assouplissement graduel de la réglementation des changes pour les institutions financières, et éventuellement pour les institutions non financières, les ménages, et les investisseurs étrangers—nécessite également l'adoption d'un régime de change plus flexible, dans le but (comme discuté tantôt) de faciliter l'absorption de chocs externes liés à la volatilité des flux de capitaux à court terme et d'éviter les risques de déstabilisation du secteur financier associés à ces flux.²¹ Le régime de change actuellement en vigueur consiste en un ancrage nominal par rapport à un panier de devises, constitué du dollar à hauteur de 20 pourcent et de l'euro (monnaie du principal partenaire commercial du pays) à hauteur

²¹La flexibilité du taux de change permettrait également de mieux gérer les chocs sur les termes de l'échange ; et dans la mesure où elle se traduirait par une dépréciation du taux de change réel effectif, elle pourrait contribuer également à aider le pays à retrouver une compétitivité coût largement érodée au cours des dernières années, de promouvoir les exportations et de réduire les importations, et d'aider ainsi au redressement de la balance des paiements. Sur la relation entre le taux de change réel et les flux commerciaux du Maroc, voir El Aynaoui et Ibourk (2002) et Bouoiyour et Rey (2005).

de 80 pourcent, avec une bande de tolérance effective très réduite (0,6 pourcent).²² Bien qu'en principe ce régime réduise l'autonomie effective de la politique monétaire, le maintien de restrictions au niveau du compte capital a laissé une marge de manœuvre pour la conduite d'une politique monétaire autonome. Depuis la fin de l'année 2006 cette politique a pris la forme de l'adoption d'un cadre analytique qui se rapproche à plusieurs égards de celui du ciblage d'inflation.

Figure 9 : Maroc : Distribution par secteur des Investissements directs étrangers, 1990-2013
(En pourcentage)



Source : Ministère des finances, office des changes.

Comme préconisé par Agénor et El Aynaoui (2015), en termes concrets une stratégie possible est une sortie ordonnée à travers un régime de bandes asymétriques, sans parité centrale. Un tel régime est transparent et simple à mettre en œuvre étant donné que le taux de dépréciation peut être programmé à l'avance et non pas révisé mensuellement sur la base de l'estimation, par définition dynamique, du taux de change d'équilibre. Toutefois, l'abandon progressif du régime de change fixe ne signifie pas que le taux de change ne jouera aucun rôle dans le cadre macroéconomique, même après la phase transitoire de flexibilisation. En fait, pratiquement tous les pays à moyen revenu ayant adopté un régime de ciblage d'inflation continuent à se soucier de l'évolution du taux de change

²²Dans ce cadre, Bank Al-Maghrib intervient chaque jour sur le marché des changes en fixant les cours d'achat et de vente pour ses opérations avec les banques.

nominal et à intervenir sur le marché des changes, parfois de manière agressive et soutenue (voir Agénor et Pereira da Silva (2013)).²³

En même temps, l'abandon progressif du régime de change fixe actuel nécessitera l'adoption d'un nouvel ancrage nominal et donc une redéfinition du rôle de la politique monétaire.

Depuis 2006, des efforts considérables ont été menés au niveau de la Banque centrale pour faire évoluer le cadre de la politique monétaire vers un régime de ciblage d'inflation (voir Direction des Études et des Relations Internationales (2011)). Ces efforts ont porté aussi bien sur les capacités techniques que sur les données statistiques nécessaires à la conduite de la politique monétaire au jour le jour. En même temps, cependant, la politique monétaire poursuivie au cours des dernières années s'est révélée relativement passive ; le taux directeur en termes réels, dont l'évolution reflète essentiellement les variations du taux d'inflation (vu la rigidité du taux nominal), n'a pas un caractère contracyclique systématique en relation avec l'évolution de l'output gap non agricole—ce qui devrait être le cas pour le Maroc. Au contraire, les données semblent suggérer des délais de réaction significatifs des autorités monétaires. Dans le contexte d'une ouverture commerciale et financière plus grande du pays, l'utilisation des taux d'intérêt par la banque centrale devrait être plus flexible et guidée par les dynamiques des cycles économique et financier, de manière à mieux gérer les chocs associés notamment aux mouvements des flux de capitaux à court terme.

Des interventions ciblées, conjuguées à une gestion adéquate des mouvements de capitaux, peuvent réduire considérablement les risques liés à la flexibilité du taux de change. En même temps, les interventions visant à stabiliser le taux de change ne doivent pas conduire à remettre en question l'engagement sur la cible d'inflation. Si la banque centrale n'est pas en mesure de convaincre les marchés que la cible d'inflation est l'objectif primordial de la politique monétaire, sa crédibilité risque d'être affectée et maintenir la stabilité des prix à moyen terme sera difficile. Il est donc important de garder dans la panoplie des instruments de gestion des flux de capitaux à court terme les contrôles de capitaux, comme plusieurs pays à moyen revenu l'ont fait (Agénor et Pereira da Silva (2013)) ; en dépit du fait que l'efficacité à long terme de ces mesures est sujette à débat, elles constituent des outils potentiellement utiles pour des interventions temporaires.

Il est important également de développer de nouveaux outils macroprudentiels contracycliques pour compléter la panoplie d'instruments traditionnels de gestion macroéconomique à court terme, comme préconisé par l'Accord de Bâle III (voir Comité de Bâle pour la supervision bancaire (2011)). Plusieurs de ces instruments (comme les réserves obligatoires des banques ou les restrictions relatives au secteur immobilier, tels que l'encadrement des ratios prêt-valeur des banques ou des ratios prêt-revenu des ménages) sont déjà en place au Maroc et ont déjà été utilisés de manière sporadique. Mais de nouvelles règles, avec un caractère plus systématique, devraient également être testées et mises en œuvre (voir Agénor et Pereira da Silva (2013)). L'ensemble de ces mesures contribuerait à la viabilité et la soutenabilité d'un régime de flottement contrôlé et plus généralement à limiter les risques liés à l'ouverture financière internationale.

²³Les raisons pour cela sont en général multiples ; dans le cas du Maroc, les considérations primordiales pourraient être l'impact du taux de change sur l'inflation, la production (à travers les coûts des produits importés), et le budget de l'État (à travers les subventions aux carburants).

Appendice

Pour faire ressortir la complémentarité (à travers les effets de productivité) entre les IDE et le travail qualifié dans le processus de croissance, considérons, à la suite de Borensztein et al. (1998), une économie dans laquelle la source du progrès technologique est l'augmentation de la variété de biens capitaux disponibles pour les producteurs, aussi bien nationales qu'étrangères. Supposons également que l'économie produit un seul bien final, en quantité Y , en utilisant une technologie à rendements constants du type Cobb-Douglas :

$$(A1) \quad Y = S^\alpha K^{1-\alpha},$$

Où S est le stock de main d'œuvre qualifiée de l'économie (considéré comme donné), K le stock de capital physique, et $0 < \alpha < 1$. Le stock de capital lui-même est défini comme un composite d'un ensemble continu de biens capitaux différenciés, chacun en quantité $x(j)$:

$$(A2) \quad K = \left[\int_0^N [x(j)^{1-\alpha} dj]^{1/(1-\alpha)},$$

où N indique le nombre total de variétés de biens capitaux. L'accumulation de capital physique prend donc la forme d'une augmentation du nombre de variétés de biens capitaux produits sur le sol domestique.

Supposons qu'il existe deux types de producteurs de biens capitaux : des firmes étrangères, qui produisent $n^* < N$ de ces biens, et des firmes domestiques, qui produisent $N - n^*$ des biens restants. Chaque bien est produit par une seule entreprise spécialisée, qui le loue aux producteurs du bien final au taux $m(j)$. La demande optimale pour chaque bien j est donc déterminé en égalisant la productivité marginale de ce bien dans la production du bien final avec le taux de location :

$$(A3) \quad m(j) = (1 - \alpha)S^\alpha x(j)^{-\alpha}.$$

Une hausse du nombre de variétés de biens capitaux disponibles aux producteurs est supposé nécessiter une adaptation de la technologie disponible dans les pays plus avancés. Cette adaptation au marché local nécessite le paiement d'un coût fixe initial, F , qui est lui-même supposé dépendre négativement du ratio des firmes étrangères sur le nombre total des entreprises opérant dans le pays, n^*/N . Ainsi, on a $F = F(n^*/N)$, avec $F' < 0$.²⁴ Cette hypothèse permet de capter l'idée que la présence des firmes étrangères dans un pays facilite l'adoption de technologies plus avancées nécessaires pour produire de nouvelles variétés de capital, en important les connaissances déjà disponibles à l'étranger.

En plus de ce coût fixe, une fois qu'un nouveau bien de capital est introduit son propriétaire doit assurer un coût de maintenance constant à chaque période. Ceci revient à supposer que la production du bien $x(j)$ est sujette à un coût marginal constant égal à l'unité et que les biens capitaux

²⁴Borensztein et al. (1998) considèrent un second effet possible sur F , la possibilité d'un effet de « rattrapage technologique », qui reflète le fait qu'il est moins coûteux d'imiter des produits qui existent déjà (à l'étranger) que d'en créer des nouveaux qui soient à la pointe au niveau de l'innovation. Cette perspective peut être captée dans le modèle en supposant que le coût fixe initial F dépend positivement du nombre de variétés de biens capitaux produits sur le marché local, comparé au nombre de variétés produites dans le reste du monde.

se déprécient intégralement. En supposant que le taux d'intérêt auquel les entreprises doivent faire face, r , est également constant, les profits pour le producteur de la variété j , $\Pi(j)$, sont données par

$$(A4) \quad \Pi(j) = -F + \int_0^{\infty} [m(j)x(j) - x(j)]e^{-rs} ds.$$

La maximisation de l'équation (A4) sous la contrainte (A3) donne le niveau d'équilibre de la production de chaque bien capital j :

$$(A5) \quad x(j) = S(1 - \alpha)^{2/\alpha},$$

expression qui montre bien que, étant donnée l'hypothèse de symétrie entre les producteurs, le niveau de production de chaque variété de capital est le même. En supposant l'absence de barrières à l'entrée, la condition d'élimination des profits implique que

$$(A6) \quad r = \phi S/F,$$

avec $\phi \equiv \alpha(1 - \alpha)^{(2-\alpha)/\alpha} > 0$.

Pour boucler le modèle il faut spécifier les comportements d'épargne qui détermine le processus d'accumulation du capital. Supposons alors que les ménages font face à un taux de rendement qui lui aussi égal à r , et qu'ils maximisent une fonction d'utilité inter temporelle standard donnée par la valeur présente escomptée de la consommation. On peut montrer que dans ce cas la solution optimale pour le taux de croissance de la consommation, g_c , est donnée par :

$$(A7) \quad g_c = (r - \rho)/\sigma,$$

où ρ représente le taux de préférence pour le temps et σ l'inverse de l'élasticité de substitution intertemporelle. Dans un état stationnaire, le taux de croissance de la production, g , doit être égal au taux de croissance de la consommation. En substituant l'équation (A6) pour r dans l'équation (A7) on obtient par conséquent le taux de croissance d'équilibre de l'économie :

$$(A8) \quad g = [\phi S/F(n^*/N) - \rho]/\sigma.$$

L'équation (A8) montre que les IDE, mesurés par la fraction de biens capitaux produits localement par des firmes étrangères, n^*/N , a un effet positif sur le taux de croissance à long terme. La raison fondamentale est que les IDE réduisent le coût d'introduction de nouvelles variétés de capital, et par conséquent augmentent le rythme d'introduction de ce type de biens. De plus, l'effet des IDE sur le taux de croissance de l'économie est positivement relié au stock existant de main d'œuvre qualifiée utilisée dans la production—c'est l'effet de complémentarité discuté dans le texte.

En plus de réduire les coûts associés aux activités d'innovation, les IDE peuvent également avoir un effet direct sur la croissance ; c'est le cas par exemple si les producteurs locaux sont capables de tirer parti, au moins dans une certaine mesure, les connaissances avancées dont disposent les producteurs étrangers. Comme l'ont montré Berthélemy et Démurger (2000), dans ce cas c'est le *nombre* de variétés de biens capitaux, et non pas le taux d'accroissement du stock de capital qui affecterait le taux de croissance. Néanmoins, les implications du modèle, en ce qui concerne notamment l'effet de complémentarité, restent similaires.

Références

Adams, Samuel. 2009. « Foreign Direct Investment, Domestic Investment, and Economic Growth in Sub-Saharan Africa, » *Journal of Policy Modeling*, 31, 939-49.

Agénor, Pierre-Richard. 2012a. *Public Capital, Growth, and Welfare*, Princeton University Press.

———. 2012b. « International Financial Integration: Benefits, Costs, and Policy Challenges, » dans *Survey of International Finance*, édité par H. Kent Baker et Leigh A. Riddick, Oxford University Press.

Agénor, Pierre-Richard, et Karim El Aynaoui. 2015. *Maroc : Stratégie de croissance à l'horizon 2025 dans un environnement international en mutation*. OCP Policy Center (Rabat).

Agénor, Pierre-Richard, et Peter J. Montiel. 2015. *Development Macroeconomics*, quatrième édition, Princeton University Press.

Agénor, Pierre-Richard, et Luiz Pereira da Silva. 2013. *Inflation Targeting and Financial Stability: A Perspective from the Developing World*, Banque Inter-Américaine de développement (Washington DC).

Agosin, Manuel R., et Roberto Machado. 2005. « Foreign Investment in Developing Countries: Does it Crowd in Domestic Investment?, » *Oxford Development Studies*, 33, 149-62.

Aizenman, Joshua, et Reuven Glick. 2009. « Sterilization, Monetary Policy, and Global Financial Integration, » *Review of International Economics*, 17, 777-801.

Albuquerque, Rui. 2003. « The Composition of International Capital Flows: Risk Sharing through Foreign Direct Investment, » *Journal of International Economics*, 61, 353-83.

Azman-Saini, W.N.W., Siong Hook Law, et Abd Halim Ahmad. 2010. « FDI and Economic Growth: New Evidence on the Role of Financial Markets, » *Economics Letters*, 107, 211-13.

Bai, Yan, et Jing Zhang. 2012. « Financial Integration and International Risk Sharing, » *Journal of International Economics*, 86, 17-32.

Baltagi, Badi H., Panicos O. Demetriades, et Siong Hook Law. 2009. « Financial Development and Openness: Evidence from Panel Data, » *Journal of Development Economics*, 89, 285-96.

Basu, Anupam, et Krishna Srinivasan. 2002. « Foreign Direct Investment in Africa: Some Case Studies, » Document de travail No. 02/61, Fonds monétaire international.

Bekaert, Geert, Campbell R. Harvey, et Christian Lundblad. 2006. « Growth Volatility and Financial Liberalization, » *Journal of International Money and Finance*, 25, 370-403.

———. 2011. « Financial Openness and Productivity, » *World Development*, 39, 1-19.

Berthélemy, Jean-Claude, et Sylvie Démurger. 2000. « Foreign Direct Investment and Economic Growth: Theory and Application to China, » *Review of Development Economics*, 4, 140-55.

Bhaumik, Sumon K., et Ralitzia Dimova. 2013. « Does Human Capital Endowment of Foreign Direct Investment Recipient Countries really Matter? Evidence from Cross-Country Firm Level Data, » *Review of Development Economics*, 17, 559-70.

Binici, Mahir, Michael Hutchison, et Martin Schindler. 2010. « Controlling Capital? Legal Restrictions and the Asset Composition of International Financial Flows, » *Journal of International Money and Finance*, 29, 666-84.

Blackburn, Keith, et Gonzalo F. Forgues-Puccio. 2010. « Financial Liberalization, Bureaucratic Corruption and Economic Development, » *Journal of International Money and Finance*, 29, 1321-39.

Bonfiglioli, Alessandra. 2008. « Financial Integration, Productivity and Capital Accumulation, » *Journal of International Economics*, 76, 337-55.

Borensztein, Eduardo, José De Gregorio, et Jong Wha Lee. 1998. « How Does Foreign Direct Investment Affect Economic Growth?, » *Journal of International Economics*, 45, 115-35.

Bosworth, Barry P., et Susan M. Collins. 2000. « Capital Flows to Developing Economies: Implications for Saving and Investment, » *Brookings Papers on Economic Activity*, No. 1, 143-80.

Boulhol, Hervé. 2009. « Do Capital Market and Trade Liberalization Trigger Labor Market Deregulation?, » *Journal of International Economics*, 77, 223-33.

Bouoiyour, Jamal, et Serge Rey, « Exchange Rate Regime, Real Exchange Rate, Trade Flows and Foreign Direct Investments: The Case of Morocco, » *African Review of Development*, 2, 302-34.

Bruno, Randolph L., et Nauro F. Campos. 2013. « Reexamining the Conditional Effect of Foreign Direct Investment, » document de travail IZA No. 7458.

Bussière, Matthieu, et Marcel Fratzscher. 2008. « Financial Openness and Growth: Short-run Gain, Long-run Pain?, » *Review of International Economics*, 16, 69-95.

Caprio, Gerard, et Patrick Honohan. 1999. « Restoring Banking Stability: Beyond Supervised Capital Requirements, » *Journal of Economic Perspectives*, 13, 43-64.

Carkovic, Maria, et Ross Levine. 2005. « Does Foreign Direct Investment Accelerate Economic Growth?, » in *Does Foreign Investment Promote Development?*, ed. by Theodore H. Moran, Edward Graham, et Magnus Blomström, Institute for International Economics (Washington DC).

Chang, Roberto, Linda Kaltani, et Norman V. Loayza. 2009. « Openness can be Good for Growth: The role of Policy Complementarities, » *Journal of Development Economics*, 90, 33-49.

Chinn, Menzie D., et Hiro Ito. 2006. « What Matters for Financial Development? Capital Controls, Institutions, and Interactions, » *Journal of Development Economics*, 81, 163-92.

Choi, Moon J., Eva Gutierrez, et Maria S. M. Peria. 2014. « Dissecting Foreign Bank Lending Behavior during the 2008-2009 Crisis, » non publié, Banque mondiale.

Choong, Chee-Keong, Ahmad Z. Baharumshah, Zulkornain Yusop, et Muzafar S. Habibullah. 2010. « Private Capital Flows, Stock Market and Economic Growth in Developed and Developing Countries: A Comparative Analysis, » *Japan and the World Economy*, 22, 107-17.

Clarke, George, Robert Cull, Laura d'Amato, et Andrea Mollinari. 2000. « On the Kindness of Strangers? The Impact of Foreign Entry on Domestic Banks in Argentina, » in *The Internationalization of Financial Services*, ed. by Stijn Claessens et Marion Jansen, Kluwer Books (The Hague).

Clarke, George, Robert Cull, Maria S. Martinez Peria, et Susana Sánchez. 2003. « Foreign Bank Entry: Experience, Implications for Developing Countries, and Agenda for Future Research, » *World Bank Research Observer*, 18, 25-59.

———. 2005. « Bank Lending to Small Businesses in Latin America: Does Bank Origin Matter?, » *Journal of Money, Credit, and Banking*, 37, 83-118.

Comité de Bâle pour la supervision bancaire. 2011. « Basel III: A Global Regulatory Framework for more Resilient Banks and Banking Systems, » Rapport No. 189 (Bâle).

Corcoran, Aidan. 2009. « International Financial Integration and Consumption Risk Sharing, » Document de travail No. 241, Institute for International Integration Studies.

Devenow, Andrea, et Ivo Welch. 1996. « Rational Herding in Financial Economics, » *European Economic Review*, 40, 603-15.

Dooley, Michael. 1996. « A Survey of Literature on Controls Over International Capital Transactions, » *IMF Staff Papers*, 43, 639-87.

Iamsiraroj, Sasi, et Mehmet A. Ulubasoglu. 2014. « Foreign Direct Investment and Economic Growth: A Real Relationship or Wishful Thinking?, » Document de travail No.2010/14, Deakin University.

Direction des Études et des Relations Internationales. 2011. « Performances et Politiques économiques et financières au Maroc : Bilan et Perspectives à moyen terme, » non publié, Bank Al-Maghrib (Rabat).

Edison, Hali J., Michael W. Klein, Luca A. Ricci, et Torsten Slok. 2004. « Capital Account Liberalization and Economic Performance: Survey and Synthesis, » *IMF Staff Papers*, 51, 220-56.

Edison, Hali J., Ross Levine, Luca Ricci, et Torsten Slok. 2002. « International Financial Integration and Economic Growth, » *Journal of International Money and Finance*, 21, 749-76.

Edwards, Sebastian, et Roberto Rigobon. 2009. « Capital Controls on Inflows, Exchange Rate Volatility and External Vulnerability, » *Journal of International Economics*, 78, 256-67.

Eichengreen, Barry, et Andrew Rose. 2014. « Capital Controls in the 21st Century, » Policy Insight No. 72, Centre for Economic Policy Research.

El Aynaoui, Karim, et Aomar Ibour. 2002. « Maroc -- Les déterminants des exportations: Une investigation empirique sur données de panel, » non publié, Banque Mondiale.

Ferraris, Lio, et Raoul Minetti. 2012. « Foreign Banks and the Dual Effect of Financial Liberalization, » non publié, Michigan State University.

Fonds monétaire international. 2000. *Capital Markets Report 2000*, Chapter 4 (Washington DC).

———. 2012. *The Liberalization and Management of Capital Flows: An Institutional View*, (Washington DC).

Furceri, Davide, Stephanie Guichard, et Elena Rusticelli. 2011. « The Effect of Episodes of Large Capital Inflows on Domestic Credit, » Document de travail No. 864, OCDE.

Galindo, Arturo, Alejandro Izquierdo, et Liliana Rojas-Suarez. 2010. « Financial Integration and Foreign Banks in Latin America: How Do they Impact the Transmission of External Financial Shocks?, » Document de travail No. 116, Banque Inter-Américaine de développement.

Giannetti, Mariassunta, et Steven Ongena. 2009. « Financial Integration and Firm Performance: Evidence from Foreign Bank Entry in Emerging Markets, » *Review of Finance*, 13, 225-59.

Glick, Reuven, et Michael Hutchison. 2011. « The Illusive Quest: Do International Capital Controls Contribute to Currency Stability?, » *International Review of Economics & Finance*, 59-70.

Goldberg, Linda S. 2009. « Understanding Banking Sector Globalization, » *IMF Staff Papers*, 56, 171-97.

Hammond, Gill. 2012. *State of the Art of Inflation Targeting – 2012*, Handbook No. 29, Centre for Central Banking Studies.

Honig, Adam. 2008. « Addressing Causality in the Effect of Capital Account Liberalization on Growth, » *Journal of Macroeconomics*, 20, 1602-16.

Hutchison, Michael M., et Ilan Noy. 2006. « Sudden Stops and the Mexican Wave: Currency Crises, Capital Flow Reversals and Output Loss in Emerging Markets, » *Journal of Development Economics*, 79, 225-48.

Joyce, Joseph P., et Malhar Nabar. 2009. « Sudden Stops, Banking Crises and Investment Collapses in Emerging Markets, » *Journal of Development Economics*, 90, 314-22.

Klein, Michael W., et Giovanni P. Olivei. 2008. « Capital Account Liberalization, Financial Depth, and Economic Growth, » *Journal of International Money and Finance*, 27, 861-75.

Laibson, David, et Johanna Mollerstrom. 2010. « Capital Flows, Consumption Booms and Asset Bubbles: A Behavioural Alternative to the Savings Glut Hypothesis, » *Economic Journal*, 120, 354-74.

Leblebicioglu, Asli. 2009. « Financial Integration, Credit Market Imperfections and Consumption Smoothing, » *Journal of Economic Dynamics and Control*, 33, 377-93.

Levchenko, Andrei A. 2005. « Financial Liberalization and Consumption Volatility in Developing Countries, » *IMF Staff Papers*, 52, 237-59.

Levine, Ross. 1996. « Foreign Banks, Financial Development, and Economic Growth, » in *International Financial Markets*, ed. by Claude E. Barfield, American Enterprise Institute Press (Washington DC: 1996).

———. 2001. « International Financial Liberalization and Economic Growth, » *Review of International Economics*, 9, 688-702.

Levy Yeyati, Eduardo, et Alejandro Micco. 2007. « Concentration and Foreign Penetration in Latin American Banking Sectors: Impact on Competition and Risk, » *Journal of Banking and Finance*, 31, 1633-47.

Magud, Nicolas E., Carmen M. Reinhart, et Esteban R. Vesperoni. 2014. « Capital Inflows, Exchange Rate Flexibility, and Credit Booms, » *Review of Development Economics*, 18, 415-30.

Markusen, James R., et Anthony J. Venables. 1999. « Foreign Direct Investment as a Catalyst for Industrial Development, » *European Economic Review*, 43, 335-56.

Masson, Paul R. 2000. « Multiple Equilibria, Contagion, and the Emerging Market Crises, » in *Financial Crises in Emerging Markets*, ed. by Reuven Glick, Ramon Moreno, and Mark M. Spiegel, Cambridge University Press (Cambridge).

Nations Unies. 2007. *Globalization and the Least Developed Countries: Issues in Technology*, United Nations Development Program (New York).

Neumann, Rebecca M. 2006. « The Effects of Capital Controls on International Capital Flows in the Presence of Asymmetric Information, » *Journal of International Money and Finance*, 25, 1010-27.

Nier, Erlend, Tahsin S. Sedik, and Tomas Mondino 2014. « Gross Private Capital Flows to Emerging Markets: Can the Global Financial Cycle Be Tamed?, » Document de travail No. 14/196, Fonds monétaire international.

Obstfeld, Maurice. 1998. « The Global Capital Market: Benefactor or Menace?, » *Journal of Economic Perspectives*, 12, 9-30.

Obstfeld, Maury, Jay Shambaugh, et Alan M. Taylor. 2005. « The Trilemma in History: Tradeoffs among Exchange Rates, Monetary Policies, and Capital Mobility, » *Review of Economics and Statistics*, 3 (August 2005), 423-38.

Pericoli, Marcello, et Massimo Sbracia. 2003. « A Primer on Financial Contagion, » *Journal of Economic Surveys*, 17, 571-608.

Quinn, Dennis P., et A. Maria Toyoda. 2008. « Does Capital Account Liberalization Lead to Growth?, » *Review of Financial Studies*, 21, 1403-49.

Ramos-Tallada, Julio. 2013. « Le FMI et la gestion des flux de capitaux : La longue route vers une approche pragmatique, » *Bulletin de la Banque de France*, No. 192, 95-110.

Reinhardt, Dennis, Luca A. Ricci, et Thierry Tressel. 2013. « International Capital Flows and Development: Financial openness matters, » *Journal of International Economics*, 91, 235-51.

Rey, Hélène. 2013. « Dilemma not Trilemma: The global financial cycle and monetary policy independence, » non publié, London Business School.

Spiegel, Mark M. 2009. « Financial Globalization and Monetary Policy Discipline: A Survey with New Evidence from Financial Remoteness, » *IMF Staff Papers*, 56, 198-221.

Sula, Ozan, et Thomas D. Willett. 2009. « The Reversibility of Different Types of Capital Flows to Emerging Markets, » *Emerging Markets Review*, 10, 296-310.

Suzuki, Yui. 2014. « Financial Integration and Consumption Risk Sharing and Smoothing, » *International Review of Economics and Finance*, 29, 585-98.

von Hagen, Jürgen, et Haiping Zhang. 2006. « Financial Liberalization in a Small Open Economy, » *Open Economies Review*, 17, 373-98.

———. 2008. « A Welfare Analysis of Capital Account Liberalization, » *Review of International Economics*, 16, 576-90.

Wooster, Rossitza B., et David S. Diebel. 2010. « Productivity Spillovers from Foreign Direct Investment in Developing Countries: A Meta-Regression Analysis, » *Review of Development Economics*, 14, 640-55.





OCP Policy Center

Ryad Business Center – South, 4th
Floor – Mahaj Erryad - Rabat,
Morocco

Website: www.ocppc.ma

Email : contact@ocppc.ma

Phone : +212 5 37 27 08 60

Fax : +212 5 37 71 31 54

ISSN N° 2421-9487