

La Macroéconomie de la Libéralisation du Compte de Capital : Avancées Récentes

The Macroeconomics of Capital Account Liberalization: Recent Developments

Noureddine ECHCHARFI, (*Docteur en Sciences économiques*)

Laboratoire d'économie appliquée

Faculté des sciences juridiques économiques et sociales Rabat Agdal

Université Mohammed V de Rabat, Maroc

Adresse de correspondance :	Avenue des Nations-Unies, B.P. 721 Agdal - Rabat - MAROC +212 5 37 22 57 48 / 39 +212 5 37 22 57 41 fsjes-agdal@um5r.ac.ma nordi.echcharfi@gmail.com
Déclaration de divulgation :	Les auteurs n'ont pas connaissance de quelconque financement qui pourrait affecter l'objectivité de cette étude.
Conflit d'intérêts :	Les auteurs ne signalent aucun conflit d'intérêts.
Citer cet article	ECHCHARFI, N. (2023). La Macroéconomie de la Libéralisation du Compte de Capital : Avancées Récentes. International Journal of Accounting, Finance, Auditing, Management and Economics, 4(4-1), 464-487. https://doi.org/10.5281/zenodo.8279814
Licence	Cet article est publié en open Access sous licence CC BY-NC-ND

Received: July 22, 2023

Accepted: August 22, 2023

International Journal of Accounting, Finance, Auditing, Management and Economics - IJAFAME

ISSN: 2658-8455

Volume 4, Issue 4-1 (2023)

La macroéconomie de la libéralisation du compte de capital : avancées récentes

Résumé :

La question de l'ouverture du compte de capital et de ses conséquences macroéconomiques, en particulier sur la croissance économique, la stabilité financière et la discipline budgétaire, a suscité un vif intérêt dans le milieu académique et les débats politiques des pays émergents et en développement. Cet article aborde, dans un premier temps, l'importance de la libéralisation du compte de capital et, en second lieu, il explicite les concepts clés de l'intégration financière internationale (IFI) et se concentre sur les questions de mesure et de quantification. En troisième lieu, il décrit les grandes tendances en matière d'ouverture du compte de capital et de l'intégration financière au cours des trois dernières décennies. Enfin, l'article passe brièvement en revue les principaux travaux sur l'impact de l'IFI sur la croissance économique à long terme. Nous concluons que, suite à la crise financière mondiale de 2008, les perspectives des décideurs politiques ont évolué, remettant en question le consensus préexistant concernant la gestion du compte de capital, notamment dans les pays émergents. Par conséquent, le Fonds monétaire international (FMI) a ajusté sa position, soutenant l'utilisation préventive des contrôles de capitaux à partir de 2012. Malgré l'absence de résultats définitifs dans la littérature empirique concernant les effets directs de l'ouverture du compte de capital sur la croissance économique, un consensus croissant suggère son rôle plutôt « catalytique ». Cependant, l'effet de discipline sur les politiques macroéconomiques, en particulier la politique budgétaire, reste insuffisamment étudié dans la littérature. Ce travail montre la complexité persistante de la question de l'ouverture du compte de capital, l'absence d'une réponse claire et définitive concernant ses effets macroéconomiques, ainsi que les implications significatives de ce débat pour les politiques de compte de capital dans les marchés émergents.

Mots clés : Compte de capital, Macroéconomie ouverte, Croissance économique, Stabilité financière, Intégration financière internationale.

JEL Classification : F32 F41 O40 G28 F36

Type du papier : Recherche Théorique

Abstract:

The issue of capital account openness and its macroeconomic consequences, in particular on economic growth, financial stability and fiscal discipline, has stimulated an intense interest in academia and policy debates in emerging and developing countries. This article first addresses the importance of capital account liberalization and, second, it explains the key concepts of international financial integration (IFI) and focuses on measurement and quantification issues. Third, it describes major trends in capital account openness and financial integration over the past three decades. Finally, the article briefly reviews the main works on the effect of the IFI on long-term economic growth. We conclude that following the global financial crisis of 2008, there was a shift in the position of policymakers, challenging the pre-existing consensus regarding capital account management. Consequently, the International Monetary Fund (IMF) has adjusted its position, supporting the preventive use of capital controls from 2022. Although the empirical literature has not yet provided conclusive results regarding the direct effects of opening of the capital account on economic growth, a growing consensus is emerging as to its rather “catalytic” role. However, the disciplinary effect on macroeconomic policies, especially fiscal policy, remains understudied in the literature. This work has revealed that the question regarding capital account openness remains complex to which there is yet no clear and definitive answer, and that this ongoing debate has important implications for capital account policies in emerging markets.

Keywords: Capital account, Open economy macroeconomics, Economic growth, Financial stability, International financial integration.

Classification JEL: F32 F41 O40 G28 F36

Paper type: Theoretical Research

1. Introduction

Les pays pauvres doivent maintenir une croissance économique élevée sur une longue période pour parvenir au statut de pays développés. Toutes ces nations aspirent à émerger du sous-développement, mais seules quelques-unes y sont parvenues au cours des cinquante dernières années. La Commission sur la Croissance et le Développement (*Commission on Growth and Development*), établie pour évaluer les avancées en matière de croissance économique, souligne que seuls treize pays¹ ont réussi à maintenir une croissance élevée et soutenue au cours de la période après-guerre et constate que l'intégration à l'économie mondiale est la caractéristique commune la plus importante de ces économies florissantes (World Bank, 2008). Nous commençons, d'abord, par établir une distinction entre l'intégration commerciale et l'intégration financière. La première, l'intégration commerciale, se réfère aux liens commerciaux entre les pays et implique l'élimination des barrières tarifaires et non tarifaires. La seconde, l'intégration financière, quant à elle, fait référence aux liens étroits entre les pays par le biais de la détention transfrontalière d'actifs financiers. Elle implique souvent la libéralisation du compte de capital. L'intégration commerciale et l'intégration financière peuvent néanmoins être interdépendantes. Par exemple, les échanges commerciaux des biens génèrent directement des flux financiers transfrontaliers par le biais du crédit commercial.

Le modèle de croissance néoclassique (également appelé *modèle Ramsey-Cass-Koopmans*) prévoit une convergence des économies en termes de PIB par habitant.^{2,3} La version en économie ouverte de ce modèle postule que, lors de la transition de l'autarcie à l'intégration financière, le capital devrait se déplacer des économies riches vers les économies pauvres en capital. Plus précisément, il prédit que les capitaux se déplaceront vers les pays affichant une croissance rapide et des taux d'investissement élevés. En conséquence, l'IFI devrait accélérer le taux de convergence des économies pauvres en capital et contribuer à une allocation plus efficace de l'épargne vers des activités plus productives. D'une manière générale, les flux de capitaux s'observent entre les pays pour deux raisons complémentaires : premièrement, les capitaux ont tendance à se déplacer des pays à productivité marginale relativement faible vers ceux où elle est plus élevée. Deuxièmement, la mobilité des capitaux favorise la diversification des risques, comme l'a souligné Mishkin (2007). En théorie, l'IFI offre des avantages potentiels considérables tant pour les pays receveurs que pour les pays émetteurs de capitaux. Ces avantages incluent (i) le « lissage » de la consommation, (ii) la stimulation de l'investissement domestique et de la croissance économique, (iii) la discipline des politiques macroéconomiques et (iv) l'amélioration de l'efficacité des marchés financiers.

Cependant, plusieurs chercheurs soutiennent que les gains de l'IFI se révèlent moins substantiels que ce que prédit la théorie néoclassique conventionnelle (e.g., Rodrik, 1998; Stiglitz, 2000). Cette observation peut s'expliquer par trois raisons fondamentales. Premièrement, les capitaux peuvent ne pas se déplacer des pays riches vers les pays pauvres en capitaux, en première place (Krugman, 1993; Lucas, 1990). En effet, Lucas (1990) s'étonne que les capitaux ne se déplacent pas des pays riches vers les pays pauvres, malgré les écarts significatifs de rendement du capital entre les pays industrialisés et les pays en développement

* Mes sincères remerciements à Rihame Balaaidi, Farid Echcharfi et Marouane Idmansour pour leurs précieux commentaires qui ont grandement amélioré cet article. Les erreurs restantes sont les miennes.

¹ Ces pays sont : Botswana, Brésil, Chine, Hong Kong, Indonésie, Japon, Corée du Sud, Malaisie, Malte, Oman, Singapour, Taïwan et Thaïlande.

² Le modèle de croissance néoclassique a été développé par Ramsey (1928), Solow (1956), Swan (1956), Cass (1965) et Koopmans (1963).

³ La convergence, ou effet de rattrapage, désigne la tendance des économies pauvres à croître plus rapidement que les économies riches.

(Ce phénomène est souvent désigné dans la littérature comme le « paradoxe de Lucas »). En outre, la littérature empirique récente (Aizenman, Pinto, & Radziwill, 2007; MacDonald, 2015; Prasad, Rajan, & Subramanian, 2007) souligne que les capitaux ont tendance à affluer dans les pays à croissance lente et faible taux d'investissement, plutôt que vers les pays à forte croissance et taux d'investissement élevés, en contradiction avec le modèle de croissance néoclassique. Suite à l'influent article de Gourinchas & Jeanne (2013), ce phénomène paradoxal est souvent désigné comme le « puzzle de l'allocation ». Deuxièmement, les avantages de l'IFI, tels qu'ils découlent de la perspective néoclassique conventionnelle, c'est-à-dire par le biais de l'accumulation de capital, peuvent s'avérer limités (Coerdacier, Rey et Winant, 2020; Gourinchas et Jeanne, 2006). Troisièmement, selon Henry (2007), l'effet de l'IFI sur la croissance est temporaire plutôt que permanent, remettant en question l'hypothèse sous-jacente des études en coupes instantanées qui supposent implicitement le contraire (**voir schéma A.5**). Quelles sont les motivations qui incitent certains pays à imposer des contrôles de capitaux, empêchant ainsi l'IFI ? Pourquoi certains de ces pays attirent-ils plus de capitaux étrangers que d'autres ? L'IFI favorise-t-elle la croissance économique à long terme dans les pays émergents et en développement ? Si oui, comment génère-t-elle la croissance économique, par l'accumulation de capital ou par la productivité ? Les économies ayant un compte de capital ouvert se développent-elles plus rapidement que celles ayant un compte de capital fermé ? Si oui, est-ce précisément dû à l'effet d'ouverture du compte de capital ?

La **section 2** situe le contexte de la recherche dans le domaine de la macroéconomie de l'ouverture du compte de capital. La **section 3** explicite les principaux concepts et indicateurs de l'IFI. La **section 4** décrit de manière approfondies les principales tendances en matière d'IFI et de libéralisation du compte de capital. Enfin, la **section 5** examine les avantages associés à l'IFI.

2. Contexte de la recherche

La littérature empirique étudiant l'effet de l'IFI sur la croissance économique est bien abondante, bien que ses conclusions demeurent souvent peu concluantes⁴. Certains de ces travaux ont mis en évidence des effets positifs de l'IFI sur la croissance économique à long terme dans les pays industrialisés, tandis qu'aucun effet statistiquement significatif n'a été observé pour les pays en développement (e.g., Edwards, 2001; Klein et Olivei, 2008). Afin d'apporter une explication à ce constat, les économistes ont conditionné la relation entre la croissance économique et l'IFI à la qualité des institutions en place (Arteta, Eichengreen et Wyplosz, 2003; Klein, 2005), au développement financier (Alfaro, Chanda, Kalemli-Ozcan et Sayek, 2004; Chinn et Ito, 2006; Klein et Olivei, 2008), au capital humain (Borensztein, De Gregorio et Lee, 1998; Xu, 2000), à l'hétérogénéité ethnique (Chanda, 2005) ou à la flexibilité du marché du travail (Du, Nie et Wei, 2020). Cependant, l'étude fondamentale menée par Edison, Klein, Ricci et Sloek (2002) met en évidence peu de preuves corroborant l'idée selon laquelle l'IFI stimulerait la croissance économique, même lorsque les auteurs conditionnent la relation entre IFI et croissance économique à un troisième facteur. D'autres études ont souligné l'idée selon laquelle l'IFI peut potentiellement contribuer à la croissance économique, mais elles soulignent également que cette contribution s'accompagne d'une augmentation de la vulnérabilité des pays aux crises financières (Eichengreen, Gullapalli et Panizza, 2011; Furceri, Guichard et Rusticelli, 2012; Martin et Rey, 2006; Rancière, Tornell et Westermann, 2006, entre autres). La majorité de ces recherches révèlent, au mieux, des preuves fragiles suggérant

⁴ Pour une revue des avantages théoriques de l'intégration financière, vous pouvez consulter, par exemple, les travaux d'Agénor (2003, 2015) et Obstfeld & Taylor (2004, chapitre 1).

que l'IFI peut accélérer la croissance économique⁵.

En réponse à la difficulté des études transversales à fournir des preuves solides concernant l'impact de l'IFI sur la croissance économique à long terme, un consensus s'est progressivement dégagé parmi les économistes, selon lequel les principaux avantages de l'ouverture du compte de capital sont de nature « catalytique », plutôt que directe (Aykut et Kose, 2013; Kose, Prasad, Rogoff et Wei, 2010). Cette perspective « collatérale » (*the collateral view*) avance l'idée selon laquelle l'IFI (i) favorise le développement du secteur financier national, (ii) améliore la qualité de l'environnement institutionnel, et (iii) exerce une discipline sur les politiques macroéconomiques, notamment dans les pays en développement (voir **Fig. B.6**). Les gains potentiels de l'IFI dans l'amélioration du secteur financier domestique ont suscité une attention considérable de la part des chercheurs (Ahmed, 2016; Bailliu, 2000; Baltagi, Demetriades et Law, 2009; Corneli, 2021; Gregorio, 1999; Rajan et Zingales, 2003, parmi d'autres). Le développement financier revêt une importance cruciale dans le processus de libéralisation du compte de capital, et ce, à trois égards. Premièrement, les études portant sur le séquençage des réformes financières soutiennent que la libéralisation et la modernisation du secteur financier national devraient être entreprises en amont de la libéralisation du compte de capital (Bacchetta, 1992; Edwards, 1984, 1990; McKinnon, 1991). Deuxièmement, il est largement reconnu que l'effet de l'IFI sur la croissance économique peut varier en fonction du niveau de développement financier atteint par un pays donné. (e.g., Bush, 2019; Kose, Prasad et Taylor, 2011). Troisièmement, et en accord avec la perspective « collatérale », des études récentes soutiennent que l'IFI améliore le système financier domestique, et que cela peut constituer le principal canal par lequel il stimule la croissance économique (Baltagi et al., 2009; Indawan, 2020; Levine, 2001).

Cependant, l'effet disciplinant de l'IFI sur les politiques macroéconomiques domestique (la politique budgétaire en particulier) n'a suscité qu'un intérêt limité dans la littérature existante. Alors que même les critiques les plus sévères à l'égard de la libéralisation du compte de capital, comme Joseph Stiglitz, admet que :

“[t]he argument with which I am most sympathetic is that opening the capital account imposes ‘discipline’. Countries are ‘forced’ to have good economic policies, lest capital flow out of the country.” (Stiglitz, 2000, p.1080). En outre, Wei et Tytell (2004) apportent des arguments soutenant que l'IFI favorise une meilleure conduite de la politique monétaire.

Par ailleurs, la perspective « collatérale » suggère que les effets bénéfiques de l'IFI sur la croissance économique peuvent nécessiter un certain temps pour se concrétiser, à mesure que l'environnement institutionnel s'adapte. Ce constat peut expliquer pourquoi les études en coupes instantanées n'ont pas réussi à fournir de manière concluante des preuves corroborant l'effet positif de l'IFI sur la croissance économique. L'approche « collatérale » est également en accord avec le principe selon lequel l'IFI peut engendrer des coûts à court terme, tout en offrant des bénéfices à long terme (Agénor, 2003; G. Kaminsky & Schmukler, 2003, 2008; Schmukler, 2004).

L'identification empirique de l'effet causal de l'IFI sur la croissance économique représente une tâche ardue et complexe. Tout d'abord, la libéralisation du compte de capital est souvent concomitante à d'autres réformes financières, ce qui rend délicate la distinction entre ses effets spécifiques et ceux des autres réformes. En plus, l'IFI peut avoir des effets variés sur la croissance économique, agissant à travers plusieurs canaux distincts. D'une part, l'IFI peut favoriser la croissance économique à travers (i) l'accumulation de capital (Bekaert, Harvey et Lundblad, 2005; Edison, Levine, Ricci et Sløk, 2002; Quinn et Toyoda, 2008), (ii) le transfert

⁵ Un corpus étendu et croissant d'études vise à fournir des explications à ce puzzle d'allocation. Voir notamment les travaux d'Aguiar & Amador (2011), Alfaro, Kalemli-Ozcan, & Volosovych (2008, 2014), Bai & Zhang (2010), Benhima (2013b, 2013a), Buera & Shin (2017), ainsi que Rothert & Short (2022).

de technologie (Borensztein et al., 1998), (iii) la diversification des risques (Acemoglu et Zilibotti, 1997; Obstfeld, 1994), et (iv) l'adoption de politiques macroéconomiques disciplinées (Bartolini et Drazen, 1996; Gourinchas et Jeanne, 2002). D'autre part, il est important de souligner que la libéralisation du compte de capital peut entraîner une augmentation de la volatilité macroéconomique (Baxter et Crucini, 1995; Cavoli, Gopalan et Rajan, 2020) et augmenter la probabilité des crises financières (Demirgüç-Kunt et Detragiache, 1999; Ghosh, Ostry et Qureshi, 2016; Glick et Hutchison, 2001; G. L. Kaminsky et Reinhart, 1999; Misati et Nyamongo, 2012) et ralentir, ainsi, la croissance économique. En outre, l'estimation de l'impact de l'IFI sur la croissance économique est confrontée à plusieurs problèmes économétriques complexes, tels que la mesure de l'ouverture financière et le biais de simultanéité, pour n'en citer que quelques-uns. Par conséquent, il est crucial de remédier à ces problèmes pour pouvoir estimer de manière rigoureuse l'effet de l'IFI sur la croissance économique.

Il est évident que la question de l'IFI revêt un d'intérêt non seulement académique, mais suscite également une préoccupation majeure parmi les policymakers des pays émergents et en développement. Plusieurs de ces pays se montrent réticents à procéder à une libéralisation complète de leur compte de capital, comme en témoigne l'exemple du Maroc. L'une des raisons souvent évoquées pour expliquer cette hésitation est la crainte d'une augmentation de la volatilité macroéconomique à la suite de la libéralisation du compte de capital. A cet égard, l'ouverture financière est souvent associée à une plus grande instabilité économique et à une susceptibilité accrue aux crises financières, comme cela a été observé lors des crises qui ont touché les économies latino-américaines dans les années 1980 et les économies asiatiques en 1997. Ainsi, il est notable que les contrôles de capitaux demeurent en vigueur dans de nombreux pays émergents et en développement, témoignant de leur volonté de préserver leur stabilité économique face aux risques potentiels liés à la libéralisation du compte de capital. Les restrictions sur le compte de capital sont plus souvent la norme que l'exception dans la plupart des pays en développement. En Afrique et au Moyen-Orient, en particulier, les restrictions de change sont largement répandues. Néanmoins, les flux transfrontaliers ont connu une augmentation significative dans les pays émergents et en développement au cours des dernières décennies (Agénor, 2003; Lane & Milesi-Ferretti, 2007), bien que leur ampleur soit encore bien inférieure à celle observée dans les pays industrialisés (Lane & Milesi-Ferretti, 2007).

La crise financière mondiale de 2008 a engendré une transformation radicale des perspectives des policymakers et des organisations financières internationales au sujet des réformes relatives au compte de capital. La crise a remis en question le consensus établi autour de trois questions clés concernant la gestion du compte de capital: (i) la tendance vers une ouverture totale du compte de capital ; (ii) l'utilisation des contrôles de capitaux comme instrument de stabilisation à court terme; (iii) la pertinence des interventions sur le marché des changes (Subbarao, 2013). Tout d'abord, avant la crise financière mondiale, il a été généralement admis que les autorités de chaque pays pouvaient adopter des stratégies différentes en matière d'ouverture financière, mais chaque pays devait, in fine, procéder à une libéralisation complète de son compte de capital. Ce consensus s'est effondré à la suite de la crise, car les décideurs politiques ont pris conscience que les contrôles de capitaux peuvent jouer un rôle crucial pour empêcher les économies émergentes de se retrouver exposées à des produits financiers dangereux. Le deuxième consensus prévalent avant la crise était que les contrôles de capitaux étaient inacceptables dans toutes circonstances. Ce consensus ne tient plus. Aujourd'hui, les contrôles de capitaux sont considérés comme souhaitables dans de nombreuses circonstances spécifiques. Troisièmement, avant la crise financière, il était largement admis par les policymakers que les interventions sur le marché des changes étaient sous-optimales. Ce consensus a également été remis en question, avec une augmentation des interventions sur les marchés des changes, tant dans les économies avancées que dans les économies émergentes.

Par ailleurs, le FMI, qui était auparavant favorable à la libéralisation complète du compte de

capital, a ajusté sa position en 2012 (FMI, 2012). Depuis la fin du système de « Bretton Woods », le FMI a joué un rôle majeur en faveur de la libéralisation du compte de capital. En septembre 1997, lors de sa réunion à Hong-Kong, le Fonds a même tenté de modifier ses statuts afin d'inclure la libéralisation du compte de capital parmi ses mandats. En 2012, le FMI a adopté une nouvelle position (*The institutional view*) en ce qui concerne la libéralisation des comptes de capitaux et la gestion des flux de capitaux. Désormais, le Fonds reconnaît que « dans certaines circonstances, les mesures de gestion des flux de capitaux peuvent être utiles ». (FMI, 2012, p. 2). En 2022, le FMI a révisé sa vision concernant la gestion des flux de capitaux, permettant ainsi l'utilisation préventive des contrôles de capitaux (IMF, 2022).

3. L'IFI : concepts et mesures.

L'IFI fait référence à l'environnement dans lequel les marchés financiers d'une économie deviennent étroitement interconnectés avec ceux du reste du monde. L'IFI englobe la libéralisation du compte de capital ainsi que la convergence des prix et/ou des rendements des actifs financiers échangés dans l'économie avec ceux échangés dans le reste du monde (ce qui constitue l'intégration financière). Il existe deux principales catégories de mesures de l'IFI : les mesures *de jure* (qui se réfèrent aux mesures et réglementations formellement établies) et les mesures *de facto* (qui reflètent la réalité effective de l'intégration financière).

Le **tableau 1** récapitule les indicateurs les plus couramment utilisés dans la littérature. Le présent article porte principalement sur la libéralisation du compte capital, définie comme...

"[the] decision by a country's government to move from a closed capital account regime, where capital may not move freely in and out of the country, to an open capital account system in which capital can enter and leave at will." (Henry, 2007, p.871).

Pour clarifier, l'ouverture financière *de jure* fait référence aux mesures légales adoptées par les gouvernements pour lever les restrictions sur les flux de capitaux transfrontaliers. (Ce type de mesures permet d'évaluer le degré d'ouverture du compte financier d'une économie, mais ne reflète pas nécessairement une intégration financière effective entre les pays).

Le rapport AREAER du FMI (rapport annuel sur les régimes de change et les restrictions en matière de changes) est considéré comme la principale source de la plupart des indicateurs *de jure* utilisés dans la littérature empirique (Quinn, Schindler et Toyoda, 2011). Les premiers volumes du rapport AREAER (1950-1996) fournissaient des informations générales sur les transactions du compte financier. Par conséquent, les études empiriques ont généralement converti les informations des rapports AREAER en une variable binaire, prenant la valeur 1 si le pays a des restrictions sur le compte de capital et 0 dans le cas contraire. (Voir par exemple, Alesina, Grilli et Milesi-Ferretti, 1993; Grilli et Milesi-Ferretti, 1995; Leblang, 1997; Rodrik, 1998a). Depuis 1996, l'AREAER a commencé à fournir des informations plus détaillées sur l'existence (ou l'absence) de restrictions spécifiques concernant les opérations du compte financier. Le rapport AREAER comprend des indicateurs tabulés ainsi que des descriptions textuelles des restrictions, lorsqu'elles sont disponibles. La nouvelle méthodologie du FMI répartit les restrictions du compte de capital en fonction de dix catégories d'actifs financiers, du statut de résidence des agents (résidents ou non-résidents) et du lieu de transaction (local ou étranger). Fernandez, Klein, Rebucci, Schindler et Uribe (2016) utilisent les descriptions textuelles des contrôles de capitaux fournis par l'AREAER pour construire et mettre à jour en continu un ensemble de données comprenant des indices moyens de restrictions des sorties, des restrictions des entrées et le degré de contrôle du compte de capital. (La dernière version de la base de données de Fernandez et al.(2016) couvre 100 pays sur la période 1996-2019).

L'indice Chinn-Ito, développé par Chinn et Ito (2006), représente un autre indicateur *de jure* largement utilisé pour mesurer l'ouverture financière internationale. Cet indice est construit à partir des données fournies par le rapport AREAER et prend en compte l'existence des quatre

mesures suivantes : (i) la présence de taux de change multiples, (ii) des restrictions sur les transactions de compte courant, (iii) des restrictions sur les transactions de compte de capital, et (iv) l'obligation de restituer les recettes d'exportation.

Les mesures *de jure* capturent un aspect intéressant de l'ouverture financière, à savoir la volonté des policymakers de libéraliser les transactions du compte de capital. Les indicateurs *de jure* sont également largement exogènes des facteurs externes, tels que la politique monétaire des « centres financiers ». Cependant, il convient de souligner trois inconvénients liés à l'utilisation de ces indicateurs. Premièrement, il est important de souligner que ces indicateurs ne permettent pas d'évaluer, avec précision, l'intensité des contrôles des capitaux ni leur efficacité. Deuxièmement, il est aussi important de noter que ces indicateurs ne reflètent pas nécessairement le degré réel d'intégration financière d'une économie avec le reste du monde. À cet égard, les économies peuvent devenir plus intégrées financièrement avec le reste du monde, même lorsque des contrôles de capitaux sont en place. En revanche, les économies qui sont, *de jure*, entièrement libéralisées peuvent n'attirer que des flux limités de capitaux si leurs prix sont alignés sur les prix mondiaux (Montiel, 1994). Troisièmement, les indicateurs *de jure* supposent implicitement que toutes les sous-catégories ont une importance égale, ce qui est peu probable dans la réalité, comme le souligne Quinn et al. (2011, p.493)

Les mesures de type *de jure* évaluent l'ouverture financière déclarée, tandis que les mesures *de facto* reflètent l'intégration financière réelle. Les indicateurs *de facto* mesurent les stocks ou les flux transfrontaliers des capitaux. A cet égard, Lane et Milesi-Ferretti (2007, 2018) ont élaboré et actualisent, en continu, la base de données « la richesse extérieure des nations » (*External Wealth of Nations, EWN*), qui offre une mesure exhaustive des stocks d'actifs et de passifs étrangers d'un pays. La plus récente version de la base de données EWN couvre la période de 1970 à 2021 et comporte des données concernant 212 pays. L'indicateur *de facto* le plus répandu et le plus largement utilisé est le ratio du compte financier au PIB (IFIPIB). Il évalue le volume total des actifs et passifs étrangers d'une économie par rapport à la taille de son PIB. Cet indicateur est ainsi défini comme suit :

$$IFIPIB = \frac{(AE + PE)}{PIB}$$

Dans cette formule, AE représente les stocks agrégés d'actifs à l'étrangers et PE représente les stocks agrégés des passifs à l'étranger. L'IFIPIB présente l'avantage d'afficher une volatilité moindre par rapport à d'autres indicateurs. Cependant, il présente l'inconvénient d'englober à la fois les capitaux privés et la dette publique, ce qui ne traduit pas pleinement le degré réel d'intégration financière.

Le GEQPIB constitue une autre mesure de type *de facto* de l'IFI. Cet indicateur repose sur les fonds propres et est calculé de la manière suivante :

$$GEQGDP = \frac{(PEQA + AIDE + PEQL + PIDE)}{PIB}$$

Dans cette formule, PEQA (PEQL) désigne le stock d'actifs (de passifs) du portefeuille, et AIDE (PIDE) représente le stock d'actifs (de passifs) d'investissements directs étrangers.

La base de données EWN fournit des données détaillées qui permettent de calculer des indicateurs spécifiques concernant les investissements directs étrangers (IDE), la dette et les investissements de portefeuille.

4. IFI : quelques faits stylisés

Dans cette section, nous mettrons en relief les principales tendances caractérisant les flux de capitaux, aussi bien dans les pays industrialisés que dans les économies émergentes et en développement. Nous porterons une attention particulière à l'un des moteurs fondamentaux de l'intégration financière, à savoir la libéralisation des comptes de capitaux.

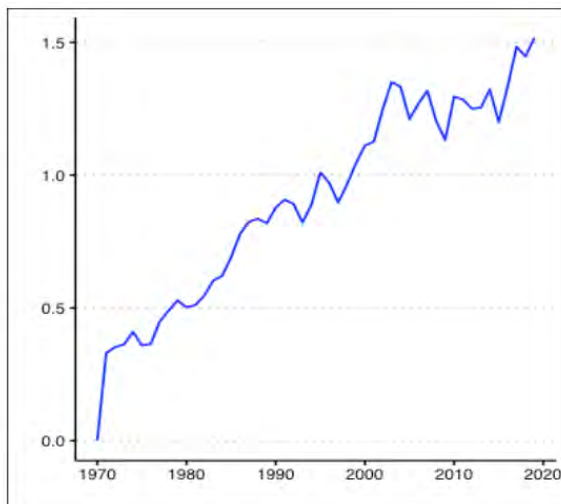
4.1. Une augmentation marquée des volumes de flux de capitaux

Les positions financières transfrontalières ont connu une augmentation depuis les années 1980, avec une accélération marquée au début des années 2000. La crise financière mondiale de 2008-2009 a profondément perturbé cette tendance de manière significative.

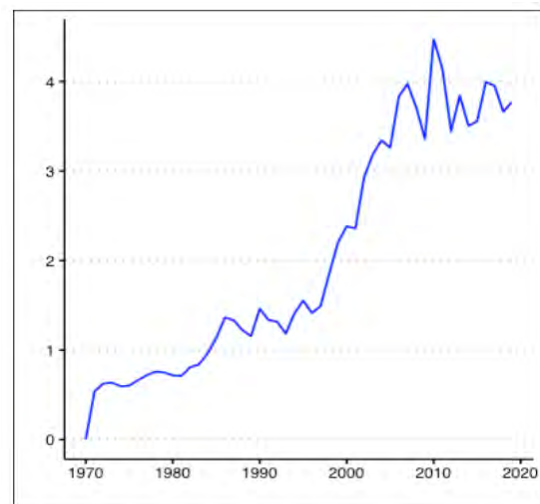
Le **graphique 1** illustre l'indicateur IFIPIB pour les pays industrialisés ainsi que pour les économies émergentes et en développement, couvrant la période de 1970 à 2019. Durant la période 1980-2008, ce ratio a connu une augmentation de près de trois fois pour les économies émergentes et en développement, et a plus que quadruplé pour les économies avancées. Le ratio demeure significativement plus élevé pour les pays industrialisés en comparaison avec les pays en développement. En 2019, pour illustrer par un exemple, le ratio atteignait 3,8 pour les pays à revenu élevé, tandis qu'il s'élevait à environ 1,5 pour les économies émergentes et les pays en développement (EMDE). Le **graphique 2** met en évidence l'évolution du ratio GEQPIB pour les pays avancés et les en développement sur la période 1970-2019. Jusqu'au milieu des années 1990, le ratio a été relativement insignifiant. Cependant, depuis 2010, il a connu une augmentation considérable, tant pour les pays industrialisés que pour les économies émergentes et les pays en développement.

Graphique 1 : L'évolution de la mesure élargie de l'IFI (la valeur Médian IFIGDP, 1970-2019).

(a) Économies émergentes et pays en développement.



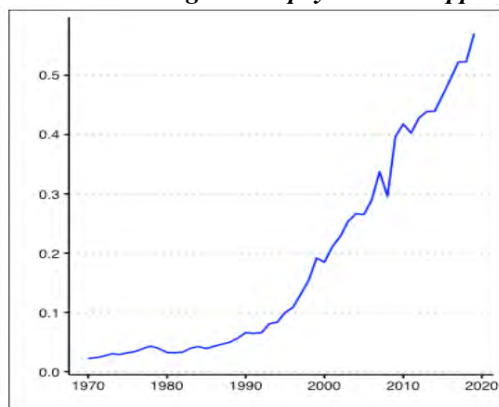
(b) Pays industrialisés



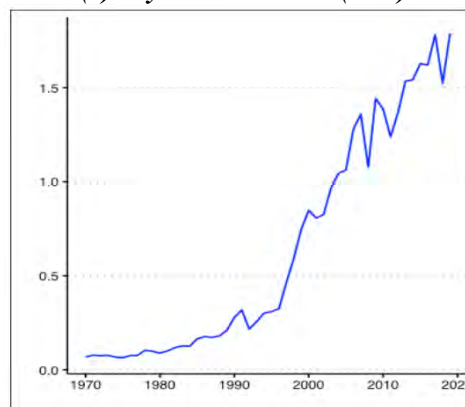
Note : Ici, les EMDE désignent les pays à revenu faible et intermédiaire (129 pays), tandis que les HIC font référence aux pays à revenu élevé (55 pays).

Graphique 2 : L'évolution de la mesure de l'IFI fondée sur les capitaux propres (La valeur Médian IFIGDP, 1970-2019).

(a) Economies émergentes et pays en développement



(b) Pays à revenu élevé (HIC)



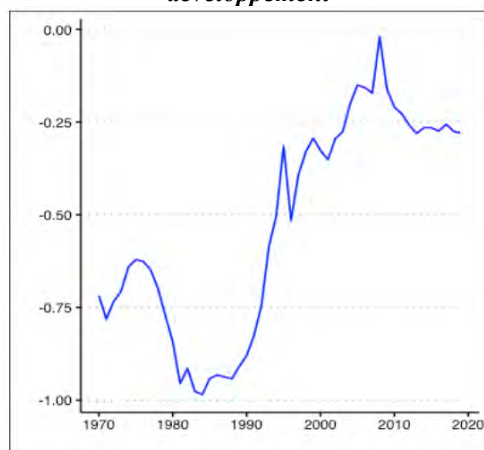
Note : Ici, les EMDE désignent les pays à revenu faible et intermédiaire (129 pays), tandis que les HIC font référence aux pays à revenu élevé (55 pays).

4.2. La libéralisation du compte capital : le principal moteur de l'IFI

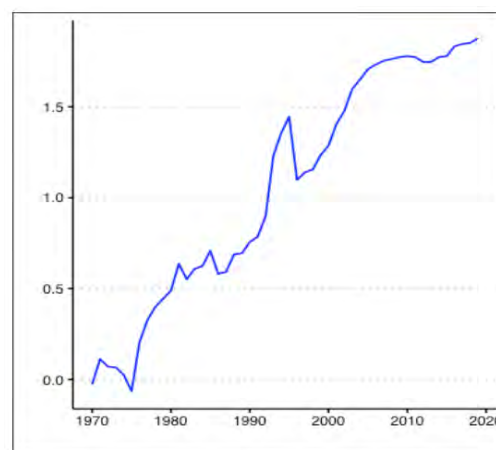
La libéralisation du compte de capital est l'un des principaux déterminants de l'évolution de l'IFI, comme le montre le **graphique 3** représentant l'évolution de l'indice Chinn-Ito de 1970 à 2019. La **graphique 4** illustre, quant à lui, l'évolution de l'indice de contrôle des capitaux de Fernandez et al.(2016) sur la période 1995-2019. La récente vague de libéralisation du compte de capital a débuté à la fin des années 1980. En moyenne, les pays industrialisés affichent un compte de capital plus ouvert que les économies émergentes et les pays en développement. En revanche, depuis la crise financière mondiale, la tendance à la libéralisation du compte de capital s'est inversée, notamment dans les économies émergentes et les pays en développement. Depuis la crise financière de 2008-2009, de nombreux économistes avancent que les économies émergentes et les pays en développement peuvent tirer profit du maintien d'un compte de capital fermé (e.g., Rey, 2015). En outre, en 2012, le FMI a adopté une nouvelle position sur la libéralisation du compte de capital (FMI, 2012), reconnaissant que dans certains cas, la gestion des flux de capitaux transfrontaliers peut contribuer à atténuer les effets néfastes de la volatilité de ces flux. Désormais, le Fonds considère ces restrictions de capitaux comme des « mesures de gestion des flux de capitaux ».

Graphique 3 : Indice de Chinn-Ito (1970-2019).

(a) Economies émergentes et les pays en développement



(b) Pays à revenu élevé (HIC)



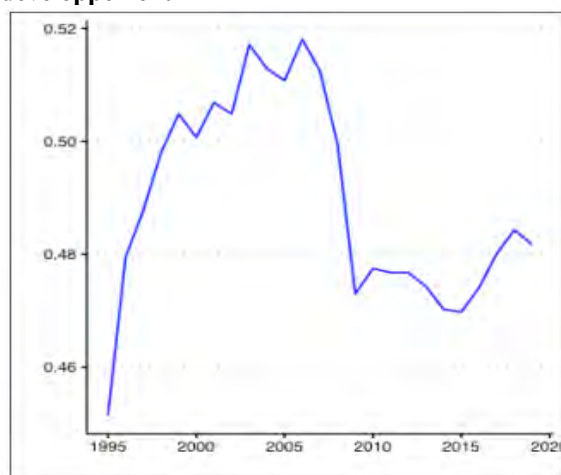
Note : Ici, les EMDE désignent les pays à revenu faible et intermédiaire (121 pays), tandis que les HIC font référence aux pays à revenu élevé (50 pays).

5. Les avantages de l'IFI et les motifs des contrôles de capitaux

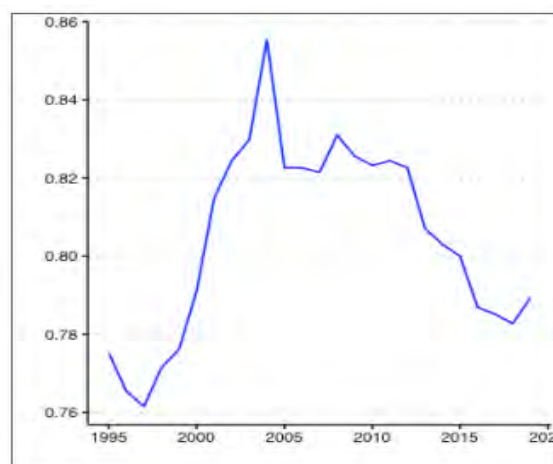
Dans cette section, nous effectuons une revue des principaux arguments théoriques en faveur de la libéralisation du compte de capital et de l'IFI (**Section 5.1**), puis nous analysons les motivations qui peuvent inciter les policymakers à recourir à des contrôles de capitaux (**Section 5.2**).

Graphique 4 : L'indice de contrôle des capitaux de Fernandez et al. (2016).

(a) Economies émergentes et les pays en développement



(b) Pays à revenu élevé



Note : Ici, les EMDE désignent les pays à revenu faible et intermédiaire (58 pays), tandis que les HIC font référence aux pays à revenu élevé (42 pays).

5.1 Les avantages de l'IFI dans le cadre du modèle de croissance néoclassique conventionnelle et au-delà.

Selon la théorie économique standard, l'IFI est censée offrir des avantages considérables, notamment pour les pays en développement (voir par exemple, Agénor, 2003). L'IFI peut (i) accélérer la convergence de l'économie vers sa croissance d'état stationnaire et (ii) augmenter la croissance d'état stationnaire elle-même. Pour débiter, le modèle néoclassique standard appréhende le canal principal par lequel l'IFI peut apporter des avantages aux économies en développement. Ce canal nécessite un flux (net) de capitaux allant des pays riches en capitaux (économies avancées) vers les pays ayant besoin de capitaux (pays en développement).

Selon le modèle Ramsey-Cass-Koopmans, il est prédit que les capitaux auront tendance à se déplacer des économies riches en capital vers les économies pauvres en capital lors de la transition de l'autarcie à l'intégration financière. Cette tendance s'explique par le fait que les premières économies ont une productivité marginale du capital relativement plus faible que les secondes. Le modèle néoclassique entraîne trois implications : (i) pour que la libéralisation du compte de capital produise un effet positif, les flux de capitaux doivent se déplacer des pays avancés vers les pays en développement ; (ii) l'ouverture financière accélère la convergence d'une économie vers son taux de croissance économique d'état stationnaire, sans modifier le taux de croissance à l'état stationnaire lui-même ; (iii) l'ouverture financière influe la croissance économique principalement par le biais de l'accumulation du capital physique (investissement), plutôt que par le biais de la productivité totale des facteurs (PTF).

Cependant, il convient de souligner que les flux de capitaux à long terme, tels que les investissements directs étrangers (IDE), ont la capacité de transférer des technologies et de favoriser le développement des compétences dans les pays en développement. En outre, ces flux peuvent stimuler la concurrence sur les marchés domestiques, contribuant ainsi à améliorer la PTF. Selon Borensztein et al. (1998), les IDE ont pour effet de réduire les coûts liés à

l'introduction de nouvelles variétés de biens d'équipement, ce qui accélère le processus d'accumulation de ces biens. Les IDE sont ainsi considérés comme un canal essentiel de transfert de technologie, contribuant de manière plus significative à la croissance économique et à l'investissement.

Un autre canal par lequel l'IFI profite aux économies est le partage des risques. L'accès aux marchés financiers internationaux facilite le partage des risques entre les pays, ce qui a un impact significatif sur la consommation et la croissance économique, comme l'a souligné Obstfeld (1994). L'ouverture financière permet ainsi aux économies de se prémunir contre les chocs idiosyncrasiques affectant leurs revenus. A titre d'exemple, Colacito et Croce (2010) indiquent que l'IFI augmente le bien-être de 10 % de la consommation cumulative.

Récemment, les chercheurs reconnaissent de plus en plus que les principaux avantages de l'ouverture du compte de capital sont indirects et ne sont pas pleinement pris en compte par le modèle néoclassique standard, selon les analyses qui émergent dans le domaine de l'économie internationale (Coeurdacier et al., 2020; Gourinchas et Jeanne, 2006). Gourinchas et Jeanne (2006) examinent deux versions du modèle néoclassique : le modèle Ramsey-Cass-Koopmans et une extension qui intégrant l'accumulation de capital humain et permettant une distorsion dans l'accumulation du capital physique. Les résultats de cette étude révèlent que l'avantage du canal néoclassique est relativement faible, s'élevant en moyenne à une augmentation permanente de 1,24 % de la consommation. Les auteurs concluent ainsi que ...

“if the benefits of international financial integration are large, they must occur through channels that are not in the textbook neoclassical growth model.” (Gourinchas et Jeanne, 2006, p.716–717).

5.2 Justifications des contrôles de capitaux

Pourquoi les pays imposent-ils des contrôles de capitaux ? En particulier, quels sont les facteurs politiques et institutionnels qui déterminent la décision des policymakers de renforcer (ou de lever) les restrictions sur le compte de capital ? Cette section examine comment les différents institutions politiques et incitations influencent l'utilisation des contrôles de capitaux.

La littérature sur l'économie politique des contrôles de capitaux et de la libéralisation (e.g., Alesina et al., 1993; Mukherjee et al., 2013; Quinn & Inclan, 1997) ainsi que celle sur la « répression financière » (McKinnon, 1973; Shaw, 1973) suggèrent que les gouvernements utilisent les contrôles de capitaux principalement pour réduire le coût du service de la dette publique. La « répression financière » se produit lorsque les gouvernements utilisent des réglementations strictes et des restrictions défilant la loi du marché pour orienter l'épargne nationale vers les titres de la dette publique. Une telle répression limite la possibilité d'investir ces épargnes sur un marché déréglementé. La « répression financière » implique des plafonds de taux d'intérêt et des exigences élevées en matière de réserves bancaires, pour n'en citer que quelques-uns. Pour que la « répression financière » soit efficace, les gouvernements imposent des contrôles de capitaux afin de garantir la rétention de l'épargne nationale sur le territoire du pays et empêcher la substitution de devises. Ainsi, la « répression financière » combinée au contrôle des capitaux permet aux gouvernements de maintenir les taux d'intérêt réels domestiques à un niveau artificiellement bas et de réduire le coût service de la dette intérieure. Par ailleurs, Rojas-Suárez et Mathieson (1993, pp. 4-7) identifient quatre justifications à l'utilisation des contrôles de capitaux; Milesi-Ferretti (1998) propose une cinquième justification. Selon ces auteurs, les contrôles de capitaux sont utilisés pour (1) maintenir l'assiette fiscale nationale (qui est une source de recettes fiscales) ; (2) faciliter les programmes de stabilisation ; (3) conserver l'épargne domestique afin de financer les investissements nationaux ; (4) limiter les flux de capitaux volatils à court terme et prévenir ainsi une crise de la balance des paiements ; et (5) compenser les conséquences sociales de l'endettement. Nous

divisons les motifs pour l'usage des contrôles de capitaux en (a) celles liées à la « répression financière » et (b) d'autres justifications.

5.2.1. Le contrôle des capitaux comme mesure de répression financière

Les autorités gouvernementales conjuguent la maîtrise des flux de capitaux et d'autres mesures de « répression financière » en vue d'extraire des revenus du secteur privé, tant de manière directe qu'indirecte. Les gouvernements opèrent de manière directe en accroissant l'assiette fiscale par le biais de restrictions sur les mouvements à l'étranger de capitaux, leur permettant ainsi d'extraire des revenus. En effet, les gouvernements mettent en place des contrôles des capitaux afin de préserver l'assiette fiscale domestique, exploitant, à ce fait, le « capital captif » pour accroître les recettes fiscales par le biais de mesures fiscales supplémentaires. Deux facteurs incitent davantage les gouvernements à imposer des taxes élevées sur le capital. En premier lieu, le coût élevé lié à la collecte des impôts encourage les gouvernements à mettre en place des contrôles de capitaux afin de réduire le coût de service de la dette publique intérieure aux conditions du marché (Aizenman & Guidotti, 1994, p.51). Les pays dont les régimes fiscaux sont moins avancés ont tendance à imposer des charges fiscales élevées sur les capitaux. Pour ce faire, de manière efficace, ces pays doivent établir des contrôles visant à prévenir la sortie des capitaux vers l'étranger. La corruption, sous forme d'évasion fiscale par exemple, réduit la capacité du gouvernement à collecter des recettes fiscales, ce qui rend plus probable l'imposition des contrôles sur la mobilité du capital (Dreher et Siemers, 2009). En deuxième lieu, les gouvernements de « gauche » ont tendance à taxer le capital dans le cadre de leurs politiques de redistribution. Selon Alesina et Tabellini (1989) et Quinn et Inclan (1997), l'idéologie des gouvernements joue un rôle essentiel dans les mesures gouvernementales relatives aux mouvements de capitaux, surtout dans un contexte d'instabilité politique. Milesi-Ferretti (1998) montre que les gouvernements de « gauche » sont plus susceptibles à imposer des contrôles sur la mobilité du capital. Récemment, Gavaille et Hofer (2018) ont mis en évidence que les contrôles de capitaux sont plus susceptibles d'augmenter pendant les années électorales.

La manière indirecte par laquelle les gouvernements extraient des revenus du secteur privé englobe la « taxe inflation » (*inflation tax*), le seigneurage et le contrôle des capitaux (Schulze, 2000, chapitre 2). Bien que liés, la taxe inflation et le *seigneurage* sont deux concepts distincts. A cet égard le *seigneurage* est le revenu dont l'État bénéficie en ayant le monopole de l'émission de la base monétaire. La « taxe inflation » est, en revanche, la perte subie par le détenteur d'encaisses monétaires réelles et d'obligations d'État non-indexées en raison de l'inflation (Sachinides, 1995). Les deux notions ne sont identiques que lorsque toute augmentation de la masse monétaire se traduit en inflation (Sachinides, 1995, p.412). Alesina et al. (1993) ainsi que Leblang (1997) constatent que les gouvernements qui tirent des revenus du *seigneurage* ont davantage tendance à mettre en place des contrôles de capitaux. Les recherches menées par Alesina et al. (1993) et Alesina et Perotti (1994) mettent en évidence que les pays qui imposent des contrôles de capitaux présentent des niveaux de revenus issus du *seigneurage* et d'inflation significativement plus élevés. Grilli et Milesi-Ferretti (1995) ont élargi l'étude précédente pour inclure un échantillon plus large, comprenant 19 économies avancées et 42 économies en développement, obtiennent des résultats similaires. En revanche, selon Aizenman et Pasricha (2013), la « répression financière » joue un rôle limité dans l'explication des contrôles des capitaux dans les pays émergents.

5.2.2. Autres motifs de mise en place de contrôles des capitaux

Un autre volet de recherche souligne plusieurs autres motifs de mise en place des contrôles de capitaux, tels que (i) la gestion de la balance des paiements, (ii) la réduction de la volatilité des taux de change, (iii) la transmission des politiques économiques et (iv) la bureaucratie. De

même, les gouvernements peuvent utiliser les contrôles de capitaux pour stabiliser l'output, l'inflation ou le taux de change.

Le « triangle d'incompatibilité »⁶ qui remonte aux travaux de Fleming (1962) et Mundell (1963), suggère qu'un pays ne peut poursuivre que deux des trois objectifs suivants : (i) la libre mobilité des capitaux, (ii) un taux de change fixe et (iii) une politique monétaire indépendante. Le « triangle » implique que la banque centrale ne peut poursuivre des objectifs domestiques que lorsque la mobilité des capitaux est restreinte, dans le cadre d'un régime de taux de change fixe. Et encore, selon Rey (2013), la mobilité des capitaux limite les marges de manœuvre de la politique monétaire, indépendamment du régime de change. Ainsi, l'adoption de contrôles des capitaux est nécessaire pour préserver une politique monétaire indépendante. Par conséquent, les gouvernements peuvent utiliser les contrôles de capitaux pour gagner en autonomie en matière de politique monétaire et, simultanément, maintenir un régime fixe du taux de change ; ou même dans le cadre d'un régime de taux de change flexible.

Les flux de capitaux de court terme peuvent entraîner une volatilité excessive des réserves de change (ou du taux de change), conduisant ainsi à une crise de la balance des paiements et forçant l'abandon du régime de change fixe. Les pays mettent en place des restrictions à la mobilité des capitaux afin de maintenir un régime de change fixe et de limiter la volatilité des flux à court terme, prévenant ainsi les crises monétaires. Magud, Reinhart et Rogoff (2018) résument les raisons d'imposer des contrôles de capitaux en soulignant quatre craintes principales : la « crainte de l'appréciation », la « crainte des flux de capitaux spéculatifs », la « crainte des entrées massives des capitaux » et la « crainte de la perte d'autonomie monétaire ». Les policymakers peuvent mettre en place des contrôles des capitaux dans le but de retenir l'épargne domestique à l'intérieur du pays. Cette épargne domestique s'avère souvent insuffisante pour financer les investissements dans les pays moins développés, ce qui entraîne généralement des déficits du compte courants. Permettre à l'épargne de sortir du pays – et si l'épargne sort effectivement – peut conduire ces pays à réduire leurs investissements. Par conséquent, les gouvernements peuvent restreindre la mobilité des capitaux afin de conserver l'épargne domestique et de l'orienter vers le financement des investissements domestique, assurant ainsi la croissance.

En outre, les fonctionnaires et autres individus cherchant la rente préfèrent les contrôles des capitaux à la libre circulation des capitaux (Schulze, 2000). Bai et Wei (2000) ainsi que Dreher et Siemers (2009) soutiennent que la qualité de la bureaucratie est essentielle à la libéralisation du compte de capital. Notamment, en présence d'une corruption généralisée, les fonctionnaires peuvent solliciter des pots-de-vin auprès des investisseurs pour les aider à contourner les contrôles des capitaux.

Enfin, la libéralisation des comptes de capitaux s'est produite, dans de nombreux cas, par vagues parmi les économies interconnectées. Certains chercheurs soutiennent qu'une libéralisation initiale du compte de capital dans certains pays agit comme un catalyseur pour que d'autres pays adoptent une réforme similaire (Guisinger et Brune, 2017; Simmons et Elkins, 2004). Simmons et Elkins (2004) constatent que l'ouverture financière s'est diffusée dans des pays confrontés à des situations similaires et en concurrence pour attirer des capitaux.

6. Conclusion

La question de l'ouverture du compte de capital et ses impacts macroéconomiques, notamment son influence sur la croissance économique et la stabilité financière, suscitent un intérêt marqué tant parmi les chercheurs académiques que parmi les décideurs dans les pays émergents et en développement.

⁶ Voir Aizenman (2013) pour une revue de la littérature.

La crise financière mondiale de 2008 a entraîné une évolution des perspectives des décideurs, remettant en question le consensus préexistant concernant la gestion du compte de capital. Par conséquent, le Fonds Monétaire International (FMI) a ajusté sa position, soutenant l'utilisation préventive des contrôles de capitaux dès 2022.

Bien que les études empiriques n'aient pas toujours fourni des résultats concluants quant aux effets directs de l'ouverture du compte de capital sur la croissance économique, un consensus croissant émerge quant à son rôle plutôt "catalytique". Cependant, l'effet disciplinant sur les politiques macroéconomiques intérieures, notamment la politique budgétaire, reste insuffisamment étudié dans la littérature existante.

L'ouverture du compte de capital demeure complexe. Son rôle « catalytique » est reconnu, mais les effets directs sur la croissance restent incertains. Les décideurs en sont conscients et réévaluent leurs approches concernant les contrôles de capitaux. Ce débat continue d'influencer les politiques économiques au niveau mondiale.

References:

- (1). Acemoglu, D., & Zilibotti, F. (1997). Was Prometheus unbound by chance? Risk, diversification, and growth. *Journal of Political Economy*, 105(4). <https://doi.org/10.1086/262091>
- (2). Agénor, P.-R. (2003). Benefits and Costs of International Financial Integration: Theory and Facts. *The World Economy*, 26(8), 1089–1118. <https://doi.org/10.1111/1467-9701.00564>
- (3). Agénor, P.-R. (2015). *L'intégration financière internationale: Théories, évidences, et leçons des expériences récentes* (Policy Papers No. PP-15/08). Rabat, Morocco.
- (4). Aguiar, M., & Amador, M. (2011). Growth in the Shadow of Expropriation *. *The Quarterly Journal of Economics*, 126(2), 651–697. <https://doi.org/10.1093/qje/qjr015>
- (5). Ahmed, A. D. (2016). Integration of financial markets, financial development and growth: Is Africa different? *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 42, 43–59. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.intfin.2016.01.003>
- (6). Aizenman, J. (2013). Chapter 27 - The Impossible Trinity (aka The Policy Trilemma). In T. Beck, S. Claessens, & S. L. B. T.-T. E. and I. of F. G. Schmukler (Eds.), *The Evidence and Impact of Financial Globalization* (pp. 381–390). San Diego: Academic Press. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/B978-0-12-397874-5.00041-5>
- (7). Aizenman, J., & Guidotti, P. (1994). Capital controls, collection costs and domestic public debt. *Journal of International Money and Finance*, 13(1), 41–54. [https://doi.org/https://doi.org/10.1016/0261-5606\(94\)90023-X](https://doi.org/https://doi.org/10.1016/0261-5606(94)90023-X)
- (8). Aizenman, J., & Pasricha, G. K. (2013). Why do emerging markets liberalize capital outflow controls? Fiscal versus net capital flow concerns. *Journal of International Money and Finance*, 39, 28–64. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2013.06.018>
- (9). Aizenman, J., Pinto, B., & Radziwill, A. (2007). Sources for financing domestic capital – Is foreign saving a viable option for developing countries? *Journal of International Money and Finance*, 26(5), 682–702. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2007.04.009>
- (10). Alesina, A., Grilli, V., & Milesi-Ferretti, G. M. (1993). *The Political Economy of Capital Controls* (Working Paper No. 4353). NBER Working Paper.
- (11). Alesina, A., & Perotti, R. (1994). The Political Economy of Growth: A Critical Survey of the Recent Literature. *World Bank Economic Review*, 8(3), 351–371. Retrieved from <https://econpapers.repec.org/RePEc:oup:wbecrv:v:8:y:1994:i:3:p:351-71>

- (12). Alesina, A., & Tabellini, G. (1989). External debt, capital flight and political risk. *Journal of International Economics*, 27(3), 199–220. [https://doi.org/10.1016/0022-1996\(89\)90052-4](https://doi.org/10.1016/0022-1996(89)90052-4)
- (13). Alfaro, L., Chanda, A., Kalemli-Ozcan, S., & Sayek, S. (2004). FDI and economic growth: The role of local financial markets. *Journal of International Economics*, 64(1). [https://doi.org/10.1016/S0022-1996\(03\)00081-3](https://doi.org/10.1016/S0022-1996(03)00081-3)
- (14). Alfaro, L., Kalemli-Ozcan, S., & Volosovych, V. (2008). Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries? An Empirical Investigation. *The Review of Economics and Statistics*, 90(2), 347–368. Retrieved from <http://www.jstor.org/stable/40043150>
- (15). Alfaro, L., Kalemli-Ozcan, S., & Volosovych, V. (2014). SOVEREIGNS, UPSTREAM CAPITAL FLOWS, AND GLOBAL IMBALANCES. *Journal of the European Economic Association*, 12(5), 1240–1284. <https://doi.org/10.1111/jeea.12106>
- (16). Arteta, C., Eichengreen, B., & Wyplosz, C. (2003). When Does Capital Account Liberalization Help More than It Hurts? In E. Sadka & E. Helpman (Eds.), *Economic Policy in the International Economy: Essays in Honor of Assaf Razin* (pp. 177–206). Cambridge: Cambridge University Press. [https://doi.org/DOI: 10.1017/CBO9780511610141.009](https://doi.org/10.1017/CBO9780511610141.009)
- (17). Aykut, D., & Kose, A. (2013). Chapter 19 - Collateral Benefits of Financial Globalization. In G. Caprio, T. Beck, S. Claessens, & S. L. B. T.-T. E. and I. of F. G. Schmukler (Eds.) (pp. 279–298). San Diego: Academic Press. <https://doi.org/10.1016/B978-0-12-397874-5.00007-5>
- (18). Bacchetta, P. (1992). Liberalization of Capital Movements and of the Domestic Financial System. *Economica*, 59(236), 465–474. <https://doi.org/10.2307/2554891>
- (19). Bai, C.-E., & Wei, S.-J. (2000). Quality of Bureaucracy and Open-Economy Macro Policies. *National Bureau of Economic Research Working Paper Series, No. 7766*. <https://doi.org/10.3386/w7766>
- (20). Bai, Y., & Zhang, J. (2010). Solving the Feldstein–Horioka Puzzle With Financial Frictions. *Econometrica*, 78(2), 603–632. <https://doi.org/10.3982/ECTA6619>
- (21). Bailliu, J. (2000). *Private Capital Flows, Financial Development, and Economic Growth in Developing Countries* (Bank of Canada Working Paper No. 2000–15). Ottawa, Ontario, Canada K1A 0G9.
- (22). Baltagi, B., Demetriades, P., & Law, S. H. (2009). Financial development and openness: Evidence from panel data. *Journal of Development Economics*, 89(2). <https://doi.org/10.1016/j.jdeveco.2008.06.006>
- (23). Bartolini, L., & Drazen, A. (1996). Capital-Account Liberalization as a Signal. *The American Economic Review*, 87(1), 138–154.
- (24). Baxter, M., & Crucini, M. J. (1995). Business Cycles and the Asset Structure of Foreign Trade. *International Economic Review*, 36(4). <https://doi.org/10.2307/2527261>
- (25). Bekaert, G., Harvey, C. R., & Lundblad, C. (2005). Does financial liberalization spur growth? *Journal of Financial Economics*, 77(1). <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.05.007>
- (26). Benhima, K. (2013a). A reappraisal of the allocation puzzle through the portfolio approach. *Journal of International Economics*, 89(2), 331–346. <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2012.08.003>
- (27). Benhima, K. (2013b). Financial integration, capital misallocation and global imbalances. *Journal of International Money and Finance*, 32, 324–340. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2012.04.009>
- (28). Borensztein, E., De Gregorio, J., & Lee, J.-W. (1998). How does foreign direct

- investment affect economic growth? *Journal of International Economics*, 45(1), 115–135. [https://doi.org/https://doi.org/10.1016/S0022-1996\(97\)00033-0](https://doi.org/https://doi.org/10.1016/S0022-1996(97)00033-0)
- (29). Brune, N. (2006). *Financial liberalization and governance in the developing world*. Yale University.
- (30). Buera, F. J., & Shin, Y. (2017). Productivity Growth and Capital Flows: The Dynamics of Reforms. *American Economic Journal: Macroeconomics*, 9(3), 147–185. <https://doi.org/10.1257/mac.20160307>
- (31). Bush, G. (2019). Financial Development and the Effects of Capital Controls. *Open Economies Review*, 30(3), 559–592. <https://doi.org/10.1007/s11079-018-09521-7>
- (32). Cass, D. (1965). Optimum Growth in an Aggregative Model of Capital Accumulation I. *The Review of Economic Studies*, 32(3), 233–240. <https://doi.org/10.2307/2295827>
- (33). Cavoli, T., Gopalan, S., & Rajan, R. (2020). Does Financial Inclusion Amplify Output Volatility in Emerging and Developing Economies? *Open Economies Review*, 31(4). <https://doi.org/10.1007/s11079-019-09568-0>
- (34). Chanda, A. (2005). The influence of capital controls on long run growth: Where and how much? *Journal of Development Economics*, 77(2), 441–466. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.jdeveco.2004.05.006>
- (35). Chinn, M., & Ito, H. (2006). WHAT MATTERS FOR FINANCIAL DEVELOPMENT? CAPITAL CONTROLS, INSTITUTIONS, AND INTERACTIONS. *Journal of Development Economics*, 81(1), 163–192.
- (36). Coeurdacier, N., Rey, H., & Winant, P. (2020). Financial integration and growth in a risky world. *Journal of Monetary Economics*, 112, 1–21. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2019.01.022>
- (37). Colacito, R., & Croce, M. M. (2010). The Short and Long Run Benefits of Financial Integration. *American Economic Review*, 100(2), 527–531. <https://doi.org/10.1257/aer.100.2.527>
- (38). Corneli, F. (2021). Financial Integration Without Financial Development. *Atlantic Economic Journal*, 49(2), 201–220. <https://doi.org/10.1007/s11293-021-09709-2>
- (39). Demirgüç-Kunt, A., & Detragiache, E. (1999). Financial Liberalization and Financial Fragility. In *Financial Liberalization: How Far, How Fast?* (p. 53). The World Bank. <https://doi.org/doi:10.1596/1813-9450-1917>
- (40). Dreher, A., & Siemers, L.-H. (2009). The Nexus between Corruption and Capital Account Restrictions. *Public Choice*, 140(1/2), 245–265. Retrieved from <http://www.jstor.org/stable/40270918>
- (41). Du, Q., Nie, J., & Wei, S.-J. (2020). *Labor Market Institutions and the Effects of Financial Openness* (Research Working Paper No. 19–11). Kansas City.
- (42). Edison, H., Klein, M., Ricci, L., & Sloek, T. (2002). *Capital Account Liberalization and Economic Performance: Survey and Synthesis* (NBER Working Paper No. No. 9100). Cambridge, MA 02138.
- (43). Edison, H., Levine, R., Ricci, L., & Sløk, T. (2002). International financial integration and economic growth. *Journal of International Money and Finance*, 21(6). [https://doi.org/10.1016/S0261-5606\(02\)00021-9](https://doi.org/10.1016/S0261-5606(02)00021-9)
- (44). Edwards, S. (1984). The Order of Liberalization of the External Sector in Developing Countries. *ESSAYS IN INTERNATIONAL FINANCE*, (156).
- (45). Edwards, S. (1990). The Sequencing of Economic Reform: Analytical Issues and Lessons from Latin American Experiences. *The World Economy*, 13(1), 1–14. <https://doi.org/https://doi.org/10.1111/j.1467-9701.1990.tb00737.x>
- (46). Edwards, S. (2001). *Capital Flows and Economic Performance: Are Emerging Economies Different?* (NBER Working Paper No. 8076).
- (47). Eichengreen, B., Gullapalli, R., & Panizza, U. (2011). Capital account liberalization,

- financial development and industry growth: A synthetic view. *Journal of International Money and Finance*, 30(6). <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2011.06.007>
- (48). Fernandez, A., Klein, M., Rebucci, A., Schindler, M., & Uribe, M. (2016). Capital Control Measures: A New Dataset. *IMF Economic Review*, 64, 548–574.
- (49). Fleming, J. M. (1962). Domestic Financial Policies under Fixed and under Floating Exchange Rates (Politiques financières internationales avec un système de taux de change fixe et avec un système de taux de change fluctuant) (Politica financiară interna b. *Staff Papers (International Monetary Fund)*, 9(3), 369–380. <https://doi.org/10.2307/3866091>
- (50). Furceri, D., Guichard, S., & Rusticelli, E. (2012). Episodes of Large Capital Inflows, Banking and Currency Crises, and Sudden Stops. *International Finance*, 15(1), 1–35. <https://doi.org/10.1111/j.1468-2362.2012.01296.x>
- (51). Gavoille, N., & Hofer, K. (2018). *Capital Controls and Electoral Cycles* (SSE Riga/BICEPS Research Papers). Baltic International Centre for Economic Policy Studies (BICEPS). Retrieved from <https://econpapers.repec.org/RePEc:bic:rpaper:5>
- (52). Ghosh, A. R., Ostry, J. D., & Qureshi, M. S. (2016). When Do Capital Inflow Surges End in Tears? *American Economic Review*, 106(5), 581–585. <https://doi.org/10.1257/aer.p20161015>
- (53). Glick, R., & Hutchison, M. (2001). Banking and Currency Crises: How Common Are Twins? In M. M. Spiegel, R. Moreno, & R. Glick (Eds.), *Financial Crises in Emerging Markets* (pp. 35–69). Cambridge: Cambridge University Press. <https://doi.org/DOI:10.1017/CBO9780511572159.003>
- (54). Gourinchas, P.-O., & Jeanne, O. (2002). On the Benefits of Capital Account Liberalization for Emerging Economies. *Unpublished Manuscript Presented at the World Bank Conference “Financial Globalization: A Blessing or a Curse?” Washington*, (May), 1–42.
- (55). Gourinchas, P.-O., & Jeanne, O. (2006). The Elusive Gains from International Integration Financial. *Review of Economic Studies*, 73(3), 715–741.
- (56). Gourinchas, P.-O., & Jeanne, O. (2013). Capital flows to developing countries: The allocation puzzle. *Review of Economic Studies*, 80(4), 1484–1515. <https://doi.org/10.1093/restud/rdt004>
- (57). Gräbner, C., Heimberger, P., Kapeller, J., & Springholz, F. (2020). Understanding economic openness: a review of existing measures. *Review of World Economics*, 157(1), 87–120. <https://doi.org/10.1007/s10290-020-00391-1>
- (58). Gregorio, J. De. (1999). Financial integration, Financial Development and Economic Growth. *Estudios de Economía*, 26(2), 137–161.
- (59). Grilli, V., & Milesi-Ferretti, G. M. (1995). Economic Effects and Structural Determinants of Capital Controls. *Staff Papers (IMF)*, 42(3), 517–551. <https://doi.org/10.2307/3867531>
- (60). Guisinger, A., & Brune, N. E. (2017). The Diffusion of Financial Liberalization in Developing Countries1. *Foreign Policy Analysis*, 13(1), 1–27. <https://doi.org/10.1111/fpa.12062>
- (61). Henry, P. B. (2007). Capital Account Liberalization: Theory, Evidence, and Speculation. *Journal of Economic Literature*, 45(4), 887–935. Retrieved from <http://www.jstor.org/stable/27646887>
- (62). Indawan, F. (2020). *Financial Integration and Financial System Development in Emerging Market and Developing Economies* (working paper No. WP/ 7/2020).
- (63). Kaminsky, G. L., & Reinhart, C. M. (1999). The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems. *American Economic Review*, 89(3), 473–500. <https://doi.org/10.1257/aer.89.3.473>

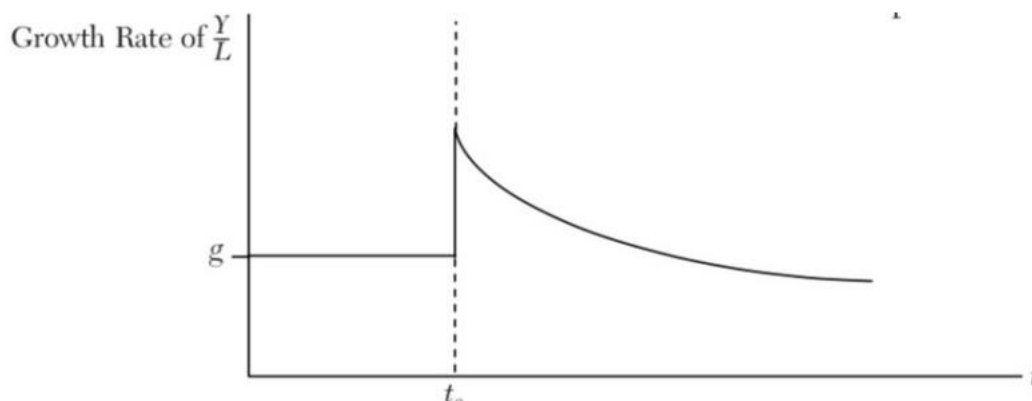
- (64). Kaminsky, G., & Schmukler, S. (2003). *Short-run pain, long-run gain: the effects of financial liberalization* (Working Paper No. 9787). Cambridge.
- (65). Kaminsky, G., & Schmukler, S. (2008). Short-Run Pain, Long-Run Gain: Financial Liberalization and Stock Market Cycles*. *Review of Finance*, 12(2), 253–292. <https://doi.org/10.1093/rof/rfn002>
- (66). Klein, M. (2005). *Capital Account Liberalization, Institutional Quality and Economic Growth: Theory and Evidence* (WORKING PAPER No. 11112). Cambridge, MA 02138.
- (67). Klein, M., & Olivei, G. (2008). Capital account liberalization, financial depth, and economic growth. *Journal of International Money and Finance*, 27(6). <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2008.05.002>
- (68). Koopmans, T. (1963). *On the Concept of Optimal Economic Growth* (Cowles Foundation Discussion Papers). Cowles Foundation for Research in Economics, Yale University. Retrieved from <https://econpapers.repec.org/RePEc:cwl:cwldpp:163>
- (69). Kose, A., Prasad, E., Rogoff, K., & Wei, S. (2010). Chapter 65 - Financial Globalization and Economic Policies. *Handbook of Development Economics* (5th ed., Vol. 5). Elsevier B.V. <https://doi.org/10.1016/B978-0-444-52944-2.00003-3>
- (70). Kose, A., Prasad, E., & Taylor, A. (2011). Thresholds in the process of international financial integration. *Journal of International Money and Finance*, 30(1). <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2010.08.005>
- (71). Krugman, P. (1993). International finance and economic development. In A. Giovannini (Ed.), *Finance and Development Issues and Experience*. Cambridge, MA 02138: Cambridge University Press.
- (72). Lane, P., & Milesi-Ferretti, G. M. (2007). The external wealth of nations mark II: Revised and extended estimates of foreign assets and liabilities, 1970–2004. *Journal of International Economics*, 73(2), 223–250. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2007.02.003>
- (73). Lane, P., & Milesi-Ferretti, G. M. (2018). The External Wealth of Nations Revisited: International Financial Integration in the Aftermath of the Global Financial Crisis. *IMF Economic Review*, 66(1), 189–222. <https://doi.org/10.1057/s41308-017-0048-y>
- (74). Leblang, D. (1997). Domestic and Systemic Determinants of Capital Controls in the Developed and Developing World. *International Studies Quarterly*, 41(3), 435–454. Retrieved from <http://www.jstor.org/stable/2600791>
- (75). Levine, R. (2001). International financial liberalization and economic growth. *Review of International Economics*, 9(4). <https://doi.org/10.1111/1467-9396.00307>
- (76). Lucas, R. E. (1990). Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries? *The American Economic Review*, 80(2), 92–96. Retrieved from <http://www.jstor.org/stable/2006549>
- (77). MacDonald, M. (2015). Patterns of International Capital Flows and Productivity Growth: New Evidence. *Review of International Economics*, 23(5), 846–872. <https://doi.org/https://doi.org/10.1111/roie.12191>
- (78). Magud, N., Reinhart, C., & Rogoff, K. (2018). Capital Controls: Myth and Reality - A Portfolio Balance Approach. *Annals of Economics and Finance*, 19. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1773692>
- (79). Martin, P., & Rey, H. (2006). Globalization and emerging markets: With or without crash? *American Economic Review*, 96(5). <https://doi.org/10.1257/aer.96.5.1631>
- (80). McKinnon, R. (1973). *Money and capital in economic development*. The Brookings Institution. Washington, DC.
- (81). McKinnon, R. (1991). *The Order of Economic Liberalization: Financial Control in the Transition to a Market Economy*. Baltimore: Johns Hopkins Univ. Press.

- (82). Milesi-Ferretti, G. M. (1998). Why Capital Controls? Theory and Evidence. In S. C. W. Eijffinger & H. P. Huizinga (Eds.), *Positive Political Economy Theory and Evidence*. Cambridge University Press.
- (83). Misati, R. N., & Nyamongo, E. M. (2012). Financial liberalization, financial fragility and economic growth in Sub-Saharan Africa. *Journal of Financial Stability*, 8(3), 150–160. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.jfs.2011.02.001>
- (84). Mishkin, F. (2007). Is financial globalization beneficial? *Journal of Money, Credit and Banking*, 39(2–3). <https://doi.org/10.1111/j.0022-2879.2007.00026.x>
- (85). Montiel, P. J. (1994). Capital Mobility in Developing Countries: Some Measurement Issues and Empirical Estimates. *The World Bank Economic Review*, 8(3), 311–350. <https://doi.org/10.1093/wber/8.3.311>
- (86). Mukherjee, B., Singer, D. A., Mundell, R. A., Shaw, E., Schaechter, A., Kinda, T., ... Rey, H. (2013). The Political Economy of Capital Controls. *Journal of International Economics*, 29(3), 28–64. [https://doi.org/https://doi.org/10.1016/0022-1996\(89\)90052-4](https://doi.org/https://doi.org/10.1016/0022-1996(89)90052-4)
- (87). Mundell, R. A. (1963). Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates. *The Canadian Journal of Economics and Political Science / Revue Canadienne d'Economique et de Science Politique*, 29(4), 475–485. <https://doi.org/10.2307/139336>
- (88). Obstfeld, M. (1994). Risk-Taking, Global Diversification, and Growth. *The American Economic Review*, 84(5), 1310–1329. Retrieved from <http://www.jstor.org/stable/2117774>
- (89). Obstfeld, M., & Taylor, A. (2004). *Global Capital Markets, Integration, Crisis and Growth* (1st ed.). Cambridge: Cambridge University Press.
- (90). Prasad, E., Rajan, R., & Subramanian, A. (2007). *Foreign Capital and Economic Growth* (Working Paper No. 13619).
- (91). Quinn, D., & Inlanc, C. (1997). The Origins of Financial Openness: A Study of Current and Capital Account Liberalization. *American Journal of Political Science*, 41(3), 771–813. <https://doi.org/10.2307/2111675>
- (92). Quinn, D., Schindler, M., & Toyoda, M. (2011). Assessing Measures of Financial Openness and Integration. *IMF Economic Review*, 59(3), 488–522. Retrieved from <http://www.jstor.org/stable/41290972>
- (93). Quinn, D., & Toyoda, M. (2008). Does Capital Account Liberalization Lead to Growth? *The Review of Financial Studies*, 21(3), 1403–1449. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhn034>
- (94). Rajan, R., & Zingales, L. (2003). The great reversals: The politics of financial development in the twentieth century. *Journal of Financial Economics*, 69(1). [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(03\)00125-9](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(03)00125-9)
- (95). Ramsey, F. P. (1928). A Mathematical Theory of Saving. *The Economic Journal*, 38(152), 543–559. <https://doi.org/10.2307/2224098>
- (96). Rancière, R., Tornell, A., & Westermann, F. (2006). Decomposing the effects of financial liberalization: Crises vs. growth. *Journal of Banking & Finance*, 30(12), 3331–3348. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2006.05.019>
- (97). Rey, H. (2013). Dilemma not Trilemma: The global Financial Cycle and Monetary Policy Independence. In *Proceedings - Economic Policy Symposium - Jackson Hole*. Kansas City: Federal Reserve Bank of Kansas City. <https://doi.org/10.3386/w21162>
- (98). Rey, H. (2015). *DILEMMA NOT TRILEMMA: THE GLOBAL FINANCIAL CYCLE AND MONETARY POLICY INDEPENDENCE* (Working Paper No. 21162). Rey2015.
- (99). Rodrik, D. (1998a). Who Needs Capital-Account Convertibility? In *Should the IMF Pursue Capital Account Convertibility*.
- (100). Rodrik, D. (1998b). Who Needs Capital-Account Convertibility. *Essays in International*

- Finance*, 207.
- (101). Rojas-Suárez, L., & Mathieson, D. (1993). *Liberalization of the Capital Account : Experiences and Issues*. Washington, DC: IMF. <https://doi.org/https://doi.org/10.5089/9781557752802.084>
- (102). Rothert, J., & Short, J. (2022). Non-traded goods, factor market frictions, and international capital flows. *Review of Economic Dynamics*. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.red.2022.04.003>
- (103). Sachinides, P. (1995). Seigniorage versus inflation tax: a comment. *Applied Economics Letters*, 2(10), 412–414. <https://doi.org/10.1080/758519004>
- (104). Schindler, M. (2009). Measuring Financial Integration: A New Data Set. *IMF Staff Papers*, 56(1), 222–238. <https://doi.org/10.1057/imfsp.2008.28>
- (105). Schmukler, S. (2004). Financial globalization: gain and pain for developing countries. *Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review*, 89(Q 2).
- (106). Schulze, G. (2000). *The Political Economy of Capital Controls*. Cambridge University Press.
- (107). Shaw, E. (1973). *Financial Deepening in Economic Development*. Oxford University Press.
- (108). Simmons, B., & Elkins, Z. (2004). The Globalization of Liberalization: Policy Diffusion in the International Political Economy. *American Political Science Review*, 98(1). <https://doi.org/10.1017/S0003055404001078>
- (109). Solow, R. M. (1956). A Contribution to the Theory of Economic Growth. *The Quarterly Journal of Economics*, 70(1), 65–94. <https://doi.org/10.2307/1884513>
- (110). Steiner, A. C., & Saadma, T. (2016). Measuring De Facto Financial Openness: A New Index. In *Beiträge zur Jahrestagung des Vereins für Socialpolitik 2016: Demographischer Wandel - Session: International Capital Flows*.
- (111). Stiglitz, J. E. (2000). Capital market liberalization, economic growth, and instability. *World Development*, 28(6). [https://doi.org/10.1016/S0305-750X\(00\)00006-1](https://doi.org/10.1016/S0305-750X(00)00006-1)
- (112). Subbarao, D. (2013). Capital Account Management. In *Rethinking Macro Policy II: First Steps and Early lessons*. Washington D.C.: IMF.
- (113). Swan, T. W. (1956). ECONOMIC GROWTH and CAPITAL ACCUMULATION. *Economic Record*, 32(2), 334–361. <https://doi.org/https://doi.org/10.1111/j.1475-4932.1956.tb00434.x>
- (114). UNCTAD. (2017). UNCTADSTAT, database by the United Nations conference on trade and development.
- (115). Wei, S.-J., & Tytell, I. (2004). Does Financial Globalization Induce Better Macroeconomic Policies? *IMF Working Papers*. Washington DC. Retrieved from <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/30/Does-Financial-Globalization-Induce-Better-Macroeconomic-Policies-17267>
- (116). World Bank. (2008). *The growth report : strategies for sustained growth and inclusive development*. Washington, DC. Retrieved from <http://documents.worldbank.org/curated/en/120981468138262912/The-growth-report-strategies-for-sustained-growth-and-inclusive-development>
- (117). Xu, B. (2000). Multinational enterprises, technology diffusion, and host country productivity growth. *Journal of Development Economics*, 62(2), 477–493. [https://doi.org/https://doi.org/10.1016/S0304-3878\(00\)00093-6](https://doi.org/https://doi.org/10.1016/S0304-3878(00)00093-6)

Annexes :

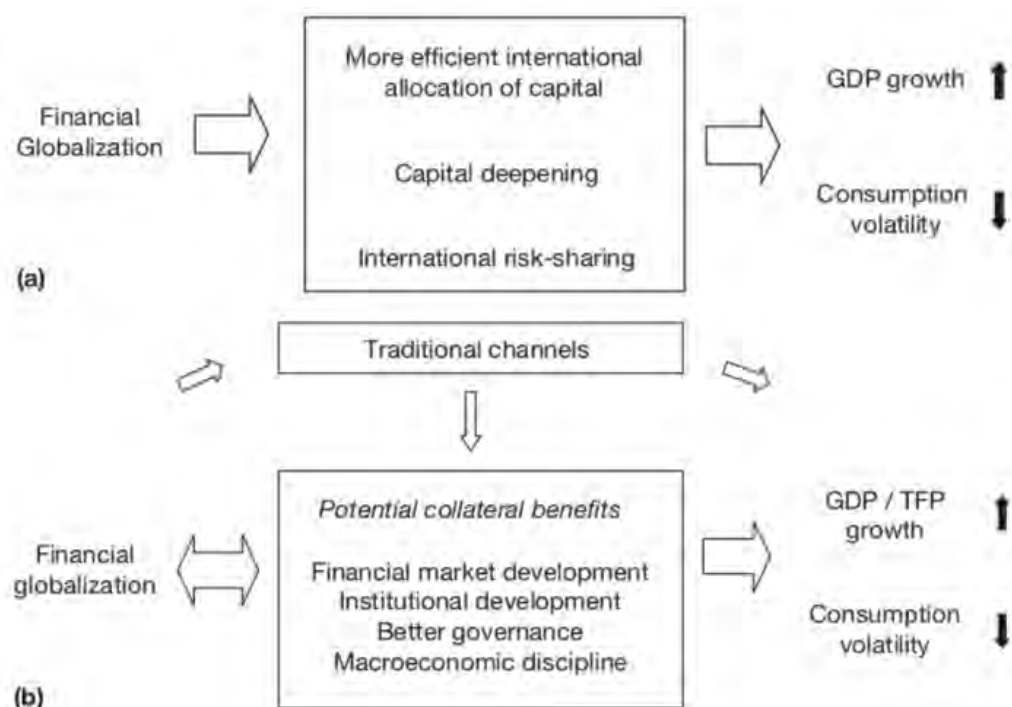
Graphique A.5: L'effet de la libéralisation du compte de capital sur le taux de croissance du PIB par travailleur.



Note : En supposant ce qui suit : (i) le taux d'intérêt mondial, r^* , est inférieur au taux d'intérêt domestique, r ; (ii) l'économie domestique est une petite économie ouverte ; (iii) l'environnement est sans friction, lorsque le pays ouvre son compte financier, des capitaux afflueront des autres pays dans l'économie pour profiter de la différence de taux d'intérêt. En conséquence, le ratio capital par unité de travail effectif augmente jusqu'à un nouveau niveau d'équilibre (plus élevé). En effet, le stock de capital augmente plus rapidement pendant la transition vers la période de libéralisation que sous l'autarcie. Par conséquent, l'augmentation temporaire du stock de capital entraîne une croissance temporaire du revenu par habitant $Y_Y = \alpha \frac{k}{k} + g$.

Source : Henry(2007, p.892).

Graphique B.6: Les avantages collatéraux de l'IFI.



Note : La vision traditionnelle (a) met l'accent sur l'importance des canaux par lesquels les flux de capitaux pourraient **directement** accroître la croissance du PIB et réduire la volatilité de la consommation. La vision « collatérale » (b) reconnaît la pertinence des canaux traditionnels mais soutient que le rôle de l'IFI en tant que catalyseur de certains « avantages collatéraux » pourrait être plus important pour stimuler la croissance du PIB/TFP et réduire la volatilité de la consommation.

Source : Aykut & Kose (2013, p.280)

Tableau 1 : Classification des indicateurs de l'IFI.

Indicateur	Description	Période couverte	N. de pays	Source
Les mesures de jure				
Chinn–Ito-Index (KAOPEN)	Cet indicateur est basé sur les tableaux AREAER : (i) Présence de multiples taux de change; (ii) Restrictions sur les transactions de compte courant; (iii) Restrictions sur les transactions de compte de capital; (iv) L'exigence de la cession des recettes d'exportation.	1970-2017	181	Chinn et Ito (2006)
Libéralisation du compte financier	Mesure basée sur le texte du AREAER : Cet indice est basé sur la conformité d'un gouvernement aux obligations de l'article VIII du FMI visant à libérer les recettes du commerce international des restrictions.	1960-2004	95	Quinn et Toyoda (2008)
Libéralisation du compte capital	Mesure basée sur le texte du AREAER. Cela inclut des sous-catégories plus détaillées et des informations sur différents types de restrictions, catégories d'actifs, direction des flux et résidence des agents.	1995-2005	91	Schindler (2009)
Libéralisation du compte capital	Mesure basée sur le texte du AREAER. Cela inclut des sous-catégories plus détaillées et des informations sur différents types de restrictions, les catégories d'actifs, la direction des flux et la résidence des agents.	1995-2017	100	Fernandez et al.(2016)
Compte financier et de capital	Mesure basée sur les tableaux et le texte du AREAER. C'est la mesure AREAER la plus complète. Elle comprend des informations sur douze catégories de transactions de compte courant et de compte de capital.	1965-2004	187	(Brune, 2006)
Liberté d'investissement	Mesure non-AREAER* L'indice commence à 100, puis des points sont déduits en raison d'un catalogue de sanctions. Les informations sont basées sur des publications officielles du pays, The Economist et des agences gouvernementales américaines, mais la codification/méthodologie exacte reste floue.	1995-2019	182	Heritage foundation
Indicateur de libéralisation des marchés boursiers	Mesure non-AREAER* Cet indice de libéralisation binaire correspond à une date de changement réglementaire formel après laquelle les investisseurs étrangers ont officiellement la possibilité d'investir dans des titres de participation domestiques.	1980-2006	96	Bekaert et al.(2005)
Les mesures de facto				
Indice d'ouverture financière	La somme des Actifs étrangers totaux et des Passifs étrangers totaux en % du PIB.	1970–2015	203	Lane & Milesi-Ferretti (2018)

Intégration financière fondée sur les capitaux propres	La somme des actifs et des passifs du portefeuille (stocks).	1970–2015	203	Lane & Milesi-Ferretti (2018)
Indice d'ouverture financière du secteur privé	L'indice fait une distinction entre l'ouverture financière privée et officielle en soustrayant l'aide au développement officielle des passifs étrangers et les réserves internationales des actifs étrangers.	1970–2014	179	Steiner & Saadma, (2016)
Stock d'IDE (CNUCED)	Le stock des IDE entrants représente la valeur des capitaux propres et des prêts nets des investisseurs étrangers aux entreprises résidentes dans l'économie déclarante. Le stock des IDE sortants représente la valeur des capitaux propres et des prêts nets des investisseurs résidents aux entreprises situées dans des économies étrangères.	1980–2018	197	(UNCTAD, 2017)

Source: Grübner, Heimberger, Kapeller, & Springholz (2020).