

Les effets de l'ouverture financière sur le développement financier : cas des pays de la CEMAC

Pierre Ghislain Batila Ngouala Kombo¹

Resumé

Ce papier a pour objectif de vérifier si l'effet de l'ouverture financière sur le développement financier des pays de la CEMAC est conditionné par l'existence d'institutions développées. Pour cela, nous utilisons la méthode des moments généralisés en système (GMM) avec des données de panel dynamique pour les 6 pays de la CEMAC durant la période 1990-2009. Les principaux résultats de cette étude sont: (i) l'ouverture financière a un effet négatif sur le développement du secteur financier des pays de la CEMAC. (ii) l'effet positif de l'ouverture financière sur le développement financier est par contre conditionné par un certain niveau de développement institutionnel. (iii) tous les pays de la CEMAC sont situés en dessous du seuil requis à partir duquel l'ouverture financière devrait avoir un effet positif sur le développement financier.

Mots clés : Ouverture financière, développement institutionnel, développement financier, données de panel.

1. Introduction

Le débat sur l'ouverture financière constitue, depuis plus de deux décennies, une question centrale des politiques de développement des pays émergents et des pays en développement. Cet intérêt croissant pour cette question est bien manifeste à travers le contenu des programmes d'ajustement structurel proposé par la Banque Mondiale (BM) et le Fond Monétaire International (FMI), d'une part et les travaux de recherche qui y ont été consacré (Stiglitz, 1993 ; Levine, 1996 ; Acemoglu et al. 2002 ; Mishkin, 2006), d'autre part.

La CEMAC constitue un champ d'investigation intéressant pour examiner la question de l'ouverture financière pour une raison essentielle : il existe plusieurs études empiriques (Ezé-Ezé, 2006 ; Bitá, 2007, etc.) sur les effets de l'ouverture financière sur le développement financier dans la zone CEMAC. Mais, rares sont celles qui ont permis de mesurer de façon explicite l'influence de l'environnement institutionnel. Ainsi, un prolongement de ces études qui prend en compte l'environnement institutionnel serait d'un intérêt scientifique non négligeable. Dès lors, la question qui structure la problématique de ce travail est la suivante : les effets de l'ouverture financière sur le développement financier sont-ils conditionnés par les institutions développées ?

Au regard de ce questionnement, ce papier cherche à vérifier si l'effet de l'ouverture financière sur le développement financier des pays de la CEMAC est conditionné par l'existence d'institutions développées. Pour le faire, la méthode des moments généralisés en système adoptée pour les données de panel dynamique (System GMM) est utilisée dans ce travail. Cette méthode a été développée par Blundel et Bond (1998) et elle est couramment utilisée dans les travaux les plus récents traitant la relation entre l'ouverture financière et le développement financier notamment ceux de Chinn et Ito (2005). L'application de cette méthode nous permet non seulement de tenir compte de l'hétérogénéité mais aussi de traiter le problème d'endogénéité des variables, qui se pose nécessairement lorsqu'on étudie la relation entre l'ouverture financière et le développement financier.

¹Enseignant-Chercheur, Université Marien Ngouabi, Faculté des Sciences Economiques, Laboratoire de Recherche et d'Etudes Economiques et Sociales (Lares). E-mail : batila_ghislain@yahoo.fr, Tél : (242) 06 655 58 07

Le reste du papier sera organisé comme suit : dans la deuxième section, nous faisons le point de la littérature sur l'ouverture financière. Dans la troisième section nous exposons la méthodologie utilisée tandis que la quatrième est consacrée à l'analyse des effets de l'ouverture financière sur le développement financiers des pays membres de la CEMAC.

2. Revue de la littérature

Le débat sur les effets de l'ouverture financière sur le développement financier soulève un problème au double plan théorique et empirique. Sur le plan théorique, l'intérêt du sujet a donné lieu à une abondante littérature qui permet d'ailleurs de catégoriser les travaux en deux grands groupes suivants qu'ils sont favorables ou non à l'ouverture financière internationale.

Du premier groupe, il ressort que l'ouverture financière internationale est bénéficiaire au développement du secteur bancaire intérieur, notamment en termes d'une plus grande efficacité des banques domestiques (Levine [1996], Berger et al. [2000]), d'une meilleure disponibilité du crédit (Berger et al. [2000], Dell'Araccia et Marquez [2004], Sengupta [2007]) et d'une plus grande stabilité des fonds prêtables (Peek et Rosengren [2000]). La libéralisation financière favorise également le bon fonctionnement des marchés boursiers (Levine et Zervos [1998a], Kim et Singhal [2000], Jain-Chandra [2002]). Mishkin (2006) argumente à cet effet que l'ouverture des marchés financiers nationaux aux capitaux étrangers, ainsi que la possibilité d'appropriation de parts des capitaux des institutions financières domestiques par des institutions financières étrangères sont de nature à promouvoir le développement financier dans un pays donné.

En revanche, les auteurs du second groupe affirment qu'une politique d'ouverture financière internationale n'est pas exempte de risques significatifs pour le système financier intérieur. D'après les modèles théoriques de Detragiache et al. [2006] et Gormley [2011], l'ouverture financière, celle du secteur bancaire en particulier, est susceptible d'entraîner une segmentation du marché de crédit intérieur, avec des effets éventuellement négatifs sur le niveau des crédits octroyés. Stiglitz [1993] et Peek et Rosengren [2000], entre autres, montrent que l'ouverture financière internationale peut déstabiliser le secteur bancaire local en provoquant la disparition de certaines des banques domestiques et/ou en facilitant l'importation de chocs extérieurs. Pour renchérir les arguments précédents, Dooley (1998) affirme par ailleurs que l'ouverture du compte de capital facilite la fuite des capitaux et de ce fait contribue à l'affaiblissement du système financier. Ainsi, Prasad et al (2003) remarquent que le processus de libéralisation du compte capital s'est souvent accompagné d'une vulnérabilité accrue aux crises.

La littérature récente prédit que l'ouverture financière internationale favorise le développement financier dans les pays ayant de bonnes institutions et de bonnes politiques. En fait, selon cette littérature, dans les pays avec un environnement institutionnel moins développé, les réformes financières peuvent avoir des effets adverses sur les systèmes financiers avec des crises bancaires systémiques dans certains cas (La Porta et al. [1997b, 1998] ; Levine [1998]; Wurgler [2000] ; Barth et al. [2002] ; Acemoglu et al. [2002] ; et Edison [2003]). Demetriades et Andrianova [2004] font valoir, de leur côté, que la force des institutions (efficacité de la réglementation financière, niveau de primauté du droit...) détermine la probabilité d'échec ou de succès des réformes financières

L'évidence empirique est tout autant non concluante. Alors que les travaux empiriques généraux (c'est-à-dire, ceux étudiant les conséquences de l'ouverture financière internationale au sens large du terme - sans distinguer entre ouverture du secteur bancaire versus celle du marché boursier) mettent en avant l'intérêt d'une politique d'ouverture financière pour le développement des systèmes financiers intérieurs (Chinn et Ito [2002, 2005], Klein et Olivei [2006] , Calderón et Kubota [2009]), les investigations empiriques se focalisant sur la situation dans le secteur bancaire nuancent les avantages d'une plus grande ouverture de ce secteur à la concurrence étrangère (Detragiache et al. [2006], Beck et al. [2007], Moreno et von Kleist [2007], McGuire et Tarashev [2008], Beck et Martinez Peria [2010]). Les études empiriques testant les conséquences de la libéralisation des marchés boursiers sur le développement de ceux-ci sont, quant à elles, plus favorables à une ouverture sur l'extérieur de ces marchés (Levine et Zervos [1998a], Fuchs-Schündeln et Funke [2001], de la Torre et al. [2007]). Ces conclusions ont été confirmées par d'auteurs (Chinn et Ito, 2005) en démontrant l'importance du degré de développement institutionnel dans le façonnement des effets de l'ouverture financière sur le développement bancaire : ces effets seraient positifs dans les pays développés étant donné la qualité adéquate des institutions.

Partant de ces résultats, et de la même façon que Knack et Keefer [1995], Chinn et Ito [2008] ont voulu pousser l'analyse plus loin, et voir si ces différences notables détectées entre les groupes de pays ne sont pas dues à des écarts significatifs de développement institutionnel. Les résultats confirment ceux de Klein et Olivei [2006] et mettent en exergue l'importance du développement de la structure institutionnelle/légale dans la promotion des bienfaits de l'ouverture financière sur le développement financier (celui des marchés boursiers en particulier).

Cette revue de la littérature révèle que les conséquences de l'ouverture financière peuvent non seulement être favorables au développement des systèmes financiers domestiques, mais également nuisibles au développement de celui-ci. Ainsi, il est légitime de s'interroger sur le développement des systèmes financiers en tenant compte de la qualité de l'environnement institutionnel qui accompagne l'ouverture financière.

3. Méthodologie de la détermination des effets de l'ouverture commerciale sur le développement financier

La méthodologie retenue dans le cadre de cet article se décline en deux points à savoir : la spécification du modèle et l'analyse des résultats des estimations. Pour mener cette étude nous nous sommes référés à l'article de Klein et Olivei (2006). Cette analyse en coupe transversale constitue une extension de l'étude de Klein et Olivei (1999) dont la spécification se présente de la manière suivante :

$$FD_j^i = \gamma_0 + \gamma_1 OF_j^i + \gamma_2 X_j^i + \varepsilon^i \quad (1)$$

L'objectif de cette étude étant de tester l'effet de l'ouverture financière sur le développement financier, nous considérons la même spécification mais en donnée de panel utilisée par Chinn et Ito [2008] qui se focalisent, par ailleurs, de la même façon que Klein et Olivei [2006], sur les effets de l'ouverture financière. Ils mesurent, toutefois, autrement le degré de celle-ci. Par rapport à leurs prédécesseurs, ils proposent la construction d'un nouvel indice d'ouverture du compte financier. Celui-ci étant défini comme la composante principale standardisée (normalisée) des quatre variables muettes rapportées dans « le rapport annuel sur les régimes et les restrictions de change » du FMI (k1, k2, k3 et k4).

Ainsi, en s'appuyant, d'une part, sur les travaux de certains auteurs (Levine et Zervos [1998a], Fuchs-Schündeln et Funke [2001], de la Torre et al. [2007]) et, d'autre part, sur les spécificités des pays de la CEMAC, nous proposons l'équation du développement financier suivante, la spécification ci-dessous :

$$FD_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 KAOPEN_{it} + \gamma_2 DI_{it} + \gamma_3 (DI_{it} \times KAOPEN_{it}) + X_{it} \tau + v_{it} \quad (2)$$

Où FD est le niveau du développement financier, $KAOPEN$ est la mesure de l'ouverture financière, DI est la variable institutionnelle, $DI_{it} \times KAOPEN_{it-1}$ est la variable de l'interaction entre le développement institutionnel et l'ouverture financière, X est l'ensemble des variables macroéconomiques de contrôle, v_{it} est l'effet spécifique individuel et ε est le terme d'erreur; i est l'indice pays et t est l'indice période.

En partant de cette équation, nous remarquons qu'il y a un risque de multi-colinéarité, étant donné que la troisième variable qui est l'interaction du développement institutionnel et de l'ouverture financière, se présente comme une combinaison linéaire des deux premières variables de la même équation. C'est la raison pour laquelle nous avons ajouté les équations (3) et (4) pour tester la multi-colinéarité dans ces deux équations et voir si elle disparaît par rapport à l'équation de départ, qui est l'équation (2).

Il s'agit de l'estimation de ces deux autres équations :

$$FD_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 DI_{it} + \gamma_2 (DI_{it} \times KAOPEN_{it-1}) + X_{it} \tau + U_{it} \quad (3)$$

$$FD_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 KAOPEN_{it-1} + \gamma_2 DI_{it} + X_{it} \tau + U_{it} \quad (4)$$

Afin de tenir compte de la qualité des institutions, d'une part, et de la définition des institutions, empruntée à Kaufmann et al. (1999), d'autre part ; les estimations ont été faites avec cinq variables additionnelles que sont : l'état du droit (RUL), le contrôle de la corruption (CONCOR), la stabilité du gouvernement (SG) et la responsabilité démocratique (VOA). La cinquième variable est une mesure qui est synthétisée à partir des quatre précédents.

Ces variables sont censées avoir un effet positif sur le développement financier. D'auteurs tels que Kaufmann et al. (2008), Edison (2003), Chinn et Ito (2005), Mpabe (2012) ont montré la pertinence des variables institutionnelles dans l'analyse du développement financier. Les données de cette étude proviennent des sites de la Banque Mondiale et de la BEAC. L'estimation du modèle a été réalisée avec le logiciel STATA. L'étude est menée sur la période 1990-2009, et porte sur un échantillon de 6 pays de la CEMAC (Cameroun, Centrafrique, Congo, Gabon, Guinée Equatoriale et Tchad).

4. Analyse des résultats

Les résultats des différentes estimations sont généralement satisfaisants puisque les coefficients estimés ont des signes statistiquement significatifs. Nous constatons par ailleurs que le test d'Hausman montre que le modèle à effets fixes est préférable au modèle à effets aléatoires puisque, dans toutes les spécifications, la probabilité associée à ce test est inférieure à 10%. Les tests de colinéarité sont concluants puisque les VIF des équations (3) et (4) n'ont pas dépassé 10 (Voir annexe)

Les résultats des estimations sont consignés dans les tableaux 1 et 2. Deux enseignements majeurs peuvent être tirés des résultats obtenus. Le premier est relatif au fait que les institutions et l'ouverture financière n'ont pas un effet direct sur le développement financier. Le deuxième enseignement est relatif au fait que les effets des institutions et de l'ouverture du compte capital sont indirects sur le développement financier.

4.2. Les institutions et l'ouverture financière n'ont pas d'effets directs sur le développement financier

Le tableau (1) synthétise les résultats des différentes régressions de l'équation de l'ouverture financière(2) tout en changeant chaque fois la variable institutionnelle incluse.

Tableau 1: Ouverture financière, institutions et développement

Variabes institutionnelles	RUL	CONCOR	SG	VOA	INSQ
Constance	0.102 (1.63)	0.088 (1.59)	0.112* (1.81)	0.100 (1.43)	0.123** (2.33)
KAOPEN	-0.004 (-0.32)	-0.005 (-0.45)	0.004 (0.45)	-0.002 (-0.21)	0.002 (0.21)
DI	0.004 (0.060)	0.002 (0.030)	0.001 (0.001)	0.040 (0.050)	0.019 (0.057)
PIBInitial	-0.003 (-0.49)	0.000 (0.11)	-0.004 (-0.62)	-0.002 (-0.29)	-0.004 (-0.86)
TRADE	-0.005 (-0.67)	-0.008 (-0.88)	-0.006 (-0.86)	-0.005 (-0.82)	-0.005 (-0.69)
GD	-0.231** (-2.38)	-0.262*** (-2.59)	-0.287*** (-2.77)	-0.315*** (-2.74)	-0.250** (-2.56)
INFL	-0.003 (-1.64)	-0.003* (-1.52)	-0.003* (-1.77)	-0.003 (-1.66)	-0.002 (-1.28)
Test de Hansen	37.87 (0.107)	34.73 (0.153)	36.90 (0.208)	32.71 (0.289)	38.75 (0.125)
AR(1)	-3.32 (0.001)	-3.34 (0.001)	-3.29 (0.001)	-3.35 (0.001)	-3.34 (0.001)
AR(2)	-0.77 (0.444)	-0.81 (0.404)	-0.83 (0.420)	-0.88 (0.377)	-0.89 (0.373)

Notes : ***significativité à 1%, ** significativité à 5%, * significativité à 10%.

Source : estimation de l'auteur

Les résultats montrent que l'ouverture financière est non significative dans tous les modèles estimés. De même, la variable institutionnelle introduite dans l'équation a un coefficient positif et non significatif. Toutefois, un tel résultat montre que l'ouverture financière et les institutions n'ont pas un effet positif sur le développement financier. Comme le prédit la littérature, il est probable que la libéralisation financière n'a pas eu d'effet sur le développement financier à cause de la qualité des institutions dans ces pays. En fait, selon cette littérature, dans les pays avec un environnement institutionnel moins développé, les réformes financières peuvent avoir des effets adverses sur les systèmes financiers avec des crises bancaires systémiques dans certains cas (La Porta et al. [1997b, Acemoglu et al. [2002] ; et Edison [2003])

En ce qui concerne les variables de contrôle, on peut noter à partir des estimations en System GMM que le coefficient du taux d'inflation est faible et négatif, sa significativité varie selon le modèle dans lequel la variable institutionnelle est incluse. Par ailleurs, une augmentation des dépenses gouvernementales en pourcentage du PIB est néfaste pour le développement financier. Le coefficient de l'ouverture commerciale est de signe négatif mais non significatif.

4.2. Les institutions et l'ouverture financière agissent indirectement sur le développement financier

En s'intéressant à l'estimation qui prend en compte la variable interactive entre l'ouverture financière et la qualité institutionnelle (KAOPEN*DI), on obtient les résultats présentés dans le tableau (2), qui se présentent comme suit :

Tableau 2: Ouverture financière, institutions et développement financier : Test d'effet conditionnel

Variabiles institutionnelles	RUL	CONCOR	SG	VOA	DIO
Constance	0.136** (2.31)	0.100* (1.93)	0.182* (2.41)	0.147* (2.34)	0.228** (4.53)
KAOPEN	-0.091** (-2.37)	-0.053** (-2.17)	-0.065** (-2.22)	-0.101* (-1.75)	-0.195*** (-2.78)
DI	-0.001 (-0.32)	-0.008 (-1.32)	-0.002 (-0.64)	-0.005 (-0.78)	-0.002** (-2.00)
DI*KAOPEN	0.017** (2.31)	0.011** (2.22)	0.005** (2.28)	0.016* (1.69)	0.008*** (2.87)
PIBInitial	-0.002 (-1.29)	-0.003* (-1.82)	-0.004* (-1.87)	-0.004 (-1.52)	-0.005* (-1.65)
TRADE	-0.005 (-0.63)	-0.003 (-0.45)	-0.011 (-1.31)	0.0001 (0.01)	0.0003 (0.03)
GD	-0.273*** (-2.52)	-0.273** (-2.59)	-0.318*** (-2.74)	-0.393*** (-3.03)	-0.312*** (-2.85)
INFL	-0.002 (-1.29)	-0.004* (-1.82)	-0.003* (-1.87)	-0.005 (-1.52)	-0.004 (-1.65)
Test de Hansen	39.07 (0.287)	32.77 (0.348)	36.78 (0.289)	34.45 (0.495)	37.22 (0.211)
AR(1)	-3.33 (0.001)	-3.25 (0.001)	-3.33 (0.002)	-3.00 (0.001)	3.25 (0.003)
AR(2)	-1.16 (0.278)	-1.09 (0.244)	-0.86 (0.309)	-1.16 (0.257)	-1.42 (0.147)
DIO	2.53	2.67	7.07	5.67	22.67
Intervalle du risque	0-6	0-6	0-12	0-6	0-48

Notes : ***significativité à 1%, ** significativité à 5%, * significativité à 10%.

Source : estimation de l'auteur

Les résultats d'estimations des différentes colonnes du tableau (2) sont tous concordants et montrent que le coefficient de la variable financière est négatif et significatif au moins à 10%. Le coefficient de la variable interactive (croisement entre l'ouverture financière et les variables institutionnelles) est positif et significatif. Ceci donne une idée quant à l'importance du rôle joué par la qualité institutionnelle dans la détermination du rôle de l'ouverture financière sur le développement financier.

Ce résultat corrobore l'hypothèse intuitive de cet article à savoir : l'effet de l'ouverture financière sur le développement financier se trouve conditionné par le degré de développement institutionnel. En d'autres termes, l'ouverture financière est incapable à elle seule de garantir un effet significatif sur les performances du secteur financier et que des institutions de bonne qualité sont nécessaires pour garantir un effet positif sur le développement financier. Les coefficients des variables interactives les plus significatifs sont respectivement ceux de l'indice composite à un niveau de 1%, puis, le contrôle de la corruption (CONCOR), l'Etat du droit (RUL) et la stabilité publique à un niveau de 5%. Ces résultats permettent de déterminer le niveau du seuil à partir duquel la variable institutionnelle commence à avoir un effet positif sur le développement financier. Les niveaux de seuils (DI_0) requis pour les variables institutionnelles sont les suivants: un indice de 2.53 pour l'Etat du droit, un indice de 2.67 pour le contrôle de la corruption (CONCOR), un indice de 7.07 pour la stabilité publique et un indice de 2.38 pour la responsabilité démocratique. La valeur requise pour l'indice composite (DIQ) quant à elle atteint 22.67.

A partir du tableau des statistiques descriptives relatives à l'indice composite de développement institutionnel pour tous les pays, on peut dégager une remarque : La majorité des pays de la CEMAC présente une valeur moyenne largement inférieure au seuil requis (22.67) pour que le développement financier ait un effet positif sur le développement financier. Sauf pour les cas du Gabon et du Cameroun, qui jouissent d'un niveau de développement institutionnel leur permettant de bénéficier de la libéralisation du compte capital pour améliorer le développement de leur appareil financier.

Conclusion

L'objet de cet article était d'évaluer l'effet de l'ouverture financière sur le développement financier des pays de la CEMAC. Les résultats empiriques fondés sur une approche en données de panel dynamiques montrent que l'effet de l'ouverture financière sur le développement financier est non significatif. L'introduction des variables croisées entre l'ouverture financière et la qualité institutionnelle nous apporte des éléments de réponses concernant ce signe inattendu. En effet, les résultats montrent que l'effet positif de l'ouverture financière sur le développement financier est par contre conditionné par un certain niveau de développement institutionnel. En d'autres termes, les estimations montrent que le développement du secteur financier ne peut avoir lieu qu'à partir d'un effet seuil du développement institutionnel. Les résultats montrent également que tous les pays de la CEMAC sont situés en dessous du seuil requis. Ce qui montre que l'ouverture financière de ces économies ne peut promouvoir le développement financier qu'en présence d'un environnement institutionnel sain qui prend appui sur une démocratie plus participative, une stabilité politique, une impartialité du système judiciaire et de faibles niveaux de corruption.

Finalement, il convient de souligner que, malgré les efforts importants et les progrès considérables réalisés dans les pays de la CEMAC, la mise en place d'institutions de bonne qualité compatibles avec la libéralisation financière reste un défi important. Il s'agit d'un processus long et délicat à mettre en œuvre. Il en découle une recommandation pour les pays de la sous-région qui s'ouvrent à la finance internationale : adapter le rythme et l'ampleur de l'ouverture aux flux de capitaux internationaux au rythme nécessairement progressif et lent de l'adaptation des structures institutionnelles.

Références bibliographiques

- Acemoglu Daron, Johnson Simon, Robinson James et Thaicharoen YunYong, (2002). Institutional Causes, Macroeconomic Symptoms, Volatility, Crises and Growth. NBER WP 9124.
- Ahlin C. et Pang J. (2008). Are financial development and corruption control substitutes in promoting growth? *Journal of Development Economics*, 86(2), 414-433.
- Arellano, M. and S.R. Bond (1991). Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations. *Review of Economic Studies*, 58, 277-297.
- Aron J. (2000). Growth and Institutions: A Review of the Evidence. *The World Bank Research Observer*, 15(1), 99-135.

- Baltagi B., Demetriades P. and Law S.H. (2007). Financial Development, Openness and Institutions: Evidence from Panel Data. University of Leicester Discussion Paper, n°07/5.
- Baltagi B., Demetriades P. and Law S.H. (2009). Financial Development and Openness: Evidence from Panel Data. *Journal of Development Economics*, 89(2), 285-296.
- Barth J. R., Nolle D. E., Phumiwasana T. and Yago G. (2002). A Cross-Country Analysis of the Bank Supervisory Framework and Bank Performance. *Economic and Policy Analysis Working Paper 2002-2*.
- Beck T. and Martinez Peria M.S. [2010]. Foreign Bank Participation and Outreach: Evidence from Mexico. *Journal of Financial Intermediation*, 19(1), 52-73.
- Beck T., Demirgüç-Kunt A. and Martinez Peria M.S. (2007). Reaching Out: Access to and Use of Banking Services Around The World. World Bank Policy Research Working Paper, n°3754.
- Berger A.N., DeYoung H. and Udell G.F. (2000). Globalization of Financial Institutions: Evidence from Cross-Border Banking Performance. *Brookings Wharton Papers on Financial Services*, 3, 23-120.
- Bitá C. A. (2007). Libéralisation financière, risque systémique et réglementation prudentielle des banques des pays de la zone CEMAC. Thèse d'Etat, Université de Yaoundé II.
- Blundell R. and Bond S. (1998). Initial Conditions and Moment Restrictions in Dynamic Panel Data Models. *Journal of Econometrics*, 87(1), 115-143.
- Calderón C. and Kubota M. (2009). Does Financial Openness Lead to Deeper Domestic Financial Markets? World Bank Policy Research Working Paper, n°4973.
- Chinn M.D. and Ito H. (2002). Capital Account Liberalization, Institutions and Financial Development: Cross Country Evidence. NBER Working Paper, n°8967.
- Chinn M.D. and Ito H. (2005). What Matters for Financial Development? Capital Controls, Institutions, and Interactions. NBER Working Paper, n°11370.
- Chinn. M and Ito. H (2008). A New Measure of Financial Openness. *Journal of Comparative Policy Analysis: Research and Practice*, 10(3).
- Cooper. R (1998). Should Capital Account Convertibility be a World Objective? dans Kenen. P (eds), *Should the IMF Pursue Capital Account Convertibility?* Princeton University Press, Princeton.
- Cull R. and Martinez Peria M.S. (2007). Foreign Bank Participation and Crises in Developing Countries. World Bank Policy Research Working Paper, n°4128.
- Cull R. and Martinez Peria M.S. (2010). Foreign Bank Participation in Developing Countries What Do We Know about the Drivers and Consequences of This Phenomenon? World Bank Policy Research Working Paper, n°5398.
- De Gregorio J. (1999). Financial integration, financial development and economic growth. *Estudios de Economía*, 26(2), December.
- De la Torre A., Gozzi J.C. and Schmukler S.L. (2007). Stock Market Development under Globalization: Whither the Gains from Reforms? , *Journal of Banking and Finance*, 31(6), 1731-1754.
- Dell'Ariccia G. and Marquez R. (2004). Information and Bank Credit Allocation. *Journal of Financial Economics*, 72(1), 185-214.
- Demetriades P.O. et Andrianova S. (2004). Finance and Growth: What We Know and What We Need to Know. In C. Goodhart (éd.), *Financial Development and Economic Growth: Explaining the Links* (p.38-65), Palgrave Macmillan, Basingstoke and New York.
- Demirgüç-Kunt A. and Detragiache E (1998). Financial Liberalization and Financial Fragility. World Bank, the International Bank for Reconstruction and Development, Annual World Bank Conference on Development Economics.
- Detragiache E., Tressel T. and Gupta P. (2006). Foreign Banks in Poor Countries: Theory and Evidence. IMF Working Paper, 06/18.
- Dooley, M.P (1998). A Survey of Literature on Controls over International Capital Transactions. IMF, Staff Papers, 43(4), 639-687.
- Edison, H. (2003). Qualité des institutions et résultats économiques: lien vraiment étroit?, *Finance et développement*.
- Eze Eze. D. (2006). Architecture financier et développement, Thèse d'Etat, Université de Yaoundé II
- Fuchs-Schündeln N. and Funke N. (2001). Stock Market Liberalizations: Financial and Macroeconomic Implications. IMF Working Paper, n°193.

- Gormley T.A. (2011). Costly Information, Foreign Entry, and Credit Access. AFA 2008 New Orleans Meetings Paper.
- Hansen L.P. (1982). Large Sample Properties of Generalized Method of Moment Estimators. *Econometrica*, 50(4), 1029-1054.
- Jain-Chandra S. (2002). The Impact of Stock Market Liberalization on Liquidity and Efficiency in Emerging Stock Markets. Columbia University Working Paper.
- Kaufmann, D, Kraay, A and Mastruzzi, M (2008). Governance Matters V: Governance Indicators for 1996 to 2007. Disponible: <http://www.worldbank.org/wbi/governance/govmatters5>.
- Kim E.H. and Singal V. (2000). Stock Market Openings: Experience of Emerging Economies. *Journal of Business*, 73(1), 25-66.
- Klein M. and Olivei G. (2006). Capital Account Liberalization, Financial Depth, and Economic Growth. NBER Working Paper, n°7384.
- Knack S. et Keefer P. (1995). Institutions and Economic Performance: Cross-Country Tests Using Alternative Institutional Measures. *Economics and Politics*, 7(3), 207-227.
- Kose M.A., Prasad E.S., Rogoff K. and Wei S.J. (2006). Financial Globalization: A Reappraisal. IMF Working Paper, n°06/189.
- Kose M.A., Prasad E.S., Rogoff K. and Wei S.J. (2009b). Financial Globalization and Economic Policies. IZA Discussion Paper, n°4037.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. and Vishny R.W. (1998). Law and Finance. *Journal of Political Economy*, 106(6), 1113-1155.
- Levine R. (1996). Foreign Banks, Financial Development, and Economic Growth. In C.E. Barfield (éd.), *International Financial Markets: Harmonization versus Competition* (p.224-254), AEI Press, Washington.
- Levine, R. (1998). The legal environment, banks and long-run economic growth. *Journal of Money, Credit and Banking*, 30, 596-620.
- Levine R. and Zervos S. (1998a). Capital Control Liberalization and Stock Market Development. *World Development*, 26(7), 1169-1183.
- McGuire P. and Tarashev N. (2008). Bank Health and Lending to Emerging Markets. *BIS Quarterly Review*, p.67-80.
- Mc Kinnon R.I. (1973). Money and capital in economic development. The Brookings Institution, Washington.
- Mishkin F.S. (2006). The Next Great Globalization: How Disadvantaged Nations can Harness their Financial Systems to Get Rich. Princeton University Press, Princeton.
- Moreno R. and von Kleist K. (2007). What Can BIs Statistics Tell Us About the Risks of Crises in Emerging Markets? , CGFS Publication, n°29.
- Mpabe Bodjongo et Mathieu Juliot (2012). Infrastructures institutionnelles et développement financier en zone CEMAC. MPRA Paper, 37824(3), April 2012
- Peek J. and Rosengren E.S. (2000). Implications of the Globalization of the Banking Sector: The Latin American Experience. *New England Economic Review*, p.45-62.
- Rodrik D., Subramanian A., and Trebbi F. (2004). Institutions Rule: The Primacy of Institutions over Integration and Geography in Economic Development, *Journal of Economic Growth*, 9(2), 131-165.
- Roe, M. J. (1999). "Comparative Corporate Governance". *The New Palgrave Dictionary on Law and Economics*.
- Sengupta R. (2007). Foreign Entry and Bank Competition. *Journal of Financial Economics*, 84(2), 502-528.
- Shaw E.S (1973). Financial deepening in Economic Development. Oxford University Press, New York.
- Stiglitz J.E. (1993). The Role of State in Financial Markets. *Proceedings of the World Bank Annual Conference on Economic Development*, p.19-56.
- Stiglitz, J. E. (2000). Capital Market Liberalization, Economic Growth, and Instability. *World Development*, 28(1), 1075-1086
- Wurgler J. (2000). Financial Markets and the allocation of capital. *Journal of Financial Economics*, 58, 187-217.

ANNEXE**Annexe1. Construction de la variable KAOPEN relative à la libéralisation financière externe**

L'indice KAOPEN est basé sur 4 variables muettes binaires disponibles dans l'« *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions (AREAR)* ». Ces variables fournissent des informations sur l'ampleur et la nature des restrictions sur les transactions internationales pour chaque pays. Ces variables sont :

- * k_1 : La variable indiquant l'existence de multiples taux de change ;
- * k_2 : La variable indiquant l'existence de restrictions sur les transactions du compte courant ;
- * k_3 : La variable indiquant les restrictions sur les transactions en capital ; et
- * k_4 : La variable indiquant l'obligation de rapatrier les revenus de l'exportation.

Afin de calculer l'effet de l'ouverture financière, plutôt que les contrôles des capitaux, les auteurs ont inversé les valeurs de ces variables binaires, de telle sorte que ces variables k_i (avec $i = 1, 2, 3, 4$) deviennent égales à 1 quand les restrictions ne sont pas existantes (alors qu'à l'origine, elles sont égales à 1 quand il y a restrictions). En outre, pour les contrôles sur les transactions en capital (k_3), les auteurs ont utilisé des « fenêtres » de 5 ans (comprenant l'année t et les 4 années précédentes) où les contrôles de capitaux n'étaient pas effectifs ($SHAREK_3$).

Ainsi, ils construisent un indice d'ouverture financière totale appelé ($KAOPEN$), qui est la composante principale de k_{1t} , k_{2t} , $SHAREK_{3,t}$ et $k_{4,t}$. Cet indice est d'autant plus élevé que le pays ne dispose pas de restrictions sur les transactions en capital.

Annexe 2 : Test de colinéarité**-Pour l'équation 2**

Variable	VIF	SQRTVIF	Tolerance	R-Squared
L.KAOPEN	10.26	2.41	0.0150	0.5220
INS	0.57	0.12	0.3202	0.1046
INS.LKAOPEN	11.08	2.24	0.0238	0.4760
PIB	1.03	0.54	0.3639	0.2722
INFL	1.03	1.01	0.3095	0.1401
TRADE	0.42	0.09	0.3020	0.1480

-Pour l'équation 3

Variable	VIF	SQRT VIF	Tolerance	R-Squared
INS	0.77	0.61	0.3401	0.1590
INS.LKAOPEN	0.59	0.55	0.4522	0.0455
PIB	1.03	1.08	0.3650	0.1345
INFL	1.03	1.05	0.3733	0.1251
TRADE	0.61	0.55	0.4080	0.0925

-Pour l'équation 4

Variable	VIF	SQRT VIF	Tolerance	R-Squared
L.KAOPEN	0.55	0.56	0.4589	0.0521
INS	0.74	0.62	0.3409	0.1595
PIB	1.03	1.01	0.3713	0.1332
INFL	1.03	1.01	0.3795	0.1209
TRADE	0.63	0.51	0.3452	0.1048

Annexe 3

Tableau A3.1 : statistique descriptive de l'Etat Droit

Moyenne	Médiane	Ecart-type	Min	Max
2.56	2.58	0.45	2.00	3.00
RCA	1.78	1.71	0.72	1.00 3.00
Congo	2.02	0.93	1.00	3.00
Gabon	3.48	0.46	2.58	4.00
Guinée Eq.	2.17	0.57	1.00	3.00
Tchad	2.20	3.00	1.33	0.00 4.00

*Le chiffre en gras représente la moyenne de la variable institutionnelle relative au pays qui a dépassé le seuil de 2.53.

Tableau A3.2 : statistique descriptive du contrôle de la corruption

Moyenne	Médiane	Ecart-type	Min	Max
Cameroun	2.38	2.00	0.49	2.00 3.29
RCA	2.75	3.00	0.44	2.00 3.00
Congo	2.45	3.00	0.82	0.50 3.46
Gabon	2.34	2.00	0.91	1.50 4.00
Guinée Eq.	2.18	2.00	0.75	1.50 4.00
Tchad	2.85	3.00	0.87	2.00 4.00

*Le chiffre en gras représente la moyenne de la variable institutionnelle relative au pays qui a dépassé le seuil de 2.67.

Tableau A3.3 : statistique descriptive de la stabilité du gouvernement

Moyenne	Médiane	Ecart-type	Min	Max
Cameroun	7.84	7.00	2.47	4.00 11.08
RCA	5.83	5.00	1.85	4.00 10.00
Congo	6.31	5.58	3.26	2.00 11.08
Gabon	7.15	6.08	2.40	3.25 11.00
Guinée Eq.	7.62	8.00	1.99	4.25 10.67
Tchad	6.04	5.52	2.10	3.00 9.83

*Le chiffre en gras représente la moyenne de la variable institutionnelle relative au pays qui a dépassé le seuil de 7.07.

Tableau A3.4 : statistique descriptive de la responsabilité démocratique

Moyenne	Médiane	Ecart-type	Min	Max
Cameroun	2.56	2.50	0.55	2.00 3.50
RCA	1.63	1.59	0.81	1.00 2.33
Congo	2.32	2.44	0.75	1.00 4.00
Gabon	2.50	2.25	0.81	1.00 4.00
Guinée Eq.	2.43	2.17	1.20	1.00 4.42
Tchad	2.23	2.00	1.16	1.00 4.25

*Le chiffre en gras représente la moyenne de la variable institutionnelle relative au pays qui a dépassé le seuil de 2.38.

Tableau A3.5 : statistique descriptive de l'Indice Composite

Moyenne	Médiane	Ecart-type	Min	Max
Cameroun	22.85	22.42	2.54	18.08 28.25
RCA		19.06	17.23	6.48 9.25 28.42
Congo	21.91	21.02	5.79	12.00 31.08
Gabon		22.89	24.69	6.36 12.00 30.04
Guinée Eq.	22.51	22.92	2.10	18.17 25.96
Tchad	21.27	22.54	4.06	14.00 27.00

*Le chiffre en gras représente la moyenne de la variable institutionnelle relative au pays qui a dépassé le seuil de 22.67.