

ANNALES DE L'UNIVERSITE MARIEN NGOUABI

Sciences Economiques et de Gestion

VOL. 18 – N° 2 – ANNEE 2018

ISSN : 1815 – 4433

www.annalesumng.org

ANNALES DE L'UNIVERSITE MARIEN NGOUABI SCIENCES ECONOMIQUES ET DE GESTION



VOLUME 18, NUMERO 2, ANNEE 2018

www.annalesumng.org

SOMMAIRE

Directeur de la publication :

J. R. IBARA

Rédacteur en chef :

J. GOMA-TCHIMBAKALA

Rédacteur en chef adjoint :

M. M. A. NDINGA

Comité de Lecture :

F.V. AMOUSSOUGA (Cotonou)

B. BEKOLO-EBE (Douala)

A. BIAO (Parakou)

N. BIGOU LARE (Lomé)

H. DIATA (Brazzaville)

J. ISSA SAYEGH (Dakar)

M. KASSE (Dakar)

S. LENGA (Brazzaville)

B. MAKOSSO (Brazzaville)

G. Aké N'GBO (Abidjan)

A. ONDO-OSSA (Libreville)

YAO NDRE (Abidjan)

Comité de Rédaction :

F. DZAKA KIKOUTA (Brazzaville)

J.A. MAMPASSI (Brazzaville)

Webmaster :

R. D. ANKY

Administration – Rédaction :

Université Marien NGOUABI

Direction de la Recherche

B.P. 69, Brazzaville – Congo

E-mail : annales@umng.cg

ISSN : 1815 - 4433

- 1 **Réflexion sur la construction des territoires économiques, solution alternative à la diversification économique du Congo**
F NGANGOUE, J. J. M BAZABANA
- 19 **Effets des chocs pétroliers sur les variables macroéconomiques en république du Congo**
A. F. AKOUELE
- 32 **Effets du déclassement sur le salaire chez les jeunes au Congo**
T. C. NGASSA
- 45 **Les déterminants de la déforestation : cas du bassin du Congo**
J. C. BOZONGO
- 57 **Relation entre la consommation d'énergie et la croissance économique dans les pays de la CEMAC.**
H. LEKANA
- 72 **La fécondité affecte-t-elle la pauvreté au Niger ?**
A. B. MAHAMAN YAOU, M. N. MALAM MAMAN
- 84 **Financement de l'offre agricole au Congo : banques ou État ?**
R. F. D. BANY
- 101 **Effets de l'annulation de la dette et de la qualité des institutions sur la croissance économique dans les pays de la CEMAC**
P. G. BATILA NGOUALA KOMBO
- 114 **Accès au crédit agricole et performance agricole dans la zone office du Niger : cas de la culture du riz**
A K. DIAMOUTENE

- 126 Déterminants de l'acceptation du paiement mobile à Brazzaville**
A F. EPOLA, J. A. GANGA-ZANDZOU,
- 139 Investissements publics en infrastructures de transport et croissance économique : analyse des effets de seuil au Congo**
S. ETSIBA,
- 154 Déterminants de l'accès au financement public des PME en république du Congo**
U. J. A GANGA-ZANDZOU
- 168 Libéralisation commerciale et sécurité alimentaire en Afrique subsaharienne**
Y. N. GOLO
- 187 L'industrialisation peut-elle constituer une solution au problème d'emplois dans les pays d'Afrique subsaharienne ?**
M. M. A. NDINGA,
NGAKALA AKYLANGONGO,
M. A. ITOUA
- 203 Problématique de la diversification de l'économie congolaise : Analyse par l'approche multidimensionnelle**
F. C. MAMPOUYA-M'BAMA
- 218 Effets du développement financier sur la croissance économique par le canal de l'instabilité financière en Union économique et monétaire : cas de l'UEMOA**
M. MARONE
- 238 Corruption et investissement privé dans les pays de la Communauté économique et monétaire de l'Afrique centrale (CEMAC)**
D. B. LOUBELO
- 252 Les déterminants de la croissance économique : cas de la république du Congo**
I. F. OKOMBI
- 269 Déterminants de la croissance économique dans les pays de la CEEAC**
J. G. MOUANDA MAKONDA
- 283 Effets de l'intégration financière sur la synchronisation des cycles économiques : cas de la CEMAC**
G. S. MBOU LIKIBI
- 300 Déterminants de l'accès au crédit-bail dans le secteur agricole en république du Congo**
B. S. IKIEMI

- 313 Effets de débordement des politiques budgétaires dans la Communauté économique et monétaire de l'Afrique centrale (CEMAC)**
J. R. F. KOUIKA BOUANZA
- 334 Pauvreté, travail et réussite scolaire au secondaire au Congo**
S. B. MBOKO IBARA
- 347 Effets de l'éducation sur le bonheur au Congo**
O. E. NGAKALA AKYLANGONGO
- 358 Effets de la dette sur la cyclicité de la politique budgétaire : cas de la CEMAC**
M. OKIEMY
- 370 Effets de la consommation des produits agricoles sur la sécurité alimentaire au Congo : cas de la farine de manioc (foufou)**
M. R. SAH, D.D. ONOUNGA
- 385 Valorisation des produits forestiers non ligneux sur le revenu des ménages au Congo : cas des marantacées**
M. R. SAH



EFFETS DU DÉVELOPPEMENT FINANCIER SUR LA CROISSANCE ECONOMIQUE PAR LE CANAL DE L'INSTABILITÉ FINANCIÈRE EN UNION ECONOMIQUE ET MONÉTAIRE: CAS DE L'UEMOA

MARONE M.

Faculté des Sciences Économiques et de Gestion
Université Cheikh Anta Diop
Dakar – République du Sénégal
Email : maronema@hotmail.com

RESUME

A partir d'un indicateur d'instabilité financière et d'une méthodologie fondée sur les données de panel dynamique (1990-2010), ce papier examine le lien entre le développement financier et la croissance économique au sein de l'Union Economique et Monétaire Ouest Africaine (UEMOA). Les estimations économétriques révèlent deux types de résultats : d'une part, l'existence d'un lien positif à court et long terme, et d'autre part, l'instabilité financière est sans incidence ni sur la croissance économique ni sur le lien à long terme, contrairement à court terme où elle présente un effet négatif.

Mots-clés : *développement financier, croissance économique, instabilité financière, panel, UEMOA.*
Classification JEL : O47 ; O16 ; C23 ; O55

ABSTRACT

Based on an indicator of financial instability and a methodology based on dynamic panel data (1990-2010), this paper examines the link between financial development and economic growth in the West Africa Economic and Monetary Union. (WAEMU). The econometric estimates reveal two types of results : on the one hand, the existence of a positive link in the short and long term, and on the other hand, the financial instability has no impact on economic growth or on the link in the long term, unlike in the short term where it has a negative effect.

Keywords: *financial development, economic growth, financial instability, panel, WAEMU*
JEL classification : O47 ; O16 ; C23 ; O55

INTRODUCTION

Minsky (1982), en adoptant le cadre théorique proposé par Keynes, a développé la théorie de l'instabilité économique et financière. En se fondant, d'une part, sur la théorie de l'investissement et du cycle économique et d'autre part, sur la théorie des actifs financiers et des immobilisations, il considère que les décisions d'investissement sont prises dans un environnement incertain ; ce qui est source de cycles économiques et d'instabilité.

Ainsi, Arestis et Démétriades (1997) estiment que le développement financier n'est pas antérieur à la croissance économique, c'est plutôt l'inverse et que l'étude réalisée par King et Levine (1993a) porte sur des bases de causalité très fragiles. Ils en concluent que le développement financier ne peut plus prédire la croissance une fois que son niveau initial est corrélé à sa moyenne. Dans la même logique, De Gregorio et Guidotti (1995) établissent une relation négative entre le développement financier et la croissance économique dans les pays d'Amérique latine. Cependant, Béthélemy et Varoudakis (1998) ont, à leur tour, mis en évidence une relation négative entre le développement financier et le taux de croissance dans les économies financièrement réprimées. Des résultats semblables, suggérant un lien négatif ou non significatif entre les deux variables, sont obtenus par Ram (1999), Trabelsi (2002) et Zhu, Ash et Pollin (2004).

L'Union Economique et Monétaire Ouest Africaine (UEMOA) est souvent confrontée à une crise conjoncturelle due à la baisse du cours du pétrole sans compter les attaques terroristes dans plusieurs États membres. Malgré ces difficultés, elle a relevé le défi de poursuivre l'inclusion économique et financière. La croissance économique, au sein de la zone, se chiffre, en moyenne, à plus de 6 % sur les quatre dernières années. Avec une économie diversifiée avec un climat des affaires progressivement amélioré, la zone UEMOA demeure attractive pour les investissements directs étrangers depuis quelques années.

Le financement efficace de l'investissement de la zone par le développement d'un secteur financier diversifié et performant est l'un des principaux défis de l'union. Le secteur financier bancaire a longtemps été la principale option de financement de l'activité économique au sein de la zone. Mais aujourd'hui, on assiste à l'essor

d'un marché financier plus diversifié, notamment avec le développement du marché des titres financiers. Le développement d'un tel système financier garantit le financement de l'investissement de l'économie et assure le processus de création et d'accumulation de richesse ; gage de croissance économique soutenue. Une croissance économique potentiellement élevée et soutenue dans le long terme constitue une condition nécessaire, mais non suffisante pour un développement durable.

À l'heure où les principaux sujets portent sur les questions de mobilité des capitaux, de croissance inclusive et de lutte contre la pauvreté et des inégalités, très peu sont les travaux qui consacrent à la relation finance-croissance et en sa capacité d'apporter des solutions durables pour les pays de l'Union Economique et Monétaire de l'Afrique de l'Ouest. Les réponses à cette préoccupation permettent de comprendre l'organisation et le fonctionnement de la finance ainsi que son impact sur la croissance économique de la zone. En effet, la problématique de la relation entre développement financier et croissance économique des pays de l'Union Economique et Monétaire de l'Afrique de l'Ouest (UEMOA), qui nous préoccupe dans le présent travail, se pose précisément dans un contexte de mondialisation et de mutations technologiques tel qu'il oblige à s'interroger sur la meilleure manière d'y renforcer la compétitivité des entreprises. Etant donné que les politiques économique, financière et industrielle mises en œuvre dans l'UEMOA, qui reposent sur l'hypothèse factice d'homogénéité de l'union, sont apparues inefficaces, il apparaît judicieux d'étudier la nature du lien entre le secteur financier et la croissance économique au sein de cette zone, en vue d'une meilleure prise en compte de l'hétérogénéité des économies des pays membres.

L'objectif général de ce papier réside dans l'analyse de l'impact simultané du développement financier et de son instabilité sur la croissance des pays de l'UEMOA. Cet objectif général se décline en deux objectifs spécifiques. D'une part, déterminer l'effet du développement financier sur la croissance économique et d'autre part, mesurer l'effet de l'instabilité financière sur la croissance économique. Dans cette perspective, nous testerons les hypothèses suivantes :

- Le développement financier est un déterminant significatif de la croissance économique.
- L'incertitude due à l'instabilité financière a un effet négatif et significatif sur la croissance économique.
- L'inflation a un impact négatif sur le taux de croissance économique.

Pour atteindre notre objectif, nous utilisons l'estimateur GMM en différence première pour estimer notre modèle. En effet, il permet non seulement de prendre en compte l'hétérogénéité des pays, mais aussi de régler le problème d'endogénéité des variables, qui se pose nécessairement, lorsqu'on étudie la relation entre développement financier et croissance économique. Le System GMM consiste à combiner, pour chaque période, l'équation en différences premières avec celle en niveaux. Dans l'équation en différences premières, les variables sont alors instrumentées par leurs valeurs en niveau retardées d'au moins une période. En revanche, dans l'équation en niveau, les variables sont instrumentées par leurs différences premières. Le système d'équations ainsi obtenu est estimé simultanément, à l'aide de la méthode des moments généralisés. Blundell et Bond (1997) ont testé cette méthode à l'aide des simulations de Monte-Carlo.

Le choix de l'UEMOA, comme champs d'investigation, se justifie pour trois raisons :

- D'abord, l'ouverture de plus en plus aigüe du système financier génère une certaine fragilité des institutions financières, d'où la nécessité d'évaluer sa contribution sur la croissance.
- Ensuite, la forte fluctuation de la croissance entre 1989 et 2010 fait que l'UEMOA est une zone intéressante pour faire une étude sur la relation entre l'instabilité économique et l'évolution du secteur financier.
- Et enfin, le pacte de convergence, de stabilité, de solidarité et de croissance de l'UEMOA conduit les économies de la zone dans un cadre de plus en plus harmonisé aussi bien sur le plan budgétaire et financier. Mais, malheureusement plusieurs études montrent l'hétérogénéité structurelle des économies (Kane, 2013, Napukpo, 2011), d'où la nécessité d'analyser le lien entre la croissance économique et

le développement financier dans cette union monétaire.

L'horizon temporel (1990-2010) s'explique à travers trois raisons : la dévaluation du franc CFA de 1994, la forte fluctuation du taux de croissance entre 1989 et l'influence de la crise financière de 2008 sur les économies de l'UEMOA.

L'architecture de ce papier porte sur quatre (4) sections : d'abord la présentation du cadre descriptif et des enjeux du développement financier dans l'UEMOA, ensuite un exposé du lien théorique et empirique entre Développement financier, instabilité financière et croissance économique, et enfin une présentation de la méthodologie d'évaluation des effets du développement financier sur la croissance économique.

Cadre descriptif et enjeux du développement financier dans l'UEMOA

L'orientation actuelle de la politique financière, particulièrement celle monétaire, est satisfaisante. En effet, l'environnement est propice à l'élaboration d'outils qui pourraient s'avérer nécessaires en cas de choc sur la conjoncture économique. Toutefois, pour renforcer l'efficacité de la politique monétaire, il faut développer un marché interbancaire actif et un marché secondaire pour les titres d'État, en même temps contrôler la liquidité et l'accès des banques commerciales au refinancement de la BCEAO, et encourager la diversification des investisseurs sur le marché financier.

Compte tenu des perspectives favorables de l'inflation et de l'évolution extérieure, les autorités étatiques de la zone et les institutions internationales comptent atteindre un certain nombre d'objectifs. Il s'agit principalement du maintien de l'inflation à un niveau très inférieure au critère de trois pour cent, d'assurer la stabilité des réserves dans les trois prochaines années, de même que la stabilité extérieure afin que le taux de change soit globalement conforme aux fondamentaux.

Force est de reconnaître que l'efficacité opérationnelle de la politique monétaire a été légèrement améliorée au sein de l'espace. Il est satisfaisant de constater, par exemple, le lancement récent d'une plateforme électronique pour informatiser les injections et les absorptions de liquidités, adjudger les titres d'État, et contrôler le respect par les banques des niveaux minimums de réserves établis. Les

autorités ont également créé l'agence UMOA-titres, organisme régional d'émission de la dette publique ; ensuite instauré une nouvelle convention de pension livrée, et elles ont mis en place un réseau régional de courtiers spécialisés en titres d'État.

Toutefois, selon la BCEAO, l'efficacité de la politique monétaire reste entravée par un excédent de liquidité, la faible profondeur et la segmentation du marché interbancaire. Un excédent persistant de liquidité, dans le secteur bancaire, continue de nuire à la bonne conduite de la politique monétaire de la région. Comme le système bancaire de l'UEMOA est très hétérogène et segmenté, et comme il n'y a pas d'opérations garanties, même les banques très liquides sont réticentes à prêter aux autres. La plupart des prêts interbancaires se font à l'intérieur d'un même groupe bancaire, pour éviter tout risque de contrepartie. Le fait de recourir, de plus en plus, à la fourniture de liquidités aux banques commerciales risque d'être un obstacle au développement du marché interbancaire et d'exposer les banques à des risques éventuels d'intérêts et de liquidités.

Secteur financier dynamique assorti de risque

Selon la littérature, un système financier est efficace, lorsqu'il dispose des instruments de financement de l'investissement diversifiés. L'inefficacité peut dès lors se traduire par une homogénéité du système financier, se traduit par la prédominance d'un système bancaire n'offre pas de services de qualité alors qu'elles perçoivent de leurs clients des commissions, agios et intérêts excessifs. Les institutions bancaires contribuent très modestement à la croissance économique des pays de la zone UEMOA. Outre cela, elles sont caractérisées par une mauvaise allocation des ressources bancaires et le poids important du secteur public et le développement du système financier informel. La zone, depuis 1998, s'ouvre de plus en plus vers le marché des titres financiers ; qui, dans son évolution, porte le dynamisme du secteur financier. Il avait pour but d'aider les pays de l'UEMOA à trouver de nouvelles sources stables de financement, à mesure que la BCEAO éliminait progressivement les avances statutaires.

Selon le rapport du Fonds Monétaire International (FMI) de 2016, ce marché des titres ne s'est pas développé autant que l'escomptaient les autorités. Il était prévu que ce

marché augmente l'intermédiation financière et contribue à encourager l'investissement public et privé à long terme, en approfondissant le marché financier régional. Jusqu'à présent, ce marché des titres a réussi à fournir un financement à court terme aux États, mais l'approfondissement du marché financier se fait attendre.

Prédominance des institutions financières bancaires

Dans la zone UEMOA, le système bancaire y est prédominant, puisque les institutions non bancaires sont peu nombreuses, voire inexistantes. La bourse des valeurs mobilières de la zone a vu le jour ; mais, sa contribution, dans le financement de l'investissement de la zone, est insuffisante. Dans ces conditions, les banques sont les principaux intermédiaires dans le financement des activités nationales et assurent la transformation des ressources de court terme en emplois de long terme. Toutefois, il existe aussi des compagnies d'assurance dans la zone, mais leur représentation, dans le système financier, reste marginale. En effet, la plupart du financement des investissements est assuré par les banques. Le volume des liquidités injectées par la banque centrale dans les banques commerciales de l'UEMOA a accusé une hausse considérable depuis 2011. En effet, le stock d'emprunts contractés par les banques commerciales auprès de la BCEAO est passé de 4 % à 9 % du total de leurs actifs entre 2011 et 2014. De même que les crédits de la BCEAO représentent actuellement près de 9 % des actifs des banques commerciales, pourcentage qui est nettement inférieur dans beaucoup de pays africains.

Par ailleurs, des risques pèsent sur la stabilité budgétaire et financière, le développement du secteur financier et l'efficacité de la politique monétaire. En effet les emprunts publics indirectement financés par des crédits à court terme de la BCEAO présentent des risques de liquidité pour les autorités et les banques en cas de durcissement de la politique monétaire. Le développement du marché interbancaire et d'autres marchés financiers risque d'être compromis si les banques peuvent emprunter facilement et à moindre coût à la banque centrale. Enfin, compte tenu des risques susmentionnés pour la stabilité financière, l'apparition de pressions inflationnistes pourrait accroître le coût d'un durcissement de la politique monétaire.

Prémices d'un marché des titres performant

Le marché des titres d'État a connu une expansion rapide, mais à partir d'un niveau très faible. En effet, de 75 milliards de francs CFA en 2001, le montant total représenté par les bons et obligations du Trésor a augmenté jusqu'à 1.500 milliards de FCFA en 2014. Toutefois, en moyenne au cours des dix dernières années, les titres d'État émis ont représenté moins de 20 pour cent du financement total des pays de l'UEMOA. Selon le rapport de 2016 du FMI.

Cependant, on note une certaine prédominance des emprunts à court terme, mais les échéances se sont allongées ces dernières années. Les bons du Trésor continuent de représenter plus de la moitié des émissions en 2014, mais les obligations du Trésor rattrapent lentement leur retard. Les titres, à plus court terme, bénéficient d'un avantage réglementaire. Les avoirs des banques commerciales en bons du Trésor ont une pondération nulle dans le calcul du ratio de fonds propres réglementaires et peuvent être utilisés pour le refinancement auprès des banques centrales.

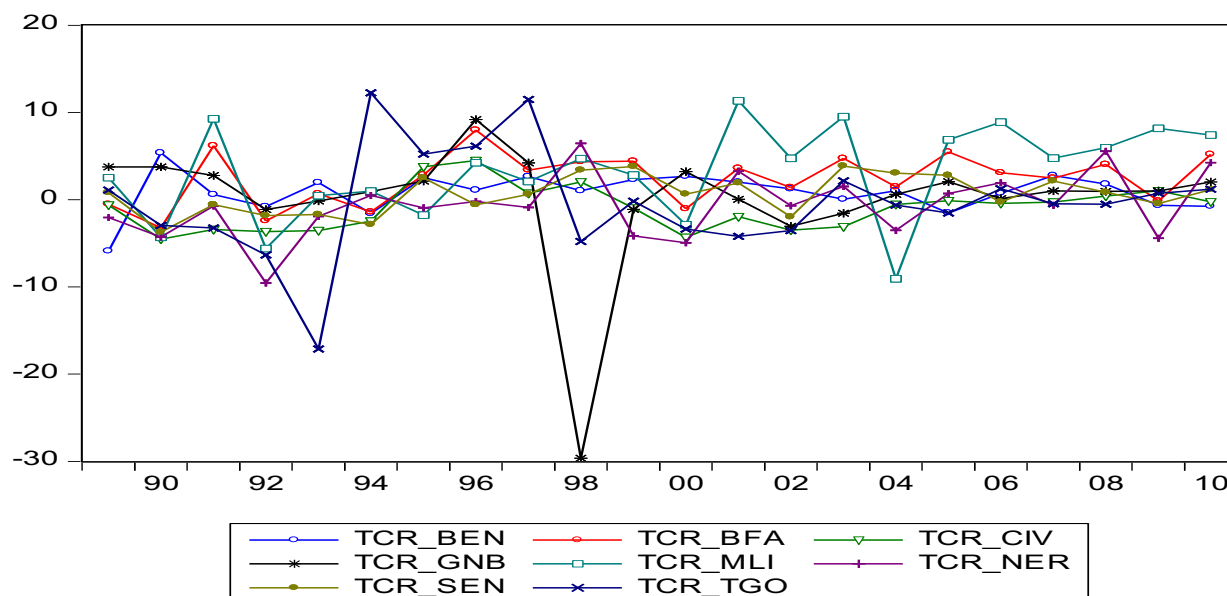
Le marché révèle une forte concentration régionale et une participation étrangère dérisoire. Primo, du côté des émetteurs, la Côte d'Ivoire et le Sénégal émettent plus de la moitié du total des bons du Trésor échangés. Secundo,

du côté des acquéreurs, les institutions financières de Côte d'Ivoire, du Sénégal, du Burkina Faso et du Mali ont acheté 75 pour cent des titres. Et tertio, la participation étrangère demeure minime ; malgré la parité avec l'euro, les entrées nettes de portefeuille sont très limitées, se situant à environ 200 milliards de francs CFA en moyenne au cours des dix dernières années. Par ailleurs, sur le marché secondaire, les transactions restent extrêmement limitées. En effet, l'abondante liquidité présente, dans le système financier, l'écart entre les opérations de refinancement auprès des banques centrales et les titres souverains encouragent les banques à détenir les titres jusqu'à leur échéance. En outre, ces échéances sont, en moyenne, très courtes. Les banques, qui ont besoin de liquidité, se refinancent auprès de la banque centrale. Ainsi, l'absence d'investisseurs à long terme, tels que des fonds de pension et des organismes de protection sociale, limite les possibilités de transactions sur le marché secondaire.

Croissance par tête et indicateur du développement financier

Durant la période de 1989 à 2010, l'analyse du PIB/tête des pays de l'UEMOA montre que les taux de croissance évoluent d'une manière convergente.

Graphique 1 : Taux de croissance du PIB par tête des pays (1990-2010)

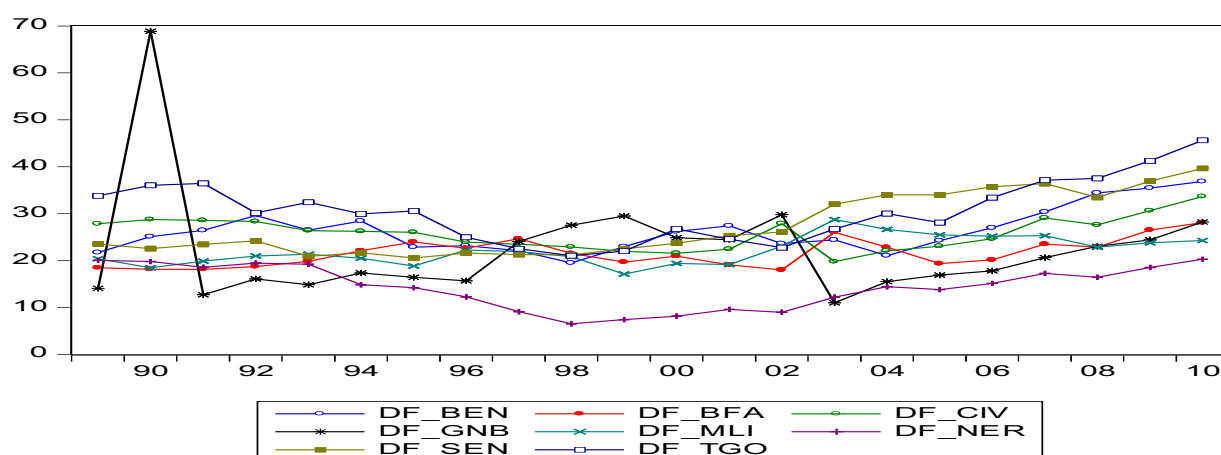


Nous constatons, en effet, que les courbes fluctuent autour de l'intervalle -10 % et 10 %. Cette convergence est autant plus évidente en 1994, on constate, en effet, qu'en cette date, le taux de croissance enregistré dans les pays vaut 0 %, sauf pour deux pays à savoir le Togo 12 % et la Guinée-Bissau 0,9 % de croissance. Cette convergence presque absolue s'explique par les programmes d'ajustements structurels précisément par la dévaluation de 1994 des économies de l'espace UEMOA.

Après cette date, nous constatons une coévolution des croissances du PIB dans la zone

avec cette fois-ci une tendance haussière relativement importante, contrastée par un pic négatif (-30 %) enregistré par la Guinée Bissau en 1998. Toutefois, nous constatons que les pays de la zone d'une manière générale enregistrent des taux de croissance faibles moins 10 %. Ce qui amène à s'informer sur la performance des économies de cette zone d'union économique par rapport aux autres zones de la sous-région comme la CEMAC¹.

Graphique 2 : Évolution de l'indicateur M2/PIB des pays (1990-2010)

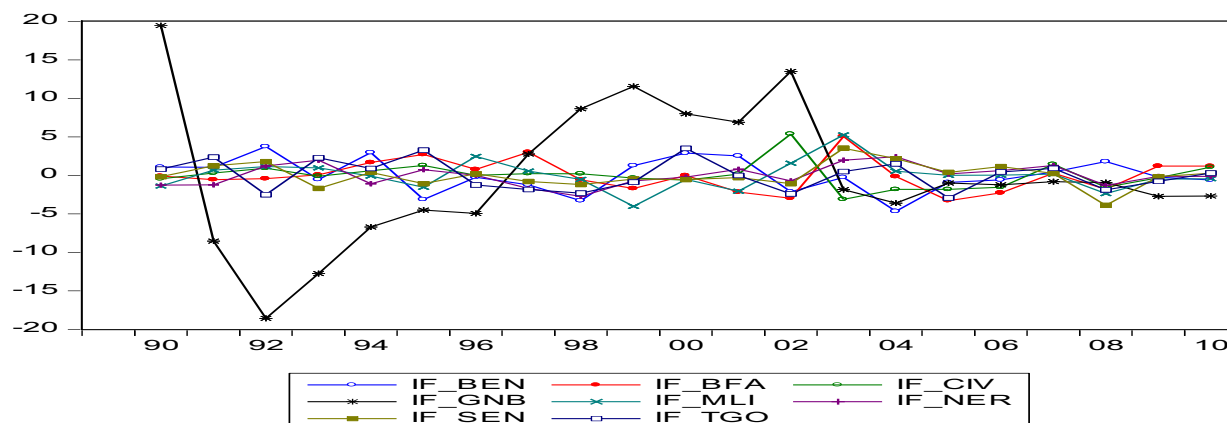


L'analyse de l'évolution de l'indicateur M2/PIB de la zone montre que le développement financier de la Guinée Bissau est plus ou moins hétérogène de par son évolution atypique par rapport à la tendance globale. Toutefois, on note une certaine soutenance de la tendance, d'une manière générale, croissante de cet indicateur dans presque tous les pays de la zone sauf la Guinée.

Le Togo, le Sénégal, le Bénin et la Côte d'Ivoire présentent une évolution croissante et soutenue de leur indicateur durant la période considérée. Par ailleurs, on observe une évolution moins importante et presque constante de cet indicateur pour les pays comme le Mali et le Niger.

¹Communauté Economique et Monétaire des Etats de l'Afrique Centrale

Graphique 3 : Évolution de l'instabilité financière entre 1990 et 2010.



Nous constatons à ce niveau une certaine stationnarité des courbes de l'instabilité financière associée à l'indicateur M2/PIB dans la zone UEMOA. Les volatilités de ses différentes séries sont relativement faibles pour tous les pays de la zone sauf pour la Guinée Bissau. En effet, elle présente une variance très élevée du taux d'instabilité financière. D'une manière générale, nous constatons à travers les courbes une instabilité financière peu significative qui s'explique par la stabilité notée dans l'évolution de l'indicateur de développement financier dans la zone.

Liens théorique et empirique entre Développement financier, instabilité financière et croissance économique

Les modèles théoriques de croissance endogène prenant en compte la finance montrent que le développement financier assimilable à la libéralisation financière ; serait un facteur de croissance. Aussi bien que les travaux de King et Levine (1993), Beck et Al. (2000), puis Levine et al. (2000) valident les résultats des modèles de croissance endogène et montrent dans leur grande tendance, que le développement financier et la croissance sont positivement associés.

Développement financier source d'instabilité financière

De nombreux pays développés ont procédé à la libéralisation de leur système financier, au

milieu des années soixante-dix et dans les décennies quatre-vingt, des contraintes qui limitaient le développement. Cette politique de libéralisation s'effectue par le plafonnement du taux d'intérêt, réserves obligatoires élevées, allocation administrative de crédits, barrière à l'entrée de nouvelles banques. Ces mesures se sont accompagnées simultanément par une ouverture du marché financier à l'extérieur, en allégeant ou supprimant le contrôle des changes sur les mouvements de capitaux.

L'influence des travaux de Shaw (1973) et McKinnon (1973) en Corée du Sud et Taïwan avaient été un succès dès les années soixante. Les premières expériences avaient entraîné une forte croissance des dépôts bancaires et une croissance économique sans incident majeur sur la stabilité monétaire. Cependant, la libéralisation financière en Amérique latine à la fin des années soixante-dix et aux Philippines tout comme en Turquie dans les années quatre-vingt avait été considérée comme des échecs. En effet, elles se sont traduites par une hausse excessive du taux d'intérêt réel, par des entrées spéculatives de capitaux et finalement par de graves crises de la balance des paiements et du système bancaire (Banque Mondiale 1989). Les effets négatifs de la libéralisation financière ont fini par tempérer l'enthousiasme initial, quant aux effets bénéfiques du développement financier (Andersen et Tarp, 2003).

Les indicateurs de valorisation des actifs financiers, les price-earning ratios (PER)², les spread-ratios (SR)³, les écarts entre le

² Est un ratio boursier correspondant au rapport entre la valeur en bourse d'une entreprise et ses profits. Il est destiné à évaluer la cherté d'une action. PER= Capitalisation boursière/Résultat net (Journal du net ; septembre 2016)

³ Appelé en français « écart de crédit », il désigne l'écart de taux actuariel entre une obligation émise par une entreprise, une collectivité territoriale ou un organisme ; et un emprunt d'État théorique qui aurait les mêmes flux financiers (wikipédia.org).

rendement des titres boursiers et des titres de dettes, dont l'objectif est de déceler une éventuelle surévaluation des cours des actions, peuvent être interprétés, soit comme des précurseurs de l'instabilité financière, soit comme des facteurs pouvant éventuellement aggraver les conséquences d'une crise (bulletin de la Banque de France, 2000). Ainsi, il convient de mettre en exergue les arguments qui, effectivement, contribuent à expliquer pourquoi la libéralisation financière induit une rapide croissance financière, mais aussi d'une forte instabilité financière dans les pays en développement.

Sylviane Guillaumont Jeanneney et Kangni Kpodar (2006), ont analysé, en premier lieu, les aspects de la libéralisation financière peuvent favoriser une forte instabilité et un effet pervers sur la croissance. En effet, ils estiment que l'augmentation de la monnaie scripturale accompagne la croissance de la masse monétaire comporte un risque de crise du système bancaire.

En second lieu, l'augmentation du nombre des banques et de la concurrence n'a pas que des aspects bénéfiques. Elle tend à réduire la longévité des relations entre banques et clients, ceux-ci passant plus facilement d'une banque à l'autre, et elle diminue ainsi l'incitation de la banque à investir en information dans la mesure où le rendement de cet investissement est à long terme (Boot, 2000).

D'autre part, Hellmann et Alii (2000) soutiennent que l'intensification de la concurrence conduit les banques à élever les taux d'intérêt créditeurs pour conserver ou attirer les dépôts, ce qui tend à réduire leur marge. Ceci est souvent considéré comme favorable au développement de l'épargne et de l'investissement. Mais il se peut aussi que cette réduction des marges entraîne une baisse de la valeur attachée au privilège bancaire (compte tenu du ratio minimum obligatoire entre capital et actifs risqués). Mc Kinnon (1989) pour expliquer les crises financières qui avaient sévi en Amérique latine dans les années soixante-dix, puis à la philippine et en Turquie, et qui étaient dues à la prise de risque excessive des banques ; avait posé l'hypothèse de l'existence d'un comportement d'aléa moral⁴ de la part des banques dans les pays en développement,

comportement que l'on ne retrouve pas dans les pays industrialisés. (cf. Banque Mondiale, 1989).

Mc Kinnon (1988) a montré qu'en revanche dans les pays en développement, où bien souvent l'État de droit et le système judiciaire sont faibles, où n'existe pas un réel système de surveillance bancaire et où sévit une incertitude macroéconomique ; les banques ont un comportement d'aléa moral : elles sont incitées à faire des prêts risqués à des taux d'intérêt excessivement élevés, à prendre des risques de change et de transformation des échéances pour accroître leur activité ; effet positif du développement financier sur la croissance. Le développement financier opère doublement dans une économie, il exerce une action positive sur le commerce et l'intensité des échanges d'une part, et sur le volume et la qualité de l'investissement d'autre part.

Ainsi, un article de la banque mondiale paru en 1989 établit que : l'intermédiation financière agit favorablement sur l'épargne et sur l'investissement, de plusieurs manières.

Les intermédiaires financiers remplissent cette fonction, soit en s'interposant entre épargnants et investisseurs, soit en leurs interventions sur les marchés financiers. Ainsi, les intermédiaires financiers ajustent l'offre et la demande de financement à un niveau supérieur. Autrement dit, ils augmentent le volume de l'épargne investie, simultanément ils améliorent la sélection des investissements et la productivité marginale du capital. (Cf Banque mondial, 1989).

Khan et Senhadji (2003) ont expliqué le rôle de l'endettement dans le développement économique. En effet les économies en développements sont généralement « les économies d'endettement », en ce sens que la plus grande partie du financement externe des entreprises provient des intermédiaires financiers.

Effets négatifs de l'instabilité financière sur la croissance

Selon Kpodar (2006), la littérature économique ne présente aucune définition explicite de l'instabilité financière. De nombreux auteurs abordent plutôt la notion de stabilité financière

⁴ C'est un effet pervers qui peut apparaître dans certaines situations de risque, dans une relation entre deux agents ou deux parties contractantes : c'est plus

précisément la perspective qu'un agent, isolé d'un risque, se comporte différemment que s'il était totalement lui-même exposé au risque (wikipédia.org).

pour apporter de la lumière à ce concept. Ainsi, l'instabilité financière est considérée comme une absence de stabilité financière.

D'une part, les canaux suivant lesquels l'instabilité financière risque d'affecter la croissance sont nombreux. Notons, dès l'entame, que Ramey et Ramey (1995) ont montré une relation statistique négative entre le taux de croissance moyen des pays en développement et l'instabilité des taux annuels.

D'autre part, l'intégration financière devient source d'instabilité, lorsque les conditions relatives à chacun des niveaux du processus d'intégration n'ont pas été complètement satisfaites. Mais, les pays se précipitent vers une ouverture financière régionale ou internationale sans aucun système financier solide. 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 de l'économie. Ainsi, Prasad et Al (2003) remarquent que le processus de libéralisation du compte capital s'est souvent accompagné d'une vulnérabilité accrue aux crises.

L'intégration financière internationale s'accompagne d'un accroissement de l'instabilité, selon Prasad et Al (2003). Enfin, Stiglitz (1985) affirme avec véhémence que « la libéralisation du compte capital n'est pas associée à un investissement croissant, et à une croissance rapide. Elle conduit à une plus grande instabilité a des effets défavorables sur la croissance économique ». (CAPC 82. Commission Africaine pour les Politiques Commerciales, 2010).

Ensuite, l'investissement dépend des conditions de son financement. Autrement dit la concavité de la courbe de la productivité du capital en fonction de l'investissement est accentuée (Guillaumont et Déméocq, 1989 ; Guillaumont, 1994). Enfin, l'instabilité du développement financier s'accompagne d'une instabilité des prix relatifs, puisque les prix des biens et services sont inégalement sensibles, qu'il s'agit de biens échangeables et non échangeables internationalement. L'instabilité du taux de change réel qui accompagne l'instabilité financière est l'une des principales manifestations de cette instabilité des prix relatifs. Elle est souvent considérée comme un facteur de moindre productivité, car elle

diminue le taux d'investissement qu'elle génère (Guillaumont Jeanneney et Paraire, 1991).

À partir des travaux de King et Levine (1992, 1993a), la littérature empirique sur la relation entre développement financier et croissance a connu une phase importante de son évolution, bien que la première étude établissant le lien empirique entre le développement financier et la croissance remonte à Goldsmith (1969) comme nous le fait savoir J.C. Eggoh (2010). Toutefois, il existe une grande divergence dans l'analyse du lien entre le développement financier et la croissance.

La présente revue empirique est structurée en trois points : nous présentons d'abord les résultats établissant un lien positif entre le développement financier et la croissance économique, ensuite la controverse qu'a suscitée cette littérature, nous examinons enfin la prise en compte de l'instabilité financière dans l'analyse de la relation entre les deux variables.

Relation positive entre développement financier et croissance économique

Au cours de la dernière décennie, King et Levine (1992, 1993a) concluent, à partir d'une étude en coupe transversale, qu'au-delà du lien positif entre les deux variables, le développement financier permet de prévoir la croissance économique dans les 10 à 30 années à venir. Des résultats semblables illustrant une relation positive entre le développement financier et la croissance ont été obtenus par d'autres auteurs à savoir Roubini et Sala-i-Martin (1992), Savides (1995) et Odedokun (1996). Ces résultats réconfortent les hypothèses des théoriciens de la libéralisation financière.

Les critiques suscitées par les études en coupe transversale ont conduit à l'utilisation de techniques économétriques plus performantes dans l'évaluation du lien entre la croissance économique et le développement financier: la méthode des moments généralisés (GMM) sur panel dynamique par exemple. Dans ce nouveau courant de littérature, Beck, Levine et Loayza (2000) trouvent une relation positive et significative entre le développement financier et différents indicateurs de mesure de la croissance: le taux de croissance économique, le taux d'accumulation du capital et la productivité globale des facteurs. Aussi, Rioja

et Valen (2004) concluent que le développement financier affecte la croissance économique dans les pays à faible revenu par le biais de l'accumulation du capital, tandis que dans les pays à revenu élevé, le canal de transmission est la productivité du capital (Eggoh 2010).

Par ailleurs, les travaux de Levine et Zervos (1998) puis Beck et Levine (2004) montrent que le développement des marchés boursiers est un indicateur qui permet d'envisager de bonnes perspectives de croissance économique. Dans le même cadre, Bekaert, Harvey et Lundblad (2005) montrent que les économies qui ont libéralisé leurs marchés boursiers enregistrent des taux de croissance économique élevés. Aussi, Henry (2000) conclut à partir de la méthodologie des études événementielles que la libéralisation des marchés boursiers affecte positivement le niveau de l'investissement privé. Bien que le clivage entre systèmes financiers orientés marché et systèmes financiers orientés banque semble être dépassé⁵ (Jacquet et Pollin, 2007), Tadesse (2002) montre que les systèmes financiers dominés par les banques sont plus favorables à la croissance dans les pays sous-développés financièrement, alors que dans les pays développés financièrement, les systèmes orientés marché seraient plus porteurs de croissance. Atje et Jovanovic (1993) trouvent que les indicateurs du secteur bancaire sont moins corrélés au rendement des investissements que ceux du marché boursier. Des résultats contraires sont obtenus par Harris (1997), qui met en évidence une faible relation entre les indicateurs des marchés financiers et la croissance économique.

Effets de l'instabilité financière sur le développement financier et la croissance

Le constat selon lequel l'instabilité financière est le principal socle de la relation défavorable parfois observée entre le développement financier et la croissance a fini par faire l'unanimité chez les auteurs qui se sont interrogés sur le lien entre ces deux variables. Pour être plus précis Demirgüç — kent et Detragiache (1998), Kaminsky et Reinhart (1999) ont conclu un lien indéniable entre développement financier, et instabilité. En effet, puisque l'instabilité financière est néfaste à la croissance économique, nous pouvons

facilement conclure, compte tenu du lien positif entre l'instabilité financière et le développement financier que ce dernier pénaliserait la croissance. Cependant, rappelons que, dans la littérature économique sur le sujet, seulement deux travaux se sont intéressés à la prise en compte de l'instabilité financière dans l'analyse de la relation entre le développement financier et la croissance économique: Loayza et Rancière (2006) et Guillaumont et Kpodar (2006).

Les travaux de Loayza et Rancière (2006) concluent une relation positive entre le développement financier et la croissance à long terme contre une relation négative à court terme. Ils estiment, en effet, que cette variation de la relation entre les deux variables entre le court et le long terme est fortement liée à la fragilité financière, qu'ils assimilent à la récurrence des crises financières (nombre de crises financières que connaît chaque pays sur la période 1960-2004) et la volatilité de l'indicateur de développement financier (écart-type de l'indicateur de développement financier). Les auteurs trouvent que l'effet induit de la fragilité financière implique une baisse de l'impact du développement financier de l'ordre de 6,6 %, lorsque l'indicateur de volatilité financière est pris en compte dans l'équation de régression ; toutefois, l'impact du développement financier sur la croissance économique reste positif et significatif.

Guillaumont et Kpodar (2006), à l'instar de Loayza et Rancière (2006), intègrent l'instabilité financière à l'analyse de la relation entre le développement financier et la croissance. Ils montrent que l'instabilité financière réduit l'effet positif du développement financier sur la croissance d'environ 58 %. La recommandation en termes de politique économique qui découle de ces deux études est que le développement financier doit être encouragé, mais il est souhaitable qu'il soit le plus régulier possible.

Cela signifie qu'une politique de libéralisation financière ne doit pas être menée dans n'importe quelle condition. Ainsi, le développement financier sera d'autant plus favorable à la croissance et à la réduction de la pauvreté dans un environnement macroéconomique stable, où la libéralisation

⁵En effet, les banques contribuent activement au développement des marchés boursiers et les deux

systèmes s'appréhendent plus facilement dans une logique de complémentarité Eggoh(2010).

financière se fera de façon progressive et où les banques seront soumises à une surveillance rigoureuse. Rancière, Tornell et Westermann (2006) décomposent, en deux parts, les effets de la libéralisation financière : un effet direct sur la croissance (positif) et un effet indirect à travers les crises (négatif). Selon les auteurs, il y a deux visions contrastées de la libéralisation financière : d'une part, elle renforce le développement financier et contribue à la croissance économique à long terme ; d'autre part, elle conduit à des crises de plus en plus fréquentes. L'estimation réalisée par Rancière et Al. (2006) montrent que les effets directs de la libéralisation financière sur la croissance l'emportent sur les effets indirects liés à la forte propension des crises.

Il serait, toutefois, intéressant de rappeler que la littérature empirique sur la relation entre le développement financier et la croissance ne se limite pas aux courants de pensée précédemment évoqués. Dans les développements récents sur le sujet, nous pouvons, par exemple, découvrir une analyse microéconomique de la relation entre le développement financier et la croissance, et la prise en compte des facteurs institutionnels dans l'analyse du lien entre les deux variables.

Evaluation des effets du développement financier sur la croissance économique

Présentation du modèle

En se fondant sur les développements théoriques de la croissance endogène (Mankiw, Romer et Weil, 1992), notre modèle s'inspire des travaux de Kangni Kpodar et Jeanneney (2006) pour évaluer simultanément l'effet du développement financier et celui de son instabilité sur la croissance économique dans l'UEMOA sur la période (1990-2010). Ainsi, nous partons de l'équation de la croissance économique suivante :

$$E: Y_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Df_{i,t} + \beta_2 If_{i,t} + \beta_i X_{i,t} + \mu_i + \theta_t + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Où $Y_{i,t}$ est le taux de croissance économique, $Df_{i,t}$ l'indicateur de développement financier, $If_{i,t}$ indicateur d'instabilité financière, $X_{i,t}$ désigne la matrice des variables de contrôle habituellement utilisées dans les équations d'estimation de la croissance, μ_i représente l'effet spécifique pays, θ_t l'effet spécifique période, $\varepsilon_{i,t}$ terme d'erreur, i indice pays et t

indice période.

Choix des variables et processus d'estimation

La variable dépendante est le taux de croissance du PIB par tête (Y) et les variables exogènes sont composées des variables d'intérêt (un indicateur de développement financier [$M2/PIB$] et indicateur d'instabilité financière) et de cinq variables de contrôle (inflation, ouverture commerciale, revenu par tête d'habitant, investissement, éducation et taux de croissance de la population). Toutes les données proviennent de World Development Indicators (2011).

a) Variable endogène

Le taux de croissance par tête est le taux de variation du PIB rapporté sur la population totale et évaluée à prix constant pour corriger l'effet de l'inflation. L'analyse de l'impact de nos variables d'intérêts sur la croissance du PIB par habitant permet de mieux cerner les effets du développement financier et de son instabilité sur le niveau de vie de la population.

b) Variables d'intérêt

Indicateur de développement financier : Étant donné que le développement financier est un processus long et complexe, il ne peut être traduit dans son immensité par un seul indicateur. Le développement financier implique une amélioration de la quantité et de la qualité des services financiers, mais aussi de l'efficacité des institutions financières. L'indicateur $M2/PIB$ est utilisé dans notre modèle pour mesurer le niveau du développement financier, dans la mesure où il prend en compte non seulement les effets de la réduction des coûts de transaction, mais aussi ceux de la monétarisation de l'économie. Il présente, plus d'avantage, que l'indicateur Crédit/PIB (Kangni Kpodar et Guillaumont, 2006).

Indicateur d'instabilité financière : Guillaumont et Kpodar (2006), Loayza et Rancière (2006) et Eggoh (2010) définissent l'instabilité financière à partir des mesures du développement financier. Nous utilisons une méthode de calcul de l'instabilité financière qui est une synthèse des méthodes de Guillaumont et Kpodar (2006) et Eggoh (2010). Nous

utilisons le filtre de Hodrick Prescott⁶ pour générer la tendance de la variable de développement financier.

c) Variables de contrôle du modèle

- La prise en compte de l'inflation, dans le modèle, est fondamentalement liée à sa relation directe avec la croissance économique, elle est mesurée par le logarithme de la différence de l'indice à la consommation⁷.
- L'ouverture commerciale favorise incontestablement la diffusion internationale de l'innovation à travers les flux de services et de marchandises, surtout de biens d'équipements. Elle est mesurée par la valeur absolue des exportations sur le PIB.
- Le PIB par tête d'habitant capte les inégalités de revenu dans différents pays, ce qui suppose que les pays ayant une croissance économique forte et soutenue présentent un revenu par tête significatif.
- L'investissement favorise la diffusion de l'innovation et constitue une source de gains de parts de marché.
- L'éducation est un déterminant important de la croissance future (Benhabib et Spiegel, 1994), d'où sa justification dans le modèle. Il est capté par le nombre d'années d'éducation secondaire.
- Le taux de croissance de la population peut avoir un effet considérable sur l'activité économique, à travers ses opérations financières et sur biens et services. Il est mesuré par le taux annuel de la variation du nombre de la population totale

d) Processus d'estimation du modèle

Après avoir effectué les tests d'homogénéité totale et des effets individuels, le modèle retenu sera estimé par deux spécifications de panel hétérogène, où la seule source d'hétérogénéité provient des constantes individuelles :

⁶Les détails sur la méthode avec laquelle les indicateurs d'instabilité financière sont estimés sont précisés par Kpodar Kangni (2006), « Développement financier, instabilité financière et croissance économique: implication pour la réduction de la pauvreté », P.122-126. (Thèse de doctorat).

⁷Numérateur donne la différence entre le prix actuel et le prix initial du produit, c'est-à-dire l'inflation.

$$Y_{i,t} = \alpha_i + \beta X_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

Le test de Jerry A. Hausman (1978) est un test de spécification des effets individuels.

$$H = \begin{cases} H0: \text{Présence d'effets aléatoires} \\ H1: \text{Présence d'effets fixes} \end{cases}$$

La statistique du test de Hausman appliqué au test de spécification des effets individuels est la suivante :

$$H = (\hat{b}_{MCG} - \hat{b}_W)' [\text{var}(\hat{b}_{MCG} - \hat{b}_W)]^{-1} (\hat{b}_{MCG} - \hat{b}_W) \quad (3)$$

Pour étudier la non-stationnarité, on utilise le test d'IPS présenté par l'équation suivante :

$$\Delta y_{it} = \rho_i y_{it-1} + \sum_{j=1}^{ki} \phi_{ij} \Delta y_{it-j} + \mu_i + \delta_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

Avec k le nombre de retards choisi de façon à éliminer l'auto-corrélation des résidus. Le test IPS est calculé comme étant la statistique t moyenne des régressions de Dickey-Fuller avec et sans tendance. La statistique alternative t-bar permettant de tester l'hypothèse nulle de racine unitaire pour tous les individus ($\beta_i = 0$) est la suivante :

$$\bar{t}_{NT}(\rho_i) = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N t_{iT}(\rho_i) \quad (5)$$

Les hypothèses du test sont les suivantes :

$$H = \begin{cases} H0 : \text{toutes les séries sont non stationnaires} \\ H1 : \text{toutes les séries sont stationnaires} \end{cases}$$

Le dénominateur permet de calculer la proportion de cette différence dans le prix actuel du bien en question. Puis, vous pouvez multiplier le résultat par 100 pour le transformer en un pourcentage facile à lire : $\log \left(\frac{IPC \text{ actuel} - IPC \text{ initial}}{IPC \text{ initial}} \right)$.

RÉSULTATS ET IMPLICATION DE POLITIQUE ÉCONOMIQUE

a) *Présentation des résultats*

- *Analyses descriptives des tendances*

Nous exposons, d'abord, les résultats des différentes méthodes économétriques avant d'en déduire les implications de politiques économiques. L'indicateur PIB/M2, qui mesure le développement financier, présente une corrélation significative au seuil de 5 % avec les variables suivantes : l'instabilité financière (IF), le PIB par tête initial (PIB), les exportations, les importations et le taux de croissance de la population. En effet, on constate que le développement financier est positivement corrélé à l'instabilité financière, au PIB par tête initial, aux exportations et aux importations.

Cependant, nous notons une corrélation négative entre M2/PIB et le taux de croissance démographique. L'analyse du tableau 2 révèle aussi que seule la corrélation entre l'instabilité financière et le taux d'investissement est significative. Toutefois, cet indicateur d'instabilité présente une corrélation négative avec toutes les variables de contrôle sauf le taux de croissance de la population.

Par ailleurs, il convient de souligner que le taux de croissance du PIB par tête présente une corrélation négative, mais non significative avec les variables de développement et d'instabilité financière. Ce résultat inattendu du rapport entre développement financier et le taux de croissance du PIB peut s'expliquer par l'étroitesse de l'échantillon étudié et la durée relativement courte de la période d'étude.

Tableau 1 : corrélation entre les variables⁸

Correlation Probability	TCR	DF	IF	PIB	EDU	INF	X	M	INV	POP
TCR	1.000 (-)									
DF	-0.026766 (0.7244)	1.000 (-)								
IF	-0.113956 (0.1321)	0.455860 (0.0000)	1.000000 (-)							
PIB	-0.002683 (0.9718)	0.429143 (0.0000)	-0.046435 (0.5406)	1.000000 (-)						
EDU	-0.055437 (0.4649)	0.106718 (0.1586)	-8.09E-17 (1.0000)	0.277343 (0.0002)	1.000000 (-)					
INF	0.078137 (0.3026)	-0.102580 (0.1755)	-0.167423 (0.0264)	-0.234613 (0.0017)	-0.436281 (0.0000)	1.000000 (-)				
X	-0.070144 (0.3549)	0.385366 (0.0000)	0.073859 (0.3300)	0.615003 (0.0000)	0.304299 (0.0000)	-0.169685 (0.0244)	1.000000 (-)			
M	0.017007 (0.8227)	0.484020 (0.0000)	-0.070337 (0.3536)	0.242558 (0.0012)	0.006555 (0.9312)	0.149148 (0.0482)	0.581365 (0.0000)	1.000000 (-)		
INV	0.310343 (0.0000)	0.113501 (0.1336)	-0.210817 (0.0050)	-0.136873 (0.0701)	-0.018764 (0.8048)	0.309215 (0.0000)	-0.325961 (0.0000)	0.273830 (0.0002)	1.000000 (-)	
POP	0.046754 (0.5378)	-0.184768 (0.0141)	0.010305 (0.8920)	-0.130296 (0.0848)	0.467704 (0.0000)	-0.214939 (0.0042)	-0.220483 (0.0033)	-0.277367 (0.0002)	0.104285 (0.1684)	1.000000 (-)

L'analyse de la corrélation des moyennes annuelles des séries présente des résultats probants, en effet nous pouvons facilement déduire une corrélation positive entre le développement financier, le PIB par tête, les exportations, les importations, les investissements et le taux de croissance du PIB. Cependant, seules les variables exportations, importations et investissement ont une corrélation significative au seuil de 5 %.

Par ailleurs, la corrélation entre le taux de croissance du PIB et les variables instabilité financière, inflation et taux de croissance de la population, est négative et non significative. Toutefois, il convient de souligner que le taux d'inflation présente une corrélation négative avec toutes les autres variables. De même que l'instabilité financière qui est négativement corrélée avec les variables sauf l'indicateur de

⁸ Les calculs des coefficients de corrélation et des p-values sont effectués avec le logiciel EvIEWS8 sur les variables de niveau.

développement financier. Nous en concluons que les différentes séries étudiées vérifient bien les hypothèses théoriques de corrélation

préalablement établies.

Tableau 2: corrélation des moyennes annuelles entre les variables.

Correlation Probability	TCRMEAN	DFMEAN	IFMEAN	PIBMEAN	EDUMEAN	INFMEAN	XMEAN	MMEAN	INVMEAN	POPMEAN
TCRMEAN	1,000 -----									
DFMEAN	0.040853 (0.8604)	1,000 -----								
IFMEAN	-0.014436 (0.9505)	0.011588 (0.9602)	1,000 -----							
PIBMEAN	0.233479 (0.3084)	0.82718 (0.000)	-0.301298 (0.1844)	1,000 -----						
EDUMEAN	NA (NA)	NA (NA)	NA (NA)	NA (NA)	NA -----					
INFMEAN	-0.056425 (0.8081)	-0.274547 (0.2284)	-0.156115 (0.4992)	-0.473123 (0.0303)	NA (NA)	1,000 -----				
XMEAN	0.599056 (0.0041)	0.206105 (0.3701)	0.146754 (0.5256)	0.384911 (0.0849)	NA (NA)	-0.16458 (0.4759)	1,000 -----			
MMEAN	0.493834 (0.0229)	0.58192 (0.0057)	-0.147733 (0.5228)	0.777973 (0.000)	NA (NA)	-0.250699 (0.273)	0.816441 (0.000)	1,000 -----		
INVMEAN	0.428193 (0.0528)	0.693362 (0.0005)	-0.325439 (0.15)	0.789967 (0.000)	NA (NA)	-0.089802 (0.6987)	0.482199 (0.0268)	0.844785 -	1,000 -----	
POPMEAN	-0.173955 (0.4508)	0.462622 (0.0347)	-0.588791 (0.005)	0.341617 (0.1296)	NA (NA)	0.344467 (0.1262)	-0.374329 (0.0946)	0.001147 (0.9961)	0.341041 (0.1303)	1,000 -----

Source : calcul de l'auteur

Le développement financier exerce un effet positif sur la croissance du PIB. Cet effet positif est aussi noté dans la relation entre le taux croissance du PIB et les variables telles que le PIB par tête initial, les importations et les investissements. Cependant, l'analyse du lien entre croissance et les variables : indicateur d'instabilité financière, inflation et taux de croissance démographique révèle une tendance nettement décroissante. Ce qui peut expliquer l'effet négatif exercé par ces variables sur le taux de croissance du PIB par tête.

Par ailleurs, l'effet de l'éducation sur le taux de croissance ne peut être observé du fait de la faible variabilité des données de l'éducation. Toutefois, nous n'avons pas obtenu le résultat attendu pour la variable exportation. En effet, nous constatons une tendance légèrement décroissante de la régression des exportations en fonction du taux de croissance. Ce qui permet de conclure l'existence d'un effet négatif des exportations sur la croissance contrairement à l'effet positif attendu.

- Analyses des estimations économétriques

Les résultats obtenus, dans l'estimation sans l'indicateur d'instabilité financière du tableau, respectent la tendance globale des estimations en coupe transversale. En effet, toutes les variables présentent des résultats positifs sauf le PIB/tête et le Taux de croissance de la population. La variable inflation est reliée positivement au taux de croissance, contrairement à l'effet négatif qui était attendu. L'indicateur de développement financier M2/PIB a un impact positif et significatif au seuil de 10 % sur le développement financier. En effet une augmentation de l'indicateur M2/PIB de 10 % entraîne une augmentation du taux de croissance de 9 %. Ainsi, la croissance économique peut elle tirée par un développement du secteur financier. Le financement efficace de l'investissement contribue à augmenter la productivité du capital par l'innovation technologique et la création de nouvelles entreprises. De même, promouvoir l'intégration et la libéralisation financière au sein de la zone s'avère utile pour une allocation efficace du financement de l'économie.

Le PIB/tête initial contribue négativement au taux de croissance par tête, mais la p-value associée à ce coefficient n'est pas significative elle est de l'ordre 0,77. Par ailleurs l'inflation et le taux d'investissement sont positivement reliés au taux de croissance du PIB avec des p-values respectivement égales à 0,07 et 0,017 et significatives au seuil respectif de 10 % et 5 %. Les résultats montrent qu'une augmentation du taux d'investissement de 10 % entrainera une augmentation 8,41 % du taux de croissance. Ces résultats justifient la nécessité d'une maîtrise du niveau de l'inflation dans la zone UEMOA, qui doit accompagner les politiques de libéralisation et d'intégration financières.

Le taux de croissance de la population présente un coefficient négatif et significatif au seuil de 5 %. Pour une augmentation du taux croissance démographique de 10 %, le taux de croissance par tête va diminuer de 1895 %. Ce résultat obtenu montre que les efforts de croissance et de développement doivent être accompagnés par une bonne politique démographique pour éteindre les objectifs escomptés. Les estimations effectuées ne permettent pas de cerner tous les effets existants entre les variables exogènes et le taux de croissance du PIB/tête, mais permettent d'une manière générale de conclure l'existence d'une relation positive et significative entre le taux de croissance du PIB et l'indicateur de développement financier mesurés par M2/PIB.

L'introduction de l'indicateur d'instabilité financière (IF) dans le modèle permet d'obtenir les résultats de l'estimation avec instabilité

financière du tableau. En effet, cet indicateur est relié négativement au taux de croissance du PIB par tête (- 0,185). Ce pendant la p-value qui lui est associée n'est pas significative aux seuils conventionnels. Le développement financier quant à lui reste positif et significatif au seuil 10 %. Toutefois on peut constater que la présence de l'indicateur d'instabilité dans le modèle bouleverse complètement les résultats obtenus dans la première estimation. En effet, seuls le développement financier et l'inflation présentent des coefficients significatifs et sont toujours positifs. Le taux d'investissement influence positivement le taux de croissance du PIB par tête, mais il n'est plus significatif, de même que le degré d'ouverture au commerce extérieur, le PIB/tête initial et le taux de croissance de la population. Par ailleurs, le degré d'ouverture au commerce extérieur semble avoir un impact négatif sur le taux de croissance du PIB/tête.

Les résultats confirment la relation négative existante entre l'instabilité financière et le taux de croissance d'une part et montrent d'autre part que cet effet négatif est négligeable et non significatif dans le long terme. La prise en compte de l'indicateur d'instabilité dans le modèle donne des résultats peu reluisants et inattendus, comme nous pouvons l'observer dans les résultats de l'estimation (2). Tout de même, ces résultats restent très proches de ceux obtenus par Levine et al. (2000) ; Beck et al. (2000) Kpodar et Guillaumont (2006) sur panel dynamique.

Tableau 3: estimation du TCR par la méthode des panels statiques

Régression: TCR	Within		Between	
Variables	Coefficient	Probabilité	Coefficient	Probabilité
Développement financier	-0,0608	0.481	-0,0734	0.919
Instabilité financière	-0,0709	0.618	-0,0825	0.529
PIB	0,0039	0.194	-0,0005	0.804
Education	-	-	-1,302	0.052*
Inflation	3,1743	0.2800	-1,997	0.456
Exportation	43,4316	0.000***	15,032	0.03**
Importation	-26,6403	0.001***	-14,934	0.042**
Investissement	28,8149	0.000***	30,694	0.000***
Taux de croissance démographique	158,6624	0.112	61,518	0.458
Constante	-10,7387	0.006***	4,232	0.287
sigma_u	4,0466	-	0	-
sigma_e	4,0999	-	4,0999	-
Rho	0,4934	-	0	-

*, ** et *** sont significativites respectivement à 10 %, 5 % et 1 %.

Sources: calculs de l'auteur

Tableau 4: estimation du TCR par la méthode de panels non stationnaire

Régression: TCR	Estimation sans instabilité financière		Estimation avec instabilité financière	
Variables d'intérêt	Coefficient	Probabilité	Coefficient	Probabilité
L (DF)	0,999	0,074*	5,461	0,066*
L (IF)	-	-	-0,185	0,148
Variables de contrôle				
L (PIB)	-0,135	0,773	-0,873	0,504
INF	1,938	0,007***	2,64	0,008***
L(X)	0,163	0,788	-1,591	0,26
L (INV)	0,841	0,017**	0,791	0,225
L (POP)	-189,517	0,022**	-124,089	0,473
CONS	5447	0,108*	0,406	0,53
AR (2)	0,88	-	0,53	-
Hansen/Sargan	0,62	-	0,74	-

Source : Calcul de l'auteur

CONCLUSION ET IMPLICATION DE POLITIQUES ÉCONOMIQUES

Cet article avait pour objectif de réconcilier les deux courants de littérature sur la relation entre le développement financier et la croissance économique en prenant en compte des indicateurs d'instabilité financière. L'étude, réalisée en coupe transversale et sur panel dynamique à partir d'un échantillon de 8 pays de la zone UEMOA entre 1989 et 2010, a révélé que l'impact négatif de l'instabilité financière sur la croissance économique n'est qu'un phénomène de court terme.

En effet, le développement financier affecte la croissance économique à court et à long terme, tandis que l'effet négatif de l'instabilité financière reste significatif uniquement à court terme comme les études précédentes l'ont pu démontrer. Il en ressort, dans cette présente étude que l'instabilité financière doit être évitée afin d'accroître les effets positifs du développement financier à court terme. Ainsi, il est souhaitable que le développement financier se réalise dans des conditions macroéconomiques adéquates, et qu'il y ait une réglementation prudentielle rigoureuse afin d'éviter les dérives financières, susceptibles d'émousser les gains liés au développement financier.

Toutefois, cet article se veut être un prolongement des travaux réalisés par Guillaumont et Kpodar (2006), Loayza et Rancière (2006) et Eggoh (2010) qui montrent

que l'impact de l'instabilité financière sur la croissance économique ne peut être qu'à court terme et que son effet devient négligeable voire inexistant dans le long terme.

Les implications en termes de politique économique qui peuvent découler de notre analyse, consistent à promouvoir l'intégration et la libéralisation financière dans l'UEMOA avec une parfaite maîtrise des chocs dus à son instabilité, mais, aussi développer le marché financier afin de diversifier les possibilités de financement efficace de l'investissement dans la zone.

Une maîtrise des risques d'instabilité financière par un contrôle efficace du système bancaire et des indicateurs financiers; en même temps, consolider la stabilité sociopolitique afin d'assurer la libre mobilité des capitaux au sein de l'espace. Travailler à maîtriser le niveau de l'inflation tout en augmentant le degré d'ouverture commerciale de la zone et enfin proposer des politiques visant à maîtriser le niveau élevé du taux de croissance démographique.

BIBLIOGRAPHIE

- Andersen, T. & Tarp, F. (2003). Financial Liberalization, Financial Development and Economic Growth in LDCs. *Journal of International Development*, 15, 189-209.
- Andong Zhu, Michael Ash and Robert Pollin (2004), Stock Market Liquidity and Economic Growth: a Critical Appraisal of the Levine/Zervos Model, *International Review of Applied Economics*, , vol. 18, issue 1, 1-8.
- Arestis, P et Demetriades P., (1998), « Finance and Growth: Is Schumpeter, Right? », *Analise Economica*, 16 (30), 5-21.
- Arestis, Philip, and Panicos Demetriades (1997), "Financial Development and Economic Growth: Assessing the Evidence," *Economic Journal*, 107, 783-99.
- Atje, R. and B. Jovanovic (1993), "Stock Markets and Development," *European Economic Review*, 37, 632-40.
- Banque Mondiale, (2010), *The World Bank Annual Report*, Washington.
- BCEAO, (2014), perspectives économiques des états de l'union économique et monétaire ouest africains.
- Beck, T. et R. Levine, (2004), « Stock Markets, Banks and Growth: Panel Evidence », *Journal of Banking and Finance*, 423-442.
- Beck, T., Levine, R and Loayza, N., (2000), "Finance and the sources of growth", *Journal of Financial Economics* 58, 261-300.
- Beck, T.A., Asli Demircuc-Kunt and Ross Levine (1999), A New Database on Financial Development and Structure, Policy Research Working Paper 2146, Washington: The World Bank.
- Bekaert, G., Harvey, R. et Lundblad, C., (2005), Does Financial Liberalization Spur Growth?, *Journal of Financial Economics*, 77, 3-55.
- Boot A. (2000). iRelationship Banking: What Do We Know?i, *Journal of Financial Intermediation*, vol. 9, n° 1, pp. 7-25.
- Boot A. (2000), Relationship Banking: What Do We Know ?, *Journal of Financial Intermediation*, 2000, vol. 9, issue 1, 7-25.
- Bulletins de la banque de France (2000) ; la stabilité financière, nouvelle urgence pour les banques centrales Extrait d'une intervention prononcée lors du séminaire monétaire international de la Banque de France du 22 au 31 mars 2000 sur « La stabilité financière : rôle et responsabilité des banques centrales », – n° 84 – décembre, Page 49-61.
- De Gregorio, J. and Guidotti, P.E (1995) Financial Development and Economic Growth. *World Development*, 23, 433-448.
- Demircuc-Kent, Asli, and Enrica Detragiache, (1998), "Financial Liberalization and Financial Fragility," working paper WP/98/83, International Monetary Fund.
- Eggoh, J. C., (2010), *développement financier, instabilité financière et croissance économique: un réexamen de la relation* Page 10-29, *Laboratoire d'Economie d'Orléans (LEO), Université d'Orléans, Faculté de Droit, d'Economie et de Gestion*.
- Fonds Monétaire International (2015) ; rapport des services du FMI sur les politiques communes des états membres, communiqué de presse et déclaration de l'administrateur, Numéro 15/100, Avril.
- Fonds Monétaire International, (2016), rapport des services du FMI sur les politiques communes des états membres, communiqué de presse et déclaration de l'administrateur, mars, n° 16/96.
- Goldsmith, R., (1969), *Financial Structure and Development*, New Haven, CT: Yale University Press.
- Goldsmith, Raymond W. (1969), *Financial Structure and Development*. (Studies in Comparative Economics, 9.) New Haven and London, Yale University Press.
- Guillaumont Jeanneney S. et Paraire J.-L. (1991). « La variabilité des taux de change et le rattachement optimal des monnaies des pays en développement », *Revue d'économie politique*, vol. 101, n° 3, mai-juin, pp. 437-462.
- Guillaumont P. (1994). « Politique d'ouverture et croissance économique : les effets de la croissance et de l'instabilité des exportations », *Revue d'économie du développement*, vol. 2, n° 1, mars, pp. 91-114.
- Guillaumont P. et Deméocq M. (1989). "Risk and Ratchet Effects of Export Earnings Instability: a Cross-sectional Analysis", *Études et documents*, CERDI.
- Harris, R., (1997), *Stock Market and Development: A Re-Assessment*, *European Economic Review*, 41, 139-146.
- Hellmann T., Murdock K. et Stiglitz J.E. (2000). "Liberalization, Moral Hazard in Banking, and Prudential Regulation: Are

- Capital Requirements Enough?", *American Economic Review*, vol. 89, n° 1, pp. 147-165.
- Henry P. (2000), "Do Stock Market Liberalisation cause Investment Booms", *Journal of Financial Economics*, 58, pp. 301-334.
- Jacquet, P. et Pollin, J., 2007, Systèmes financiers et croissance, Document de Recherche LEO, N° 2007-23.
- Jeanneney, S. G. and Kpodar, K., (2006/3), « Développement financier, instabilité financière et croissance économique », *Economie & prévision*, n° 174, p. 87-111.
- King, R. G. et Levine R. (1993a), « Finance and Growth: Schumpeter might be right », *The quarterly Journal of Economics*, 108: 717-738.
- King, R., and Levine, R., (1993), « Finance, entrepreneurship, and growth: Theory and evidence », *Journal of Monetary Economics* 32, 513-542.
- Levine, R. et Zervos, S., (1998), Stock Markets, Banks, and Economic Growth, *American Economic Review*, 88 (3), 537-558.
- Loayza, N. et Rancière, R., (2006), Financial Development, Financial Fragility, and Growth, *Journal of Money Credit and Banking*, 38 (4), 1051-1076.
- McKinnon R. I. (1988). "Financial Liberalization in Retrospect: Interest Rate Policies in LDC's", in *The State of Development Economics: Progress and Perspectives*, Basil Blackwell Inc., pp. 386-410.
- McKinnon, R. I. (1973). Money and Capital in Economic Development, Washington, DC: Brookings Institution.
- Minsky H. P. (1982), Can it happen again? Essays in instability and finance, Routledge.
- OCDE, (2008/2) : « Chapitre 1. Évaluation générale de la situation macroéconomique », Perspectives économiques de l'OCDE, n° 84, p. 11-89.
- Odedokun M.O., (1996) « Monetary model of black market exchange rate determination: evidence from African countries », *Journal of Economic Studies*, Vol. 23 Issue: 4, pp.31-49,
- Pedroni, P., (1999), "Critical values for cointegration tests in heterogeneous panels with multiple regressors", *Oxford Bulletin of Economics and Statistics* 61, pp 653-670.
- Ram, R., (1999), Financial Development and Economic Growth: Additional Evidence, *Journal of Development Studies*, 35 (4), 164-174.
- Rancière, R. Tornell, A. et Westermann, F., (2006), Decomposing the Effects of Financial Liberalization: Crises vs. Growth, *Journal of Banking and Finance*, 30, 3331-348.
- Rapport du Fond Monétaire International Numéro (2016 16/96) ; rapport des services du FMI sur les politiques communes des états membres, communiqué de presse et déclaration de l'administrateur. Mars.
- Rioja, F. et Valev, N., (2002), Finance and the Sources of Growth at Various Stages of Economic Development, University of Georgia State, Andrew Young School of Policy Studies, Working paper 02-17.
- Roubini, N. and Sala-I-Martin, X., (1992), "Financial repression and economic growth", *Journal of Development Economics* 39, 5-30.
- Savvides, A., 1995, Economic Growth in Africa, *World Development*, 23 (3), 449-458.
- Shaw, E.S., (1973), "Financial deepening in economic development", *Oxford University Press, New York*.
- Stiglitz J. (1985). "Credit Markets and the Control of Capital", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 17, n° 2, pp. 133-152.
- Stiglitz, J and Weiss, A., (1981), "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information", *American Economic Review*, June 1981, 71(3): 393-410.
- Tadesse, S., (2002), Financial Architecture and Economic Performance: International Evidence, *Journal of Financial Intermediation*, 11, 429-454.
- Trabelsi, M., (2002), Finance and Growth: Empirical Evidence from Developing Countries, 1960-1990, *Cahier de Recherche*, 2002-13, Université de Montréal.
- Zhu, A., Ash, M. et Pollin, R., (2004), Stock Market Liquidity and Economic Growth: A Critical Appraisal of the Levine/Zervos Model, *International Review of Applied Economics*, 18 (1), 1-8.

ANNEXES**Tableau1** : analyse descriptive des variables exogènes et du taux de croissance.

Variabes	Mean	Maximum	Minimum	Std. Dev.	Jarque-Bera	Probability	Obs
TCR	0,684	12,252	-29,635	4,593	998,966	0,000	168
DF	23,899	68,869	6,546	7,600	355,021	0,000	168
IF	0,000	19,455	-18,583	3,513	930,438	0,000	168
PIB	462,197	1257,676	160,218	247,022	37,589	0,000	168
EDU	6,625	7,000	5,000	0,698	73,689	0,000	168
INF	0,066	0,809	-0,107	0,133	1047,524	0,000	168
X	0,240	0,524	0,049	0,104	13,965	0,001	168
M	0,339	0,591	0,178	0,085	22,757	0,000	168
INV	0,174	0,484	0,036	0,072	24,735	0,000	168
POP	0,028	0,039	0,018	0,005	3,292	0,193	168

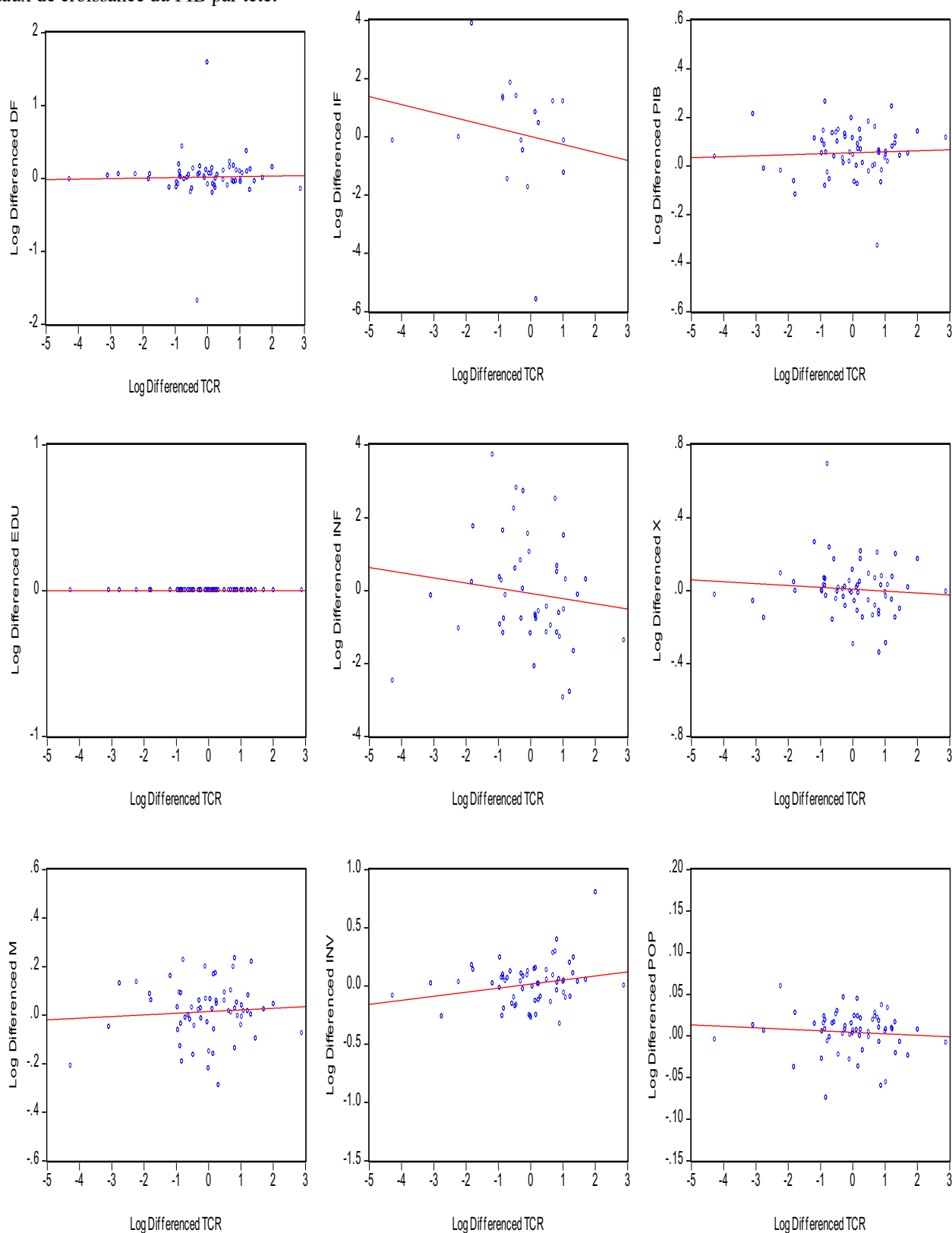
Source : Calcul de l'auteur**Tableau 2** : les résultats du test IPS (2003).

Variables	IPS-Wat-Stat	
	Sans Tendance	Avec Tendance
Taux de croissance	I (0)	I (0)
Développement financier	I (1)	I (1)
Instabilité financière	I (0)	I (0)
PIB	I (1)	I (1)
Inflation	I (0)	I (0)
Exportation	I (1)	I (0)
Importation	I (1)	I (0)
Investissement	I (1)	I (0)
Taux de croissance démographique	I (1)	I (1)

N.B: I (0): indique que la série est stationnaire à niveau. I (1) : indique que la série est stationnaire en différence 1re.

Source: Calculs de l'auteur d'après les résultats du test.

Graphique 1: Tendence linéaire du logarithme de la différence première des variables indépendantes en fonction du taux de croissance du PIB par tête.



Source: calcul de l'auteur