

## Intégration financière entre Croissance économique et Volatilité des flux des Capitaux

Dr. Abdallah Belouanas : Maitre de conférences, Université de Boumerdes

Douar Brahim : Maitre assistant, Université de Tizi ouzou

### **Résumé :**

Ce papier examine la relation qui existe entre l'intégration Financière, la Croissance économique et la volatilité des capitaux. L'étude révèle que l'intégration financière est un élément fondamental pour réaliser une croissance économique. Mais cette dernière ne manque pas de défaillance en cas de crise Financière, une telle intégration financière engendre une volatilité des flux de capitaux.

**Mots clés :** intégration financière, croissance économique, volatilité.

### **Introduction**

L'environnement financier international a connu des transformations et des mutations profondes depuis le début des années quatre vingt. Cela est marqué par l'accélération du rythme de circulation des biens, des services et des capitaux entre les marchés ainsi qu'une forte concurrence entre les produits et les firmes qui sont à la recherche de nouveaux marchés suite à la saturation des marchés locaux. Le secteur financier a été également touché par la libéralisation caractérisée par l'ouverture à

*Algerian (The) Review of Financial and Banking Studies, (ARFBS) N° 2/ 2011.....*

l'international des institutions financières et une orientation des marchés financiers vers de nouveaux produits et instruments financiers. Ces développements sont les résultats directs des mouvements de déréglementation, désintermédiation et décloisonnement des marchés ainsi que des innovations financières et technologiques. Ce phénomène de globalisation a favorisé l'augmentation des liens entre les différentes places boursières aussi bien en poids d'actifs étrangers que sous forme de corrélation entre leurs indices et a suscité beaucoup d'intérêt de la part des universitaires et des praticiens vu ses implications sur certaines notions fondamentales de la finance en particulier la diversification internationale de portefeuilles.

Abordée du côté de la théorie financière moderne, l'intégration financière implique l'absence d'un différentiel entre les primes de risque sur des actifs financiers identiques négociés sur des marchés financiers différents. Plus généralement, deux marchés financiers sont intégrés lorsqu'ils évoluent d'une manière combinée, c'est à dire qu'ils ont des fluctuations parallèles. Cela implique que la diversification internationale n'est pas utile sur ces marchés du fait que leurs corrélations sont élevées et par la suite il n'y aura pas des gains élevés de diversification à attendre.

### **I-Intégration financière, une revue littérature**

Plusieurs auteurs se sont intéressés au sujet et ont tenté d'étudier l'intégration des marchés financiers internationaux. Les conclusions de *Laboratoire d'Evaluation des Marchés Algériens de Capitaux (LEMAC) .....*

ces études continuent de guider de nouvelles recherches qui touchent à la diversification et à ses avantages<sup>1</sup>.

Les auteurs Bekaert et Harvey (1995) différencient les marchés financiers en trois catégories (on note que c'est Errunza et Losq (1985) "International Asset Pricing under Mild Segmentation: Theory and Test" qui introduisent la notion de segmentation partielle en premier) :

Des marchés parfaitement intégrés:

Des marchés partiellement intégrés:

Des marchés parfaitement segmentés:

Dans la même étude ils ont conclu que les marchés nationaux sont devenus plus intégrés au fur et à mesure qu'on avance dans le temps.

En effet, les marchés sont dits parfaitement intégrés si et seulement si les risques systématiques sont rémunérés de la même façon dans tous les pays. En d'autres termes, si les marchés sont complètement intégrés, les actifs ayant le même risque doivent avoir le même prix même s'ils sont traités sur des marchés différents. Sur des marchés parfaitement intégrés, les investisseurs courent des risques communs et des risques spécifiques à leurs pays ou secteurs d'activité, mais ils ne sont rémunérés que pour les sources communes de risque car les risques spécifiques sont totalement diversifiables.

Dans le cas où les marchés sont strictement segmentés, les investisseurs courent seulement des risques spécifiques respectifs aux pays ou aux secteurs d'activité. Dans ce cas, le même projet d'investissement dans deux pays différents peut avoir des rendements différents car les sources

*Algerian (The) Review of Financial and Banking Studies, (ARFBS) N° 2/ 2011.....*

de risque et/ou leurs prix peuvent être différents et varient d'un pays à un autre (voir Atef Wasli (2006))<sup>2</sup>.

Dans une étude plus récente, Bekaert et Harvey (2002) expliquent le degré de l'intégration des marchés financiers en partie par les mouvements de capitaux entre les marchés mondiaux.

Bekaert, Harvey et Ng (2003) démontrent dans leur étude que les États-Unis et l'Europe présentent une corrélation conditionnelle élevée au niveau de leurs marchés financiers, les marchés européens sont intégrés avec ceux des États-Unis et sont affectés par les chocs qui surviennent au niveau de ces derniers. Les marchés des États-Unis sont intégrés avec ceux du royaume uni et de l'Allemagne (Heimonen (2002)) ainsi qu'avec ceux de l'Europe de l'Est (Baele, Grombez et Schoors (2003)).<sup>3</sup>

### **I-1- L'intégration des marchés développés**

Bekaert, Harvey (2003) ont montré, en utilisant le modèle d'évaluation des actifs financiers à bêta conditionnel dans l'étude de l'intégration des marchés européens et américains, que sur l'ensemble des marchés examinés ceux de l'Europe et des États-Unis possèdent la corrélation conditionnelle la plus élevée. En outre, plus que 30% de la variance conditionnelle des rendements des marchés européens est expliquée par les chocs des États-Unis. Finalement, le bêta conditionnel du marché européen avec le portefeuille du marché américain est significativement différent de zéro, ce qui confirme le degré d'intégration entre les marchés

européens et ceux des Etats-Unis. De plus, Heimonen<sup>4</sup> (2002) a prouvé l'existence d'une intégration entre les marchés des capitaux des Etats-Unis ainsi que ceux du Royaume-Uni et de l'Allemagne. Baele, Grombez et Schoors (2003) ont analysé l'intégration des marchés financiers de l'Europe de l'Est avec ceux de l'Union Européenne ainsi qu'avec les marchés des Etats-Unis. Ils ont trouvé une forte corrélation entre les marchés des capitaux de l'Europe orientale aussi bien avec l'Union Européenne qu'avec les Etats-Unis.

Fraser et Oyefeso (2002) ont étudié les interactions de court et de long terme entre les marchés des capitaux européens, britannique et américain. Ils ont prouvé une convergence bilatérale de court et de long terme entre ces marchés. Ils ont constaté l'existence d'une orientation de la tendance vers les marchés des titres des Etats-Unis et par la suite une augmentation significative de la relation entre le Royaume-Uni et les Etats-Unis. En outre, ils ont examiné la convergence de long terme entre ces marchés et ont montré que sur le long terme les marchés de titres du Royaume-Uni et des Etats-Unis sont parfaitement corrélés. Par ailleurs, Aggarwal et Kyaw (2005) ont examiné l'intégration au niveau des trois marchés de capitaux de la région de NAFTA (le marché américain, canadien et mexicain) sur la période avant et après la formation de cette région en 1993. Leur résultat a prouvé que ces marchés sont devenus beaucoup plus intégrés après la formation de cette région.

Ainsi, la majorité de ces études confirme l'intégration entre les marchés développés. Cela contribue largement à la réduction des gains de la

diversification internationale sur ces marchés. Ces résultats étaient prévisibles en raison des liens économiques très importants entre ces pays développés qui ne cessent de s'accroître.

## **I-2-L'intégration des marchés émergents**

Les pays émergents ont connu une croissance économique formidable et un développement spectaculaire de leurs marchés boursiers à partir des années 1990. Cela s'explique par l'afflux d'un grand nombre d'investisseurs sur ces marchés suite aux mouvements de libéralisation adoptés par ces pays vers la fin des années quatre vingt. En effet, Les flux nets de capitaux privés sur les marchés émergents ont augmenté significativement de 31 milliards en 1990 à 228.8 milliards de dollar américain en 1996<sup>5</sup>. Cette stratégie d'afflux d'investissement étranger a généré la baisse de la volatilité de ces marchés émergents ainsi qu'une réduction du coût des capitaux et permettant ainsi le développement d'un mouvement d'intégration aussi bien entre eux qu'avec les marchés développés (Albuquerque, Loyza et Serven (2003)).

Cependant, Azman et al (2002) ont montré<sup>6</sup>, en étudiant les marchés de l'Indonésie, la Malaisie, la Thaïlande et du Singapour, que ces marchés ne sont pas parfaitement intégrés. Par conséquent, il existe des opportunités de gain, sur le long terme, à partir de la diversification internationale sur ces marchés sud est asiatique. En revanche, Bekaert, Harvey et Ng (2003) ont prouvé, en utilisant le modèle d'évaluation des actifs financiers à double indice, l'existence d'une intégration régionale

importante entre les marchés du sud est asiatique. En outre, Jang et Sul (2002) ont confirmé l'existence d'une intégration importante au sein des marchés sud est asiatique. Cela est expliqué par un accroissement significatif dans les co-mouvements des flux de capitaux dans la plus part de ces marchés. Daly (2003) a mis en évidence un accroissement dans la corrélation des rendements de ces marchés et a affirmé l'existence d'une intégration significative entre eux.

En étudiant les marchés des capitaux de l'Europe centrale (République Tchèque, Pologne et la Hongrie), Gilmore et McManus (2002) ont signalé que ces marchés ne sont pas intégrés ni entre eux ni avec les marchés développés. Ce résultat implique l'existence de gains considérables de diversification internationale sur ces marchés.

Heaney, Hooper et Jaugietis (2002) ont étudié les relations d'interdépendance entre les marchés de l'Amérique Latine et ont montré, en examinant la corrélation des rendements de ces marchés avec la corrélation mondiale, l'existence d'une interdépendance régionale croissante sur ces marchés latino américain dans les années quatre vingt dix. Ce résultat a été également confirmé par Forbes et Rigobon (2000) qui ont remarqué une très forte interdépendance entre les marchés de l'Amérique latine et les autres marchés émergents. Barari (2003) a trouvé une forte relation d'intégration au sein des marchés financiers de l'Amérique Latine surtout dans les années 1990. De même Bekaert, Harvey et Ng (2003) ont prouvé que les marchés émergents de l'Amérique latine sont beaucoup plus intégrés globalement que sur le

niveau régional. De plus, en étudiant les marchés émergents de l'Amérique latine avec d'autres marchés développés afin de détecter d'éventuelle relation d'intégration ou de segmentation entre eux, Piesse et Hearn (2002)<sup>7</sup> ont identifié à partir de l'analyse de la transmission de la volatilité qu'il y a un mouvement d'intégration régionale croissante entre ces marchés ce qui favorise le développement d'un effet de contagion entre eux lors de déclenchement d'une crise financière.

## **II. INTÉGRATION FINANCIÈRE ET CROISSANCE ÉCONOMIQUE**

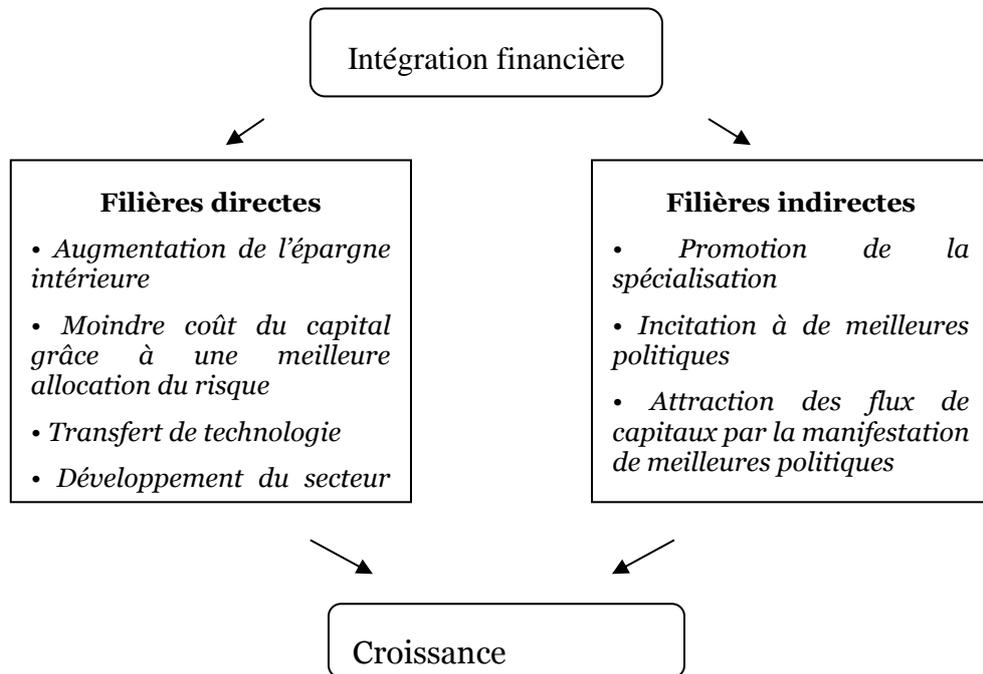
Les modèles théoriques ont identifié un certain nombre de filières par lesquelles l'intégration financière internationale peut contribuer à promouvoir la croissance économique dans le monde en développement. Cependant, il s'est avéré difficile d'identifier de façon empirique une relation causale forte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

### **II-1. 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 n°1 présente un résumé schématique de ces filières possibles<sup>8</sup>. Ces filières sont interdépendantes par certains côtés, mais cette délimitation est utile

pour examiner les données empiriques de l'importance quantitative de chacune.

**Figure n°1** : Filières par lesquelles l'intégration financière peut accroître la croissance économique



**Source** : Kpodar Kangni, « Développement financier, instabilité financière et croissance économique : implication pour la réduction de la pauvreté », Thèse de doctorat, 2006

### **A. Filières directes**

#### ***Augmentation de l'épargne intérieure***

---

*Algerian (The) Review of Financial and Banking Studies, (ARFBS) N° 2/ 2011.....*

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.

***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)<sup>9</sup>. 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.

### **B. 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)<sup>10</sup>. 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, Sorensen 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<sup>11</sup> ont enregistré des entrées de capitaux considérables après avoir éliminé les restrictions aux sorties de capitaux.

### **C. Constatations empiriques**

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<sup>12</sup>, 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.

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 n°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 90<sup>16</sup>. 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.

### **III. L'intégration financière et Volatilité des flux de capitaux**

Comme l'ont défendu Corsetti et *al.* (1998a)<sup>13</sup>, la libéralisation financière dans les pays en développement avait entraîné dans les pays émergents une atmosphère excessivement optimiste qui favorisait les investissements domestiques et étrangers et qui avait considérablement diminué le coût du capital pour les firmes domestiques. Cette situation, dopée par une baisse des taux d'intérêt dans les pays industriels, avait entraîné un afflux de capitaux étrangers vers le secteur des entreprises et une forte croissance des crédits bancaires. Les banques ont été les plus vulnérables à l'aléa moral en investissant dans des projets de plus en plus risqués. C'est ainsi, que les crises financières et bancaires ont été souvent précédées par des afflux de capitaux «excessifs» qui, à leur tour, nourrissent une large expansion du crédit intérieur et des bulles spéculatives sur les marchés financiers Sachs et *al.* (1996). La libéralisation a souvent exercé un effet d'instabilité sur les cycles des prix des marchés boursiers, faisant alterner les phases de booms et de krachs ayant un impact significatif sur l'économie réelle Kaminsky et Schmukler (2002).

L'entrée massive des capitaux étrangers s'accompagne, en effet, d'une phase d'expansion économique durant laquelle l'abondance des investissements étrangers est à même d'encourager la consommation et

la dépense à des niveaux insoutenables qui obligent le gouvernement à "sur-ajuster" l'économie, en cas de renversement inattendu de flux des capitaux. Tandis que, durant les périodes de récession, ces pays non-seulement peuvent souffrir d'une fuite des investissements étrangers, ils auront aussi des difficultés d'accéder à des sources de financement extérieures. En ces conditions, ces pays ne seront pas capables de maintenir leur niveau de consommation constant dans le temps et risquent de subir une instabilité macroéconomique. C'est ainsi que le caractère pro-cyclique<sup>14</sup> des flux de capitaux exerce un effet négatif sur les économies hôtes. En effet, ce caractère rend asymétrique l'accès au marché mondial de capitaux pour ces pays et les condamne à ne bénéficier de l'intégration financière que durant les périodes d'expansion.

## **II-1. Évidences empiriques**

Plusieurs études montrent que les entrées flux des capitaux à court terme revêtent un caractère pro-cyclique. Ce phénomène a été bien remarqué dans les pays d'Amérique Latine et les pays du Sud-est asiatique au cours des années 90 et les Etats-Unis au cours des années 2000. En effet, le *boom* de crédit survenu en Amérique Latine, juste avant la crise de 1994/1995, était principalement causé par l'accroissement substantiel des flux privés de capitaux étrangers intermédiés en large partie par les établissements de crédits qui empruntaient des fonds auprès des banques étrangères et les investissaient dans l'économie locale. Lors de cette crise, plus connue sous l'effet *tequilla*, qui a principalement touché le Mexique et l'Argentine<sup>15</sup>, la fuite des capitaux privés avait engendré des

pertes pour les banques et une crise financière dans les pays hôtes. Pour ce qui est de la crise asiatique, les firmes ont souffert d'un sous investissement dû à une fuite des capitaux étrangers, cette fuite ayant à son tour réduit les investissements (les crédits) autorisés par les créanciers, ce qui a conduit à un cercle vicieux : fuite des capitaux, fragilité des bilans des entreprises, diminution des crédits bancaires distribués, fuite des capitaux (Krugman, 1999 ; Cartapanis, 2003).

Ainsi, au cours de la phase initiale, celle caractérisée par une croissance économique, l'économie reçoit des flux importants des capitaux étrangers attirés par les opportunités d'investissement de plus en plus rentables. Par exemple, une étude récente de la Banque Mondiale, basée sur un échantillon de 33 pays en voie de développement durant la période 1986-1994 a trouvé que de tels flux augmentent au cours des épisodes de la hausse de la croissance économique et baissent durant des épisodes de déclin de la croissance économique [ Agénor, 2002, p.15]. Au Mexique comme plus tard au Brésil, ces flux ont contribué au financement du déficit public et de la consommation. En Asie, au contraire, les fonds étrangers ont alimenté l'épargne intérieure déjà abondante entraînant, grâce au dynamique du crédit interne, une hausse importante des taux d'investissement. En 1996, cinq pays asiatiques — Indonésie, Malaisie, les Philippines, Corée du Sud et Thaïlande — ont reçu des flux nets de capitaux privés d'à peu près 93 milliards de dollars. Dans cette région du monde, le taux d'investissement et les taux de croissance annuel des crédits dépassent respectivement 30% et 15% avant le déclenchement de

la crise de 1998<sup>16</sup>. Ceci entraîne une apparition des bulles spéculatives et la hausse des prix des actifs. Dans cette situation et en présence d'un régime de change fixe, les banques locales n'ont pas pu augmenter les taux d'intérêt pour freiner la demande interne de crainte d'attirer des flux supplémentaires de capitaux extérieurs.

En 1997, au début de la crise du baht thaïlandais et de ses effets de contagion, ils ont enregistré une sortie de capitaux de 12 milliards de dollars, un retournement de 105 milliards de dollars (dont la majeure partie au cours de la seconde moitié de 1997), qui était équivalent à environ 10% de leur PIB agrégé. Trois de ces pays (Indonésie, Corée du Sud et Thaïlande) ont connu une profonde récession et une forte hausse du chômage (Agénor, 1999, p. 249) Les pays du sud-est asiatique ont bien souffert de la fuite des capitaux étrangers durant et après la crise. Ils n'ont pas pu, en effet, empêcher la baisse de leurs exportations. Après la crise du Brésil de 1999, les exportations de ce pays ont été bien affectées, également, par la chute des financements extérieurs depuis la dépréciation marquée du Real. Il a fallu en fait plus de 9 mois pour voir les premiers signes de reprise des exportations brésiliennes (Icard 1999). La chute spectaculaire des prix des actifs durant la crise asiatique a contribué également à la longueur et à l'amplitude de la phase d'ajustement. Dans la majorité des pays asiatiques touchés par la crise, le cours en dollar des actions a baissé au début de septembre 1998 de l'ordre de 50% de leurs maxima de 1997 (Icard, 1999).

### **III-2.La volatilité des flux de capitaux et la taxe Tobin**

Cet inconvénient peut être résolu par l'application de la taxe sur les transactions financières internationales proposée par James Tobin (1978). L'idée de Tobin est d'appliquer une taxe sur toutes les transactions qui nécessitent la conversion d'une monnaie à une autre afin de tempérer le comportement spéculatif des opérateurs et de stimuler les flux de capitaux destinés à financer des investissements de long terme, plus stables et plus productifs (Zee, 2000). C'est une taxe qui ne distingue pas entre les flux productifs des flux spéculatifs, mais qui prévient les mouvements de court terme des flux de capitaux étrangers. Son principe est à priori simple à expliquer, elle consiste à prélever une taxe de 0,1% à 0,2% sur les mouvements de capitaux, qui n'engendre pas, certes, de conséquences palpables sur les flux de capitaux de long terme, mais qui peuvent être, à titre d'exemple, handicapantes pour les transactions hebdomadaires nécessitant des conversions de devises (Tobin, 2000). Malgré sa simplicité, la taxe Tobin est souvent critiquée étant donné qu'elle exige une application universelle et uniforme par l'ensemble des autorités monétaires des pays concernés et sur toutes les catégories de flux transfrontaliers d'investissements.

Certaines transactions de change se verraient ainsi lourdement réprimandées alors qu'elles ne sont pas liées à des entrées ou des sorties de capitaux. L'application de la Taxe Tobin nécessite aussi une coordination efficace à l'échelle internationale afin d'assurer un

traitement égal des transactions financières par l'ensemble des autorités monétaires.

### **Conclusion**

L'intégration financière peut accroître la croissance économique mais 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 aux chocs extérieurs ou à des variations du sentiment des investisseurs.

### **Références**

<sup>1</sup> العاني، عماد محمد علي، اندماج الاسواق المالية الدولية، بغداد، بيت الحكمة، 2002.

<sup>2</sup> ABDELABARI NASSAU, L'INTEGRATION DES MARCHÉS FINANCIERS DU BASSIN PACIFIQUE, Mémoire de Magistère, UNIVERSITÉ DU QUÉBEC À MONTRÉAL, JANVIER 2009, P 03

<sup>3</sup>Évariste LEFEUVRE, Marchés financiers la logique du hasard : Rapprocher les marchés et l'économie pour ne plus subir l'imprévisible, Groupe Eyrolles, France, 2011, P 21

<sup>4</sup> Heimonen.K, , “ Stock market integration; evidence on price integration return convergence, Applied financial economics.Vol.12,, 2002, pp. 415-429.

<sup>5</sup> عبد الغفار، هناء، الاستثمار الاجنبي المباشر والتجارة الدولية، بغداد، بيت الحكمة، 2002.

<sup>6</sup> Mohamed El Hedi Aroui, Intégration financière et diversification internationale des portefeuilles, *Économie et Prévision*, n°168, 2005-2, P 115.

<sup>7</sup> Op-cit

<sup>8</sup> Kpodar Kangni, « Développement financier, instabilité financière et croissance économique : implication pour la réduction de la pauvreté », Thèse de doctorat, 2006, P.106-130.

<sup>9</sup> Abdennebi H. et Ben Doudou M., « Intégration financière, croissance et stabilité macroéconomique: cas des pays en développement », Document de travail, PS2D, Tunisie, 2009.

<sup>10</sup> Brainard, William C. and Richard N. Cooper, “Uncertainty and Diversification of International Trade,” *Food Research Institute Studies in Agricultural Economics, Trade, and Development*, Vol. 8, 1968, p. 257–85.

<sup>11</sup> Bartolini, Leonardo, and Allan Drazen, “Capital-Account Liberalization as a Signal,” *American Economic Review*, Vol. 87 (March), 1997a p. 138–54.

<sup>12</sup> Eswar Prasad, Kenneth Rogoff, Effets de la mondialisation financière sur les pays en développement Quelques constatations empiriques, , 27 mai 2003, P 26

<sup>13</sup> Corsetti, Giancarlo, Marcello Pericoli, and Massimo Sbracia, “Some Contagion, Some Interdependence: More Pitfalls in Tests of Financial Contagion,” CEPR Discussion Paper No. 3310, London: Center for Economic Policy Research, 2002, P 46.

<sup>14</sup> Atef WASLI, Comportement des Marchés Financiers Durant les Crises : Intégration et Effets de Contagion, FSJEG Jendouba, Tunisie, Juin 2006

<sup>15</sup> Op-cit

<sup>16</sup> Bonfi glioli. Alessandra, « Financial integration, productivity and capital accumulation ». *Journal of International Economics* 76. 2008, P.337-355,.