



***L'INTEGRATION DU SYSTEME FINANCIER
DE LA CEDEAO: OPPORTUNITES, DEFIS ET PERSPECTIVES***

FREETOWN, NOVEMBRE 2011

TABLE DES MATIERES/SOMMAIRE

1.0 INTRODUCTION

2.0 ANALYSE THEORIQUE DE L'INTEGRATION FINANCIERE

- 2.1 Notion d'Intégration financière
- 2.2 Mesures de l'intégration financière
 - a. Les Approches directes
 - b. Les Approches indirectes

3.0 LE SYSTEME FINANCIER DE LA CEDEAO

- 3.1. Dans l'UEMOA
- 3.2 Dans la ZMAO
- 3.3 Du Cap Vert

4.0 ETAT DE L'INTEGRATION DU SYSTEME FINANCIER DE LA CEDEAO

4.1 METHODOLOGIE

- 4.1.1 Test Econométrique de l'intégration du système financier
- 4.1.2 Test Econométrique de l'Intégration des marchés financiers

4.2 RESULTATS EMPIRIQUES

- 4.2.1 Intégration du système financier
- 4.2.2 Intégration des marchés financiers

5.0 SCHEMA D'INTEGRATION FINANCIERE REGIONALE

- 5.1 Etape préparatoire
- 5.2** Etape d'harmonisation
- 5.3** Etape de coopération
- 5.4** Etape d'intégration
- 5.5** Etape d'unification

6.0 LES DEFIS ET LES PERSPECTIVES DE L'INTEGRATION DU SYSTEME FINANCIER DANS LA CEDEAO

- 6.1 Défis
- 6.2 Perspectives

CONCLUSION ET RECOMMANDATIONS

1.0 INTRODUCTION

L'intégration financière mondiale s'est considérablement élargie ces dernières décennies. Elle s'est initialement manifestée dans le flux croissant des capitaux entre les pays développés et s'est par la suite élargie aux marchés émergents et aux pays en voie de développement. Elle implique la suppression du contrôle des capitaux, l'innovation financière et le progrès dans le domaine des technologies. L'intégration du système financier ne se réalise que lorsqu'il y a une mobilité parfaite des avoirs financiers à travers les frontières nationales des Etats membres d'une communauté économique régionale. Les transactions financières transfrontalières dans les divers marchés financiers doivent être orientées par une réglementation commune, qui édicte des règles et une éthique communes ainsi que des systèmes et des normes de comptabilité, de compensation et d'implantation. L'intégration financière dans les économies émergentes et les économies en expansion est favorisée par une croyance selon laquelle, en plus de la mise en valeur de la qualité de la gestion macroéconomique, elle facilite la croissance économique et réduit l'instabilité en raison de sa tendance à partager les risques à travers les frontières.

Au niveau international, les marchés financiers sont en pleine mutation et ceci est stimulé par l'actuelle vague de la mondialisation et de la consolidation entre les acteurs du marché (en particulier, les banques d'investissements, les investisseurs, les émetteurs et les Bourses de valeurs) comme l'atteste la série de libération et de libéralisation dans la plupart des marchés financiers à travers le monde. Ce développement résulte essentiellement de la demande et de l'offre de plus en plus importante de capitaux par des sociétés qui ne tiennent pas compte des frontières, en partie à la faveur de grands projets de privatisation et en partie grâce aux sociétés d'affaires émergentes. Un autre facteur de facilitation est le développement technologique rapide (dans l'internet, le cyber-business et la technologie sans fil) et de nouveaux logiciels pour les acteurs du marché. Ces tendances intensifient la pression sur tous les marchés pour qu'ils réduisent les prix des transactions transfrontalières, pour permettre aux acteurs du marché d'offrir leurs services à travers les frontières et réduire toutes les formes de risques inhérents au processus international de commercialisation.

Dans le cadre de la CEDEAO, le développement de l'intégration du système financier a été largement perçu comme étant particulièrement important, surtout dans le cadre de l'accord de la communauté économique régionale. Ainsi, on suppose que l'intégration du système financier dans la CEDEAO serait d'une grande utilité dans la mesure où elle aiderait à faire face aux restrictions liées à la fragmentation. En premier lieu, la libéralisation et l'harmonisation éventuelle des principes de réglementations du secteur bancaire et des marchés financiers, contribuent à l'élargissement des marchés d'investissements au-delà des frontières nationales permettant ainsi au système financier régional d'offrir à de nombreux investisseurs un

fond commun en liquidité. L'espace financier plus élargi qui en résulterait et son accroissement considérable dans les opportunités d'investissement conduiraient à une concurrence accrue, à plus d'efficacité dans l'allocation des ressources et à une production plus importante comme les unités de production profitent des avantages des économies d'échelle et de la performance améliorée. Des marchés financiers efficaces dotés d'une envergure régionale plus élargie conduiraient davantage à des produits et services financiers innovants, des financements moins chers pour les entreprises publiques, des rendements d'investissement plus élevés et à moindres coûts pour les services financiers. D'autres raisons indiscutables se rapportent à la réduction des coûts de transactions, à un marché des valeurs plus fluide et plus élargi, à un meilleur accès aux financements à long terme ainsi qu'aux alternatives de financement, à des opportunités d'investissements plus diversifiées et à une efficacité plus accrue dans l'allocation des capitaux.

L'intégration du système financier de la sous région est une exigence du Programme de Coopération Monétaire de la CEDEAO. En particulier, l'Article 53 du Traité de la CEDEAO révisé en 1993 stipule la mise en place de mécanismes appropriés pour encourager les investissements dans les entreprises qui se trouvent sur le territoire des autres Etats membres à travers les échanges transfrontaliers de valeurs, d'actions et d'autres titres. L'objectif de cette clause était d'assurer la libre circulation des capitaux au sein de la communauté à travers la suppression du contrôle des transferts de capitaux entre les Etats membres.

Pour atteindre l'objectif susmentionné, le Traité recommande en outre la création d'une Commission chargée des Questions relatives au Marché des Capitaux qui aura, entre autres responsabilités, la charge de:

- Interconnecter les banques et compagnies d'assurance de la sous région.
- encourager la création de Bourses nationales et régionales ainsi que leur intégration.
- faire en sorte que l'on donne aux ressortissants des Etats membres l'opportunité d'effectuer des placements et de solliciter des emprunts dans toute la zone CEDEAO, d'acquérir des valeurs, des actions et autres titres ou même l'opportunité d'investir dans les entreprises qui se trouvent sur le territoire des Etats membres.
- mettre en place un mécanisme de diffusion à grande échelle visant à élargir la cotation en Bourse dans chaque Etat membre ainsi que la réglementation du marché de circulation des capitaux pour assurer non seulement son propre fonctionnement mais aussi la protection des investisseurs.

Les clauses susmentionnées soulignent l'importance que l'Autorité des Chefs d'Etats de la CEDEAO a placée sur le développement d'un système financier intégré.

Actuellement, mis à part la zone UEMOA où le système bancaire est harmonisé, la ZMAO regroupe des pays (Nigéria, Ghana, Libéria, Sierra Leone et Guinée) qui dispose chacun de son propre système bancaire. Par ailleurs, notons l'existence de cinq Bourses de valeurs dans la CEDEAO, à savoir, la Bourse des Valeurs du Cap Vert, la Bourse du Ghana, la Bourse du Nigéria, la Bourse de la Sierra Leone et la Bourse Régionale des Valeurs Mobilières (BRVM) qui servent les huit Etats membres de l'UEMOA. Ayant été établies selon les Lois spécifiques des pays concernés, un examen montre que les Bourses existantes sont en grande partie fragmentées en nature. En plus du fait que la plupart de ces Bourses sont peu importantes avec un pool/groupe limité d'investisseurs, les variations dans les principes de réglementations sont des entraves opérationnelles aux transactions en faveur d'un tiers. Par exemple, certains pays autorisent les investisseurs non-résidents à vendre des titres cotés en Bourse dans leurs pays respectifs alors que d'autres s'opposent à cette facilité, eu égard au niveau de contrôle des devises mis en place. En outre, certaines réglementations interdisent l'établissement de la liste des sociétés à moins que ces dernières ne soient des multinationales enregistrées conformément aux lois en vigueur. D'ailleurs, certaines réglementations interdisent le rapatriement des capitaux d'investissement, des dividendes, des paiements d'intérêts et des autres profits y afférents.

Pour faciliter le processus d'intégration économique, il est nécessaire d'accélérer la croissance par le biais d'opportunités d'investissement accrues. Un des moyens par lesquels on peut atteindre cet objectif est de mettre en commun les ressources des Etats membres par le canal de l'intégration du système financier. Ainsi, l'étude essaiera de faire des recommandations de politiques appropriées dans le but de faciliter l'intégration du système financier en zone CEDEAO. De manière spécifique, elle fera d'abord état des différents marchés financiers existant en Afrique de l'Ouest, ensuite va faire part d'un modèle économétrique pour évaluer le degré d'intégration du système financier de la sous région si toutefois, il en existe. Enfin, l'étude se penchera sur les opportunités, défis et perspectives pour un système financier régional intégré.

2.0 APPROCHE THEORIQUE DE L'INTEGRATION FINANCIERE

2.1. Notion d'intégration financière

Le système financier de la zone CEDEAO, composé du secteur bancaire et des marchés financiers, est destiné à connaître dans les prochaines années des transformations encore plus profondes que celles qu'il a déjà connues. Malgré des restructurations déjà opérées au cours des années 1990 dans beaucoup de pays de la sous région, tant au niveau des restructurations bancaires qu'au niveau des bourses, les acteurs semblent d'après bon nombre d'observateurs que le marché de la CEDEAO reste encore trop cloisonné. Plus d'une centaine de banques et de Compagnies d'assurance et 4 bourses caractérisent aujourd'hui le système financier de l'espace de la CEDEAO. En pratique, les pertes d'efficacité qui accompagnent cette situation apparaissent alors évidentes et rendent nécessaire l'intégration du système financier de la CEDEAO. Si le débat reste ouvert à ce niveau, il pose cependant la question préalable de la mesure de l'intégration d'un système financier.

Une première définition générale, par l'approche sectorielle (Régny 2001) montre que par « système financier intégré à l'échelle régionale », il faut entendre « un système financier où, grâce à la disparition du risque de change ainsi que des risques liés aux diverses politiques monétaires nationales, les processus d'allocation d'actifs- pour les actions ainsi que pour le « papier commercial » - favorisent la logique sectorielle au détriment de la logique reposant sur des marchés nationaux, et, ce faisant, à une allocation des ressources en capital plus efficace, parce que soumise à moins de contrainte non directement économiques ». Cette définition a l'avantage de mettre l'accent sur la notion d'inefficacité liée au risque de change tout en insistant sur les avantages d'une logique d'efficacité essentiellement sectorielle. Cependant, cette définition n'intègre pas explicitement la notion de convergence des prix généralement au centre des débats sur l'intégration économique.

Ainsi, peut-on trouver une autre définition générale dans l'article de Juan Ayulo & Robert Blanco, Has Financial Market integration increased during the nineties ? Banco de España, décembre 1999 : une intégration parfaite du système financier se manifeste par l'absence de barrière à l'entrée susceptible de générer un frein dans le processus d'investissement : aucune barrière « aux transactions financières cross-border » comme la fiscalité, la réglementation prudentielle, mais aussi les conditions tarifaires d'accès au marché. Dans ce cadre, une intégration parfaite ne présente, à l'équilibre, aucune opportunité de gain ou d'arbitrage dans la mesure où les mêmes prix prévalent sur tous les marchés. L'idée ici est celle d'une convergence des prix et notamment des taux d'intérêt qui réduise progressivement les opportunités d'arbitrage pour les investisseurs. C'est donc la course à la recherche de cet équilibre qui est générateur de gains potentiels d'efficacité et non l'équilibre in fine.

Pour vérifier le degré d'intégration du système financier européen par les variables nominales, différentes méthodologies sont naturellement possibles : la notion de parité couverte et non couverte des taux d'intérêt, le calcul du différentiel d'intérêt entre deux régions et les tests de transmission des chocs macroéconomiques vers la structures de taux d'intérêt.

La macroéconomie utilise souvent la notion de « parités non couverte des taux d'intérêt » et « parité couverte des taux d'intérêt » (Fränkel et Mac Arthur 1988, Fränkel 1991, Lemmen et Eijffinger 1996). La parité non couverte des taux d'intérêt suppose que la prime de risque de change est nulle. Cette hypothèse peut résulter de l'une ou l'autre des deux hypothèses suivantes: soit la neutralité des agents vis-à-vis du risque, soit l'absence de risque. Il s'agit bien entendu d'hypothèses fortes et la parité non couverte des taux d'intérêt ne doit pas être confondue avec la parité couverte des taux d'intérêt, qui suppose l'absence d'opportunité, d'arbitrage. Dans ce cadre, la parité non couverte des taux d'intérêt se note.

$$I_{t,s} = i_{ws} + E_t (\Delta_{st})$$

$$= [i_{ws} + (f_t - s_t)] + [E_t(\Delta_{st}) - (f_t - s_t)] \quad (1)$$

Avec i le taux d'intérêt nominal prévalant sur le marché monétaire, f « Le taux de change forward », le « taux spot » et w un pays de référence, alors que la parité couverte des taux d'intérêt se note :

$$I_{ts} = i_{ws} + (f_t - s_t) \quad (2)$$

Claudia Bush, dans l'article Financial Market Intégration in the US: lessons for Europe, Kiel Institute of World Economics 2000, propose une analyse économétrique simple en calculant Le différentiel d'intérêt ($i_i - i_j$) ou i_i et i_j sont les taux d'intérêt de la région i et j . Bien que cette méthode présente des qualités pédagogiques, il faut savoir cependant, que la convergence régionale des taux d'intérêt n'implique pas nécessairement que le marché soit réellement plus intégré. Bodenhorn (1995) et Eichengreen (1984) suggèrent que les spreads d'intérêt ne révèlent en fait qu'une convergence exprimée nominalement sur des différent niveaux de risque, ni plus ni moins, et pas réellement un niveau d'intégration. Dans ce cadre, les chocs économiques et structurels vers les taux d'intérêt ne sont pas pris en compte. Jackson (1992) crée donc, dans ce contexte, d'autres tests pour analyser la transmission des chocs vers les taux d'intérêt. Ainsi, pour différentes régions des Etats-Unis, on analyse les changements de structure de taux, par rapport au taux national de référence du marché monétaire R , et une série de caractéristiques économiques, structurelles et régionales (D) (pour « dummies »)

$$\Delta i_{it} = \alpha + \sum \beta_i \Delta R_{i-k} + \sum D_i + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

D'autres analyses suggèrent que les prix ne peuvent jamais être égaux. Pour remédier à ce problème on dit que dans un marché intégré, il doit exister une relation de long terme entre les taux d'intérêt des différents pays, il s'agit de l'approche par la co-intégration. Dans le court terme, les taux peuvent être susceptible de dévier de cet équilibre, mais l'existence d'une relation de long terme limite les divergences de taux et permet de se prononcer sur le degré d'intégration du système financier. Dans ce cadre, la co-intégration signifie qu'il existe une relation de long terme entre deux ou plusieurs séries de taux nominaux.

La convergence des variables nominales peut aussi ne plus suffire à caractériser le degré d'intégration du système financier puisqu'elle ne prend pas en compte les comportements sous-jacents des acteurs économiques, notamment les comportements d'épargne et d'investissement en réponse à la convergence nominale par les taux d'intérêt. Ici, l'accent est mis sur les comportements sous-jacents à la convergence nominale. Ce sont les comportements macroéconomiques d'épargne et d'investissement (transmission à la sphère réelle) qui peuvent être susceptibles d'élucider la question de l'intégration du système financier. Dans ce cadre, Feldstein et Horioka, 1980, montrent que les investissements domestiques doivent aussi ne subir aucune contrainte particulière qui ne soit imposée par les comportements d'épargne domestique. Autrement dit, l'évolution de l'investissement national ne doit pas être corrélée à l'évolution exclusive de l'épargne nationale. Il doit y avoir une certaine mobilité interrégionale des capitaux. Ce degré de mobilité peut alors être mesuré par la corrélation entre l'épargne et l'investissement :

$$\{I/Y\}_i = \alpha + \beta \{S/Y\}_i + \varepsilon_t \quad (4)$$

Où I est l'investissement, S l'épargne et Y Le PNB de la région i. Dans Le cadre d'une intégration parfaite du système financier et de mobilité parfaite des capitaux, une augmentation du taux d'épargne d'une région i, doit nécessairement s'accompagner d'une hausse des investissements dans toutes les autres régions et pas uniquement dans la région i. Quand β est proche de 1, cela signifie que le système financier est très fragmenté. Cette mesure a cependant un inconvénient de taille : une diminution de la corrélation entre l'épargne de la région i et l'ensemble des investissements des différentes régions peut aussi signifier un certain nombre de contraintes de solvabilité inter-temporelles de certaines régions. Ainsi, peut-on parfois s'orienter vers les indicateurs dits « spécifiques ».

Dans ce cadre. Il existe aussi les indicateurs selon le compartiment du système financier : le « retail banking » et les marchés financiers

- L'exemple du « retail banking » : Friedrich Heinemann et Mathias Jopp, dans l'article The benefits of a working European retail market for financial services, report to European Financial Services Round Table Berlin 2002, montrent qu'il est possible d'analyser le niveau d'intégration du compartiment bancaire du système financier via les parts de marché des banques étrangères au sein d'une Communauté économique. On trouve aussi dans l'article de Claudia Buch, Financial market intégration in a Monetary Union, Kiel Institute of World Economics, Juillet 2001, des indicateurs de l'intégration du «retail banking » comme les consolidations bancaires, la constitution de conglomérats, les liens capitalistiques et commerciaux, mais aussi la capacité des banques commerciales à offrir des services «cross-border » c'est à-dire transfrontaliers, l'abolition des particularismes locaux dans le domaine des réglementations bancaires.

-L'exemple des marchés financiers: ici, les points incontournables concernent le «Capital Asset Pricing Model » (CAPM) et l'« Arbitrage Pricing Theory» (APT). La Littérature académique de finance internationale utilise souvent le CAPM pour tester l'intégration des marchés financiers (Bekaert et Harvey 1995, Dumas et Solnik 1995, Ferson et Harvey 2001, Hardouvelis et al. 1999, Levine et Zervos 1998.....) En effet, les taux de rendement anticipés des actifs, à l'équilibre du marché, c'est-à-dire à l'équilibre des offres et des demandes de tous les actifs, sont déterminés, en économie fermée par le MEDAF (Modèle d'Equilibre des Actifs Financiers), plus connu sous son appellation anglaise le CAPM.

Dans ce cadre:

$$E_{t-1} (r_{i,t}) = \lambda_{it}B_{iw} + \lambda_{dt}, B_{dw}$$

Avec $r_{i,t}$ le supplément de rendement de l'actif i par rapport au rendement d'un portefeuille w de marché, λ la prime de risque du marché $B_{i,w}$, le risque de l'actif i relatif au portefeuille de référence w .

$$B_{iw} = \text{cov}_{t-1} [r_{i,t} r_{w,t}] / \text{var}_{t-1}[r_{i,t}]$$

Et B_{dw} de façon analogue pour le portefeuille d sur le marché domestique. Une condition d'obtention d'une intégration parfaite sur le marché des capitaux requiert alors que : $\lambda_d = 0$. Lorsque $\lambda_d = 0$, l'actif i a un rendement similaire au portefeuille de référence w . Lorsque les marchés sont supposés parfaits, l'idée consiste à dire qu'un portefeuille peut se situer au-dessus ou en dessous d'une droite de marché que l'on calcule de la manière suivante.

$$E_j = R_f + (E_m - E_f / \delta_m) [\text{cov}_{jm} / \delta_m]$$

Où R_f est le taux de rendement sans risque, E_m , c'est-à-dire certain, l'espérance de rendement du portefeuille de marché, avec

$$[\text{cov}_{jm} / \delta_m] = \beta_i$$

Dans un monde parfaitement intégré, les titres sont placés sur la droite de marché. Si les titres sont placés au-dessus de cette droite de marché, cela signifie que le «facteur gauche» de l'équation génère une rentabilité supérieure à ce qu'elle devrait être dans un monde parfaitement intégré.

L'APT ou L'Arbitrage Pricing Theory est une autre méthode utilisée pour évaluer le degré d'intégration des marchés de capitaux via une évaluation du rendement d'un actif par rapport à un portefeuille de marché (de référence). L'idée consiste à dire que deux actifs qui ont la même caractéristique en termes de couple (rendement-risque) doivent avoir le même prix. Un actif à risque nul me rapporte alors R_f . Dans le cas contraire, cela signifie qu'il existe des possibilités d'arbitrage sans mise de fonds initiale et qui me rapportent alors un profit positif avec une probabilité certaine. L'idée consiste alors à évaluer les titres jusqu'à ce qu'ils n'offrent plus de possibilité d'arbitrage. La rentabilité d'un actif est alors mesurée de la façon suivante :

$$R_i = \alpha_i + \beta_{1i} I_1 + \beta_{2i} I_2 + \dots + \beta_{ji} I_j$$

Où I_j est la valeur du j ème indice générateur de rendement, et α_i la rentabilité pour le cas où les indices de marché sont de valeur nulle.

2.2 .Mesures de l'intégration

a. Les Approches directes

	Identification des barrières économiques et réglementaires
A : Intégration des marchés	Les barrières du type existence du contrôle de capital, les restrictions

financiers Marchés de gros : relation entre les acteurs du marché financier corporates Grande industrie et institutionnels sur le marché monétaire	réglementaires, les couts de transaction, les couts d'information
B. Intégration du marché des services bancaires et financiers Relation banque/client	Les barrières à l'entrée comme l'existence du contrôle de capital, les contraintes réglementaires, les couts d'information, les couts de transaction
C. Intégration du secteur bancaire	Les consolidations bancaires, la constitution de conglomérats, les liens capitalistiques et commerciaux La capacité des banques commerciales à offrir des services « cross-border » L'abolition des particularismes locaux dans le domaine des réglementations bancaires

b. Les approches indirectes

	La mesure par les prix	la mesure par les quantités
A. Intégration des marchés financiers Marchés de gros : relation entre les acteurs du marché financier corporates Grande industrie et	L'égalisation des prix pour les actifs du marché financier : les conditions de parité des taux d'intérêt (Frankel Mc Artur, 1988, Frankel, 1993. Lemmen/Eiffinger, 1995)	Les corrélations épargne-investissement (Feldstein/Horioka, 1980, Feldstein, 1982. Obsteld, 1985, Summer, 1988, Sinn, 1992, Taylor, 1994, 1996, Lemmen/Eiiffinger, 1995).

institutionnels sur le marché monétaire	<p>La co-intégration des taux d'intérêt (Centeno/Mello, 1999).</p> <p>La parité non couverte des taux d'intérêt (Fratzschner, 2001).</p> <p>L'APT (Ferson/Harvey, 1999).</p> <p>Dumas/Solnik, 1995, Hardouvels et al. 1999)</p>	<p>Les corrélations de niveau de consommation (Obstfeld, 1989, 1994, 1995.</p> <p>Bayoumi/Mac Donald, 1995, Olivei, 2000).</p>
<p>B. Intégration du marché des services bancaires et financiers</p> <p>Relation banque/client</p>	<p>L'égalisation des prix pour les services financiers ; le Cecchini Report La co-intégration des taux d'intérêt réels (Centeno/Mello, 1999. Kleimeier/Sander, 2000. Sander/Kleimeier, 2001)</p>	<p>La littérature sur le « micro homme bias » : Tesar/Werner, 1992, Lewis, 1999, Hess/Shin, 2000).</p>

3.0 LE SYSTEME FINANCIER DE LA CEDEAO

3.1 Dans la zone UEMOA

3.1.1 Secteur bancaire

L'évolution du paysage bancaire de l'UEMOA a été marquée par une augmentation considérable du nombre d'établissements de crédit agréés et une diversification accrue vers les institutions spécialisées dans la microfinance avec le démarrage des activités des huit filiales de la Banque Régionale de Solidarité (BRS) et de la Banque des Institutions Mutualistes d'Afrique de l'Ouest (BIMAO). Le nombre d'établissements agréés est ainsi passé de quatre-vingt-treize (72 banques et 21 établissements financiers) en 2004 à cent seize établissements de crédit (97 banques et 19 établissements financiers) à fin décembre 2010. La Côte d'Ivoire et le Sénégal sont les deux espaces privilégiés par les financiers.

Tableau : Situation du paysage bancaire de la Zone UEMOA(2009)

	Nombre de banques	
Bénin	12	12,6%

Burkina Faso	12	11,2%
Côte d'Ivoire	19	28,1%
Guinée Bissau	4	0,7%
Mali	13	12,7%
Niger	10	4,4%
Sénégal	16	24,0%
Togo	11	6,5%
UMOA	97	100%

Source : Commission bancaire de l'UEMOA

Tous les pays de l'Union économique et monétaire de l'Afrique de l'Ouest (UEMOA) disposent de la même législation et ont installé une commission bancaire régionale chargée de la surveillance stricte des activités bancaires de son ressort. En effet, les institutions financières exercent leurs activités dans un cadre réglementaire harmonisé. A cet égard, les textes légaux et réglementaires sont mis en œuvre par des organes régionaux de supervision. Inspirés, dans une large mesure, des réglementations en vigueur au plan international, ces dispositifs visent à assurer la stabilité du système financier. Ce cadre de supervision est organisé autour de plusieurs instances communautaires à savoir, la BCEAO, la Commission Bancaire de l'UMOA, le Conseil Régional de l'Épargne Publique et des Marchés Financiers (CREPMF), la Conférence Interafricaine des Marchés d'Assurances (CIMA) et la Conférence Interafricaine de la Prévoyance Sociale (CIPRES). La BCEAO et les Ministères chargés des Finances sont présents, à divers degrés au sein de chacune de ces instances. En outre, ces Ministères ont également, à titre principal, la responsabilité de la supervision du secteur de la microfinance avec notamment l'appui de la BCEAO et de la Commission Bancaire.

Cette supervision a permis aux banques et aux établissements financiers de bien résister aux chocs macroéconomiques et a conforté leur solidité financière comme l'atteste l'appréciation de leurs fonds propres de 50,3% entre 2000 et 2004. Par ailleurs, leur solvabilité s'est consolidée, le ratio de couverture des risques des banques étant passé de 10,1% à 11,4% et celui des établissements financiers de 50% à 89,3%. La qualité du portefeuille des établissements de crédit, en valeurs brutes, s'est globalement maintenue au cours des cinq années sous revue, le taux de dégradation ayant baissé de 20,2% à 19,7%. En revanche, le taux net de dégradation s'est accru de 0,8 point de pourcentage pour se situer à 8,6% en 2004, en liaison avec le fléchissement, de 66,6% à 61,8%, du taux de provisionnement des créances en souffrance. Le résultat d'exploitation cumulé des établissements de crédit s'est établi à 417,9 milliards et le coefficient de rentabilité s'est accru de 4,5% à 14,2%. Les risques de liquidité et de change apparaissent relativement bien maîtrisés. Le risque opérationnel est également circonscrit, grâce notamment au dispositif institutionnel mis en place qui a permis de renforcer l'efficacité du contrôle interne et de la gouvernance d'entreprise.

Le secteur demeure cependant exposé à une forte concentration des activités (43,7% des actifs) au niveau d'une dizaine d'institutions. Par ailleurs, les risques recensés sur les 50 plus gros utilisateurs de crédits bancaires par

pays (soit 400 entreprises dans l'UEMOA) ont représenté 52,2% du total des utilisations de crédit déclarées à la centrale des risques à fin décembre 2004. Une bonne maîtrise des risques encourus par les établissements de crédit requiert, au niveau des contreparties, la poursuite de réformes structurelles orientées notamment vers l'élargissement des bases de production, le renforcement du cadre judiciaire et l'amélioration de l'environnement des affaires. La création de nouvelles institutions bancaires pourrait également contribuer à réduire le caractère oligopolistique du secteur bancaire.

Par ailleurs, des problèmes liés aux faibles taux de bancarisation des pays de l'UEMOA ont été notés et qui s'expliquent par une agrégation de facteurs parmi lesquels figure la crise du système bancaire d'il y a quelques années. Cette crise avait engendré une sérieuse perte de crédibilité. Au nombre des autres facteurs de la faible bancarisation, figurent le revenu bas des populations, l'analphabétisme, la méconnaissance du système bancaire, l'éloignement des structures et le manque d'infrastructures, les longues procédures pour l'ouverture des comptes, les coûts élevés des services et le manque d'information.

3.1.2 Secteur des Microfinances

Le secteur de la microfinance est devenu l'une des composantes les plus dynamiques du système financier de l'UEMOA. Ainsi, par rapport à 1999, le nombre de SFD recensés a été multiplié par six pour se situer à 652 en 2004 et le montant des crédits distribués a augmenté en moyenne de 33,4% par an pour s'établir à 295,1 milliards. Cette rapide expansion de la microfinance, qui se traduit par des mutations profondes, est toutefois porteuse de risques importants pouvant mettre en péril la stabilité du secteur. Ces risques sont liés notamment à la capitalisation insuffisante relevée dans une proportion importante d'institutions (essentiellement de petite taille) ainsi qu'à la forte concentration du portefeuille des SFD sur les secteurs primaire et tertiaire. En moyenne, la capitalisation des institutions est cependant supérieure à la norme minimale de 10,0% retenue dans le secteur. Le ratio des fonds propres hors subventions sur le total de l'actif est revenu de 19,4% en 1999 à 17,9% en 2003. Le taux brut de dégradation du portefeuille s'est amélioré sur la période, en baissant de 10,1% à 5,2%, pour une norme maximale admise de 5,1% dans le secteur. En revanche, la rentabilité des SFD apparaît relativement faible, en liaison avec le poids des charges d'exploitation. En effet, la rentabilité des fonds propres a été, en moyenne, de 7,5%, en-dessous de la norme de 15% reconnue au plan international. Par ailleurs, la rentabilité de l'actif est restée en-deçà de la norme de 3,0%, ayant évolué entre 1,3% et 1,7%.

La surveillance des SFD incombe aux Ministères chargés des Finances et repose sur le contrôle interne exercé au sein des institutions ainsi que sur le contrôle externe des Autorités de tutelle (Ministère des Finances, BCEAO et Commission Bancaire).

L'application de la réglementation et la mise en œuvre des recommandations issues des contrôles interne et externe ainsi que les sanctions prises dans les pays pour les cas de non-respect des dispositions réglementaires ont contribué au renforcement de la solidité du secteur. Cependant, pour circonscrire les risques liés aux activités des SFD, la Banque Centrale a élaboré un Programme Régional d'Appui à la Finance Décentralisée pour la période 2005-2009. Ce programme devrait contribuer à moderniser le fonctionnement des institutions pour leur permettre d'accroître leurs performances en termes d'impact tout en renforçant leur viabilité financière. Plusieurs séminaires ont été ainsi organisés au cours du premier trimestre 2006 sur l'adoption d'un référentiel comptable des Systèmes Financiers Décentralisés (SFD) et son guide d'application.

L'entrée en activité, au cours de l'année 2005, des huit filiales (une par pays membre de l'Union) de la Banque Régionale de Solidarité, marque une étape importante dans la mise en œuvre des dispositifs de lutte contre la pauvreté, notamment en termes de financement des projets des populations jusqu'alors exclues des circuits classiques de distribution de crédit.

3.1.3 Secteur des assurances

Le secteur des assurances de l'UEMOA est entré dans une phase de pleine croissance, après la mise en œuvre des mesures d'assainissement à partir du milieu des années 1990. Toutefois, sa part dans les économies des Etats membres de l'Union demeure relativement faible, en raison principalement du bas niveau des revenus, d'une culture d'assurance peu développée au niveau de la population et de l'insuffisance de couverture de segments importants tels que les secteurs informel et agricole. En 2003, le taux de pénétration des assurances a varié entre 0,6% et 1,6% dans les pays de l'Union, pour une moyenne globale de 4,8% en Afrique. Cette réalité laisse entrevoir des potentialités de croissance du secteur des assurances de l'Union.

Il ressort de l'analyse des principaux indicateurs de solidité financière au 31 décembre 2003, que le secteur des assurances de l'UEMOA est solvable et dispose d'atouts appréciables pour faire face aux obligations contractuelles. En effet, en 2003, le résultat net était en hausse de 82% par rapport à 2002 et la marge de solvabilité s'élevait à 91,2 milliards pour une norme de 32 milliards. Toutefois, les arriérés de paiement de primes, qui représentent 43,6% des primes enregistrées, affectent la rentabilité. L'analyse des facteurs de vulnérabilité et des indicateurs financiers des entreprises d'assurance de l'UEMOA ne fait pas apparaître de risque majeur pour le système financier.

La supervision des activités d'assurance dans l'Union est assurée, depuis février 1995, par une Autorité supranationale, en l'occurrence la CIMA, regroupant les Etats membres de l'UEMOA et ceux de la Communauté Economique et Monétaire de l'Afrique Centrale (CEMAC). Dans ce cadre, une

législation dénommée « Code CIMA » régleme nte l'organisation, le fonctionnement et la supervision du secteur des assurances dans cet espace. La Commission Régionale de Contrôle des Assurances (CRCA), organe chargé de la surveillance des marchés, est dotée des attributions de contrôle sur pièces et sur place des entreprises d'assurance.

La supranationalité confère au dispositif un atout supplémentaire d'indépendance, nécessaire à l'efficacité de l'action des organes. Ainsi, la mise en œuvre des procédures de contrôle et de sanctions a sensiblement contribué à l'assainissement du secteur des assurances dans l'espace de la CIMA.

3.1.4 Bourse des Valeurs Mobilières Régionales (BRVM)

La BRVM est une bourse régionale composée des huit pays membres de l'Union économique et monétaire de l'Afrique de l'ouest (UEMOA). Créée en 1998, elle a son siège à Abidjan (Côte d'Ivoire) et est représentée dans chacun des pays par une succursale. La BRVM est, dans une large mesure, une entreprise privée, avec une participation de 13,4% au capital des huit (8) Etats précités.

Les transactions à la BRVM sont réalisées à travers un réseau satellitaire sur lequel est connectée chaque succursale, d'où les courtiers et agents de change peuvent transmettre et exécuter des commandes à la plate-forme centrale d'Abidjan.

Depuis sa création, la BRVM fonctionne de façon régulière et a toujours attiré des investisseurs publics et privés. Les statistiques ci-dessous nous donnent une évolution des différents marchés (primaire et secondaire).

Tableau 2 .1.2d: Evolution du marché primaire (en millions de FCFA)

Rubriques	2005	2006	2007	2008	2009	Total	%
Emprunts obligataires (a)	219 696	176 500	256 928	96 009	136 628	885 761	86,69%
Etats	131 131	120 500	161 070	61 416	107 328	581 445	56,91%
Organisations Régionales et Int.	25 000	46 000	22 528	22 793	6 000	122 321	11,97%
Secteur privé	19 800	10 000	63 130	1 800	23 300	118 030	11,55%
Entreprises publiques	43 765		10 200	10 000	0	63 965	6,26%
Opérations sur titres de capital (b)	433	2 562	1 197	51 190	80 620	136 002	13,31%
Offres Publiques de Vente		2 150	561	50 076	79 669	132 456	12,96%
Offres Publiques d'Achat					5	5	0,00%
Offres Publiques d'Echange						0	0,00%
Placements Etrangers	433	412	636	1 114	946	3 541	0,35%
Offres Publiques de Rachat						0	0,00%

Total mobilisé (a) + (b)	220 128	179 062	258 125	147 198	217 248	1 021 763	100,0%
--------------------------	---------	---------	---------	---------	---------	-----------	--------

4.0 Source: BRVM

5.0 Tableau 2 .1.2d1: Evolution du marché secondaire

Nature des opérations	2005	2006	2007	2008	2009
Volume des transactions	1 330 416	2 781 033	9 717 973	35 468 951	37 732 630
Valeurs des transactions (milliards de FCFA)	20,6	59,6	68,2	158,43	111,79
Capitalisation Boursière (milliards de FCFA)	1 623,37	2 476,17	4 303,15	3 851,37	3 331,00
Capitalisation Boursière en % du PIB	6.27	9.05	14.78	12.02	10.03
Marché des actions (milliards de FCFA)	1 297,08	2 067,02	3 725,10	3 336,65	2 807,75
Marché des obligations (milliards de FCFA)	326,29	409,15	578,05	514,72	523,25
Indice BRVM 10	149,87	130,95	224,85	192,08	143,6
Indice BRVM Composite	112,68	112,65	199,45	178,17	132,05
Nombre de sociétés cotées	39	40	38	38	38
Nombre de lignes obligataires	18	21	28	29	33

6.0 Source: BRVM

De 2005 à 2009, le montant total mobilisé est de 1 021, 763 milliards de FCFA. La valeur des transactions sur le marché secondaire représente environ 111 milliards en 2009 contre 158, 43 milliards en 2008 soit une baisse de 29,4% par rapport à l'année précédente. Cette situation, qui s'explique par le comportement buy-and-hold des investisseurs, en grande majorité résidents de la zone UEMOA, et par l'absence d'institutions capables d'intervenir de manière continue pour animer le marché, contribue aussi à freiner l'intérêt des investisseurs internationaux, alors que leur présence permettrait d'améliorer la liquidité du marché.

La BRVM n'a pas encore répondu aux attentes des autorités monétaires et financières de l'UEMOA compte tenu de sa couverture géographique. Elle regroupe les huit (08) pays de la zone UEMOA et n'arrive pas à avoir une capitalisation boursière en pourcentage du PIB de plus de 12%. Le nombre d'entreprises cotées en Bourse, quant à lui, n'a pas augmenté depuis 2007.

Actuellement, diverses initiatives sont prises et qui visent la régionalisation de la supervision des bourses des valeurs. L'UEMOA constitue un bloc pleinement intégré car les pays de cette sous-région ont la même monnaie, une banque centrale unique et des règles et règlements uniformes en matière comptable et commerciale. Des rapprochements ont été initiés entre les

bourses de la CEDEAO, nommément la BRVM et les bourses du Ghana et du Nigéria. Ils visent principalement à permettre le développement des cotations croisées sur les différentes bourses de la région. D'ores et déjà, de telles opérations ont été réalisées mais elles portent encore sur un nombre infime de titres.

3.2 Dans la zone ZMAO 3.2.1 secteur bancaire

A la différence des pays de l'UEMOA, les systèmes bancaires dans la ZMAO ne sont pas uniformes. Chaque pays de la ZMAO dispose de son propre système bancaire justifiant ainsi la faible intégration du secteur financier dans cette zone. Cependant, force est de constater, que les secteurs financiers au niveau de la ZMAO, en particulier les secteurs bancaires dans les différents pays qui la composent, continuent d'enregistrer une croissance significative avec l'augmentation du nombre de banques dans ces différents pays. Beaucoup de banques locales ont des correspondants avec des institutions financières à travers le monde. Ces banques et autres institutions financières font presque toutes sortes de transactions bancaires. Les principales banques qui dominent dans cette zone sont pour la majeure partie nigériane. Ceci est dû au développement du secteur financier de ce pays qui compte plus de 30 banques, 866 Institutions de microfinance, 73 compagnies d'assurance, 108 sociétés financières, 1959 bureaux de change. On y retrouve dans ce pays, First International Bank (FIB), United Bank for Africa (UBA) etc qui opèrent dans presque dans toute la sous-région. UBA est maintenant présent même dans certains pays de l'UEMOA.

Tableau : Situation du paysage bancaire de la Zone ZMOA en 2010

	Nombre de banques	Institutions de microfinance	de Nombre de companies d'Assurance
Guinée Conakry	15	13	07
Gambie	13	5	11
Ghana	28	132	-
Libéria	8	nd	24
Nigeria	30	866	73
Sierra Leone	13	-	10
ZMOA			

Source : WAMA

3.2.2 Les principales bourses dans la ZMAO

Dans la ZMAO, il existe deux bourses qui fonctionnent correctement : le Nigérian Stock Exchange (NSE) et le Ghana Stock Exchange (GSE)).

3.2.2.1 Le Ghana Stock Exchange (GSE)

Depuis sa création en 1990, la GSE a aidé, dans une large mesure, les entreprises à mobiliser des capitaux à long terme pour leurs opérations grâce à ses activités primaires, c'est-à-dire les titres et les obligations. Le nombre de sociétés cotées à la GSE a crû constamment depuis la création de celle-ci. En 2010, il s'élevait à 37 contre 11 au départ, en 1990.

Le volume des actions échangées à la GSE, depuis sa création jusqu'au mois d'août 2010, s'élevait 2013,28601 millions d'actions, soit une moyenne annuelle de 100 millions d'actions au cours de la période. Celles-ci ont été évaluées à 950, 61 milliards de cedis, soit une moyenne de 47,53 milliards de cedis au cours de la même période (Tableau 2.2).

Tableau 2 .1.2b: Evolutions de quelques indicateurs de Performance clés à la GSE

Period	Volume 0.000	Value (GH c m)	Year -end Market Cap- Equities (GH c m)	Capitalization boursière en % PIB	Value of Listed Bonds	
					Government Bonds GH c m	Cooperate Bonds US \$ m.
2000	30,717.09	5.06	365.50	1.35	-	11.01
2001	55,295.87	9.23	390.40	1.03	100.37	10.20
2002	44,124.20	8.94	618.38	1.25	132.69	10.98
2003	96,330.00	38.93	1,261.68	1.91	144.24	8.98
2004	104,349.3	65.59	9,761.48	12.23	51.63	6.28
2005	81,400.00	46.44	9,185.73	9.44	22.50	8.78
2006	98,286.00	47.60	11,249.60	96.38	326.15	2.50
2007	287,221.7	140.71	12,368.60	88.06	1,333.07	6.40
2008	531,660.0	365.51	17,895.12	101.58	1,237.46	6.40
2009	96,767.39	74.19	15,941.92	74.50	1,039.14	3.90
2010	93.826.70	60.55	18,655.66	71.74	1,706.44	3.90
Total:	2,013.286	905.61				

Source: Ghana Stock Exchange and WAMA staff estimates

La Bourse des valeurs mobilières du Ghana, à l'instar de nombreuses places boursières émergentes, a enregistré une performance remarquable. La taille du marché a crû, passant d'environ 1,5 pour cent du PIB en 1990 à plus de 85 pour cent du PIB en 2010, faisant ainsi de la GSE l'une des principales bourses de valeurs du continent africain (en termes de capitalisation). D'un peu plus de 3 millions de cedis (1,5 pour cent du PIB) en 1990, la

capitalisation boursière a crû, passant à 18,655.66 milliards de cedis en août 2010.

La bourse des valeurs du Ghana (GSE) a été adjudgée « la bourse des valeurs africaine la plus innovatrice pour 2010 » aux récompenses annuelles prestigieuses de série d'index de l'investisseur de l'Afrique (AI) tenues à la Bourse de New York (NYSE) le vendredi 17 septembre 2010.

Cependant, à l'instar des autres bourses à travers le monde, la GSE a été affectée par la crise financière de 2008 qui avait secoué le monde de la finance.

3.2.2.2 La Bourse de Lagos

Le NSE est le centre d'affaires du LES. Il constitue un puissant moyen de mobilisation de l'épargne du secteur public et privé et un instrument efficace de redistribution de ces ressources à des fins de production notamment. Il est structuré en deux compartiments. Le premier compartiment qui apporte une importante caution au déroulement des affaires, subvient aux besoins de financement d'entreprises généralement de grande taille. Si le premier compartiment reste très sélectif au regard des conditions d'accès, le second, le Second Securities Market (SSM) est, lui, plus souple et constitue le domaine prisé d'intervention des petites et moyennes entreprises.

De 1960 à 2008, le nombre de compagnies listées est passé de 19 à plus de 300, et la capitalisation totale atteint près de 9 600 milliards de nairas, soit environ 65 milliards de dollars. L'éventail des compagnies recouvre tous les secteurs, de l'agro-alimentaire au pétrolier en passant par le bancaire mais, suite à la vague de concentrations amorcée depuis l'arrivée du pouvoir civil, c'est ce dernier qui concentre désormais l'essentiel du volume des transactions et des capitaux (le quart de la capitalisation totale à fin 2008). Environ la moitié des compagnies cotées sont possédées par des investisseurs étrangers, les investisseurs nigériens (institutionnels et privés) se partageant l'autre moitié.

Tableau 2 .1.2c: Capitalisation boursière Annuelle du NSE (en milliards de Naira)

Year	Titres publics	Dette	actions	capitalisationn boursière annuelle	GDP	capitalisation boursière annuelle en % du PIB
1981	3.1	0	1.9	5.0	47.61966	10.5
1982	3	1	1	5.0	49.06928	10.2
1983	3.5	0	2.2	5.7	53.10738	10.7
1984	2.9	0.2	2.4	5.5	59.62253	9.2
1985	3.5	0.4	2.7	6.6	67.90855	9.7
1986	2.7	0.4	3.7	6.8	69.14699	9.8
1987	4.2	0	4	8.2	105.2228	7.8
1988	4.5	0.4	5.1	10.0	139.0853	7.2
1989	4.2	0.6	8	12.8	216.7975	5.9
1990	3.4	0.8	12.1	16.3	267.55	6.1
1991	3.3	1.4	18.4	23.1	312.1397	7.4

1992	3.2	1.8	26.2	31.2	532.6138	5.9
1993	3.6	2.1	41.8	47.5	683.8698	6.9
1994	3.2	2.1	61	66.3	899.8632	7.4
1995	3.2	2.1	175.1	180.4	1933.212	9.3
1996	3	3	279.8	285.8	2702.719	10.6
1997	2.8	2.8	276.3	281.9	2801.973	10.1
1998	2.7	3.1	256.8	262.6	2708.431	9.7
1999	2.4	3.1	294.5	300.0	3194.015	9.4
2000	2.1	4.1	466.1	472.3	4582.127	10.3
2001	8.3	5.8	648.4	662.5	4725.086	14.0
2002	12.7	3.5	748.7	764.9	6912.381	11.1
2003	25.2	8.4	1,325.7	1,359.3	8487.032	16.0
2004	178.1	7.9	1,926.5	2,112.5	11411.07	18.5
2005	365.5	11.1	2,523.5	2,900.1	14572.24	19.9
2006	888.9	3.5	4,228.6	5,121.0	18564.59	27.6
2007	2,976.6	17	10,301.00	13,294.6	20657.32	64.4
2008	2529.6	29.1	6,957.50	9,516.2	23842.17	39.9

Source: estimations du Nigeria Stock Exchange et de l'AMA O

Pour favoriser l'arrivée des investisseurs étrangers, le marché des capitaux a été déréglementé en 1993, et les investisseurs internationaux ont été autorisés en 1995 à prendre des participations significatives dans les compagnies nationales ; le système de négoce de la bourse nigériane a pour sa part été complètement informatisé en 1999.

Le volume des actions échangées est passé de 334 millions de Naira en 1961 à 3 535, 631 millions de Naira en 2008 soit 23, 89 millions de US \$. La bourse du Nigeria est l'une de celles qui ont enregistré la plus forte progression ces dernières années parmi les économies du Sud, et la deuxième d'Afrique en termes de capitalisation. Les transactions sont surveillées par le Nigérien Stock Exchange (autorégulation) et la Securities and Exchange Commission nigériane. Cependant, depuis 2009, elle subit les contre coups de la crise financière internationale. Au 19 mai 2009, la bourse du Nigeria a connu, par rapport au 31 décembre 2008 la chute de sa valeur indiciaire de l'ordre de 19% en affichant 25473 points. Cette chute s'explique par le recul des flux des capitaux étrangers.

L'une des difficultés endémiques du marché nigérien semble liée à sa liquidité. A en juger par la liquidité comme mesure de l'expansion des marchés boursiers, il apparaît que le marché boursier nigérien est illiquide et contribue très peu à la croissance de l'économie nigériane. En tout état de cause, la bourse du Nigeria n'apparaît pas suffisamment comme un instrument fédérateur des économies dans l'espace ouest africain.

Depuis 1995, la bourse de Lagos fait l'objet de réformes profondes entreprises sous l'impulsion du programme de déréglementation du marché des capitaux adopté par les Autorités en 1993 avec l'abolition de la loi de limitation de la participation des capitaux étrangers au NSE. Ces réformes constituent à l'évidence une importante avancée pour une intégration du NSE au marché de la finance internationale.

Il existe également dans cette zone une troisième bourse basée à Freetown (Sierra Léone). Cette bourse dénommée Sierra Léone Stock Exchange (SSE) a commencé ses activités formellement en juillet 2009 avec l'aide des conseillers de la bourse des valeurs du Nigéria (NSE), dont la connaissance et l'expertise demeurent avérées. Jusqu'ici, la bourse des valeurs de la Sierra Léone a officiellement conduit quarante neuf (49) sessions de commerce. La SSE souffre d'insuffisance de personnels et attire peu d'investisseurs, ce qui explique la faiblesse des transactions effectuées depuis son démarrage.

3.3 Les Institutions Financières au Cap Vert

3.3.1 Situation des banques et Etablissements de Crédit

Au Cap Vert, on retrouve des banques commerciales et des établissements de crédit installés dans les centres villes et dans des zones agricoles. En fin décembre 2009, nous avons dénombré 5 banques commerciales on shore, 10 Banques commerciales offshore et 8 Etablissements de crédit.

Grace au développement de nouveaux outils et a la qualité des Institutions, la mise en œuvre des normes internationales de comptabilité a été accomplie depuis 2009. Cependant, des contraintes ont été identifiées, notamment dans le classement des opérations et dans l'élaboration/production d'informations financières.

La politique des banques dans la fourniture et la distribution des produits et des services financiers se développe avec la multiplication des moyens électroniques performants. Cette situation s'être vérifiée avec l'importante augmentation du volume de transactions dans les Boîtes automatiques et dans les Terminaux de paiement.

Tableau : volume de transactions dans les Boites de Paiements et Terminaux de paiements

	2006	2007	2008	2009	Variation 2009/2008
Cartes utilisées	42 174	41 720	62 551	65 119	4,10%
Cartes Vint 4	40 402	38 356	59 801	60 048	0,41%
Cartes Visa	1 772	3 364	2 750	5 071	84,4%
ATM					
Nombre boites	60	85	109	122	11,93%

automatiques					
Nombre de transactions	1 626 443	2 178 912	2 765 388	3 325 078	20,24%
Volume de transaction (en milliards d'escudos)	11 491 317	14 887 426	18 283 982	21 036 612	15,05%
POS					
Nombre de terminaux de paiements	386	699	1006	1396	38,77%
Nombre de transactions	428 576	642 418	923 042	1 198 828	29,88%
Volumes des transactions (en milliards d'escudos)	2 395 410	3 480 445	4 896 319	6 131 243	25,22%

Sources : BCV ; SISP

Depuis 2006, le secteur bancaire se portait très bien avec des profits d'efficacité, mesurés par l'indicateur cout du revenu en fonction du produit bancaire, mais, en 2009, cette tendance s'est inversée, dû aux augmentations des coûts opérationnels et à la diminution simultanée du produit bancaire.

3.3.2 **La Bolsa de Valores du Cap Vert**

Créée au début des années 90, la Bourse du Cap Vert n'avait en fait jamais fonctionné en raison de la fragilité de l'économie et de l'inertie des entreprises à l'époque. C'est seulement en juin 2005 que le gouvernement a pris les devants en nommant le Conseil d'Administration de la Bourse des Valeurs pour faire démarrer les activités. La réouverture de la Bolsa de Valores intervient au moment où le gouvernement multiplie les réformes visant à faire de l'archipel une place financière internationale, tirant profit de son emplacement géographique exceptionnel, à la croisée des chemins entre l'Europe, les Amériques et l'Afrique, sur fond de stabilité politique, d'institutions démocratiques confirmées, d'un environnement juridique solide et d'une fiscalité compétitive. La conjoncture économique plus favorable, basée sur la privatisation des entreprises dans les secteurs de l'énergie, des télécommunications, de la banque et prochainement de la TACV(compagnie aérienne nationale), et la stabilité économique qui en découle, devrait également favoriser l'implantation d'entreprises étrangères,

dans la perspective de la création de la future place financière internationale. Après 6 mois de restructuration fonctionnelle, la Bourse des Valeurs a commencé à effectuer ces opérations, en décembre 2005 avec la mise en vente de six titres détenus par les banques BCA et Caixa Economica, la Cabo Verde Telecom et la Société Capverdienne de tabacs (SCT). Elle aurait en effet obtenu fin octobre l'attribution du code d'identification boursière MIC (Market identification code), qui l'habilite à opérer au plan international et facilite sa communication avec les interlocuteurs du marché boursier.

Durant la période 2005-2009, plusieurs opérations ont été effectuées, prouvant que cette Bourse fait partie des plus dynamiques et attractives comparée aux autres de la sous région. Depuis sa création, la capitalisation boursière est passée 8 000 000 000 ECV en 2005 à 27 106 158 315 ECV en 2009.

Table 2.1.2a: Total volume des transactions du marché primaire entre 2007 - 2009

Année	Offres	Description	Segments	Procura	RÁtio
2007	1.254.387.200,00	OPV 28,5% Enacol	Actions	7.787.067.200,00	6,2
2007	2.276.175.115,00	Offre Publique Sub Electra	Obligations	8.185.295.000,00	3,6
2007	2.276.175.115,00	Offre Privée Sub Electra	Obligations	2.276.176.115,00	1,0
2007	750.000.000,00	Offre Privée Sub Tecnicil	Obligations	750.000.000,00	1,0
2007	600.000.000,00	Offre Privée Sub ASA	Obligations	600.000.000,00	1,0
2008	500.000.000,00	Offre Publique Sub BIA	Obligations	1.063.745.000,00	2,1
2009	420.000.000,00	Offre Publique Sub IFH	Obligations	669.047.000,00	1,6
2009	1.500.000.000,00	Offre Publique Sub SOGEI	Obligations	1.502.647.000,00	1,0
2009	324.765.000,00	Offre Publique Sub Aumento Capital BCA	Actions	745.611.000,00	2,3
2009	150.000.000,00	Offre Publique Sub TECNICIL INDUSTRIA	Obligations	234.841.000,00	1,6
2009	1.500.000.000,00	Offre Publique Sub CABO VERDE FAST FERRY	Obligations	1.500.291.000,00	1,0
2009	1.044.000.000,00	Offre Publique Sub Aumento Capital CECV	Actions	1.791.438.000,00	1,7
2009	1.102.650.000,00	Offre Publique Sub TECNICIL IMOBILIÁRIA	Obligations	EM CURSO	
	13.698.152.430,00	TOTAL GLOBAL		27.106.158.315,00	2,0
	124.229.378,59	TOTAL EUR		245.827.400,49	

Source: **La Bolsa de Valores du Cap Vert**

Table 2.1.2^a1: Total de volume des transactions du marché secondaire 2007 – 2009 (CVE)

Titres	2009	2008	2007
BCA - Banco Comercial do Atlântico	30.041.040,00	8.149.900,00	22.980.945,00
CEC- Caixa Económica de Cabo Verde	4.248.000,00	1.820.000,00	701.500,00
SCT - Sociedade Cabo-verdiana de Tabacos	27.556.315,00	929.500,00	19.118.700,00
ENA - Enacol	72.337.804,00	853.091.241,00	701.306.896,00
ELEA -Obligation A da Electra	86.110.884,90	6.200.113,00	205.658.384,00
ELEB - Obligation B da Electra	75.016.050,40	0,00	268.157.616,00
ELEC- Obligation C da Electra	0,00	40.000.000,00	728.681.738,00
TECC - Obligation C da Tecnicil	0,00	0,00	50.000.000,00
ASAA EUR/TBA+2,25%	0,00	17.533.500,00	0,00
Dir Subscrição BCA	14.644.508,00	0,00	0,00
Dir Subscrição CECV	23.976.510,00	0,00	0,00
Obligation SOGEI 2014	129.584.985,00	0,00	0,00

Obligation. BI 6% 2013	2.140.000,00	0,00	0,00
Obligation T.IND 7.5%	1.675.000,00	0,00	0,00
Obligation CVFF 9% 2015	21.092.100,00	0,00	0,00
TOTAL	488.423.197,30	927.724.254,00	1.996.605.779,00

Source: **La Bolsa de Valores du Cap Vert**

Table 2.1.2^{a2}: Capitalisation boursière en % du PIB

Années	Capitalisation boursière	Capitalisation boursière en % du PIB
2007	19.59853832	18.17979
2008	1.063745	0.902979
2009	6.443875	5.454223

Source: La Bolsa de Valores du Cap Vert and WAMA

La Bourse du cap vert, est très dynamique eu égard aux performances enregistrées durant la période 2007-2009. Cependant, elle devrait s'ouvrir au marché de la sous-région pour mieux jouer le rôle de tête de pont entre les investisseurs lusophones d'une part et francophones et anglophones d'autre part.

4.0 ETAT DE L'INTEGRATION DU SYSTEME FINANCIER DE LA CEDEAO

4.1 METHODOLOGIE

Dans la mesure où le système financier est composé du secteur bancaire et des marchés financiers, l'intégration du système peut être appréciée à l'aide de plusieurs modèles économiques, mais pour des contraintes liées à la disponibilité des données et aux caractéristiques de nos marchés financiers, nous allons privilégier les deux modèles suivants:

- celui d'épargne-Investissement et ;
- celui du cours des actions.

Le premier modèle va tester le degré d'intégration du système financier dans son ensemble (secteur bancaire, marchés financiers). Quant au deuxième, il s'intéresse uniquement au degré d'intégration des marchés boursiers de la région.

4.1.1 Test économétrique de l'intégration du système financier à l'aide du comportement macroéconomique d'épargne et d'investissement des pays membres de la CEDEAO

Nous allons estimer le modèle de comportement macroéconomique d'épargne et d'investissement pour évaluer le degré d'intégration financière des pays de la CEDEAO à l'aide de l'équation suivante :

$$\left(\frac{I}{Y}\right)_{it} = \alpha + \beta \left(\frac{S}{Y}\right)_{jt} + \varepsilon_{it}$$

Où $\left(\frac{I}{Y}\right)_{it}$ désigne le niveau de l'investissement en pourcentage du PIB du pays ou de la région i à la date t et $\left(\frac{S}{Y}\right)_{jt}$ le niveau de l'épargne (en % du PIB) du pays ou de la région j à la date t.

Dans notre contexte, nous considérons trois pays (Nigeria, Ghana, Cape Vert) et la zone UEMOA qui ont un marché financier plus ou moins actif dans l'espace CEDEAO.

Nous estimons alors cette équation pour les différentes paires de pays/zone pour analyser le comportement d'épargne et d'investissement d'un pays/zone sur le comportement de l'autre et vice versa.

4.1.2 Test économétrique de l'intégration du sous groupe des marchés boursiers

La bourse des valeurs est le compartiment le plus important du marché financier. A cet effet, l'intégration de ce dit-marché dans les pays de la CEDEAO est examinée en testant d'intégration des bourses de valeurs dans la région. Ceci est fait en déterminant l'existence de la cointégration entre les indices des cours des actions des marchés boursiers existants dans la région. La région dispose de cinq (05) marchés boursiers : La Bourse des Valeurs du Nigeria (The Nigerian Stock Exchange), la Bourse des Valeurs du Ghana (The Ghanaian Stock Exchange), la BRVM pour les pays de l'UEMOA, la bourse des valeurs du Cap - Vert et la Bourse des Valeurs de la Sierra Leone (The Sierra Leone Stock Exchange).

Cependant, en raison de la non disponibilité des données et au fait que la Bourse des Valeurs de la Sierra Leone a été établie récemment, le test pour l'intégration des marchés financiers des pays de la CEDEAO est fait en considérant seulement les trois premières bourses que nous avons mentionnées.

Le modèle est spécifié comme suit :

$$\mathbf{X}_t = \mathbf{X}_{t-1} + \mathbf{m} + \mathbf{V}_t,$$

Où X_t (cours des actions) est une combinaison linéaire de chacune des composants (X_i , $t, i = 1, \dots, k$). V_t est un vecteur de dimensions k stationnaire avec moyenne zéro.

4.2 RESULTATS

4.2.1 Intégration du système financier

Les résultats des tests sont présentés en annexe dans le tableau.....et montrent qu'au sein de l'UEMOA, les secteurs bancaires sont plus ou moins intégrés. En prenant le cas des deux plus grandes économies : Côte d'Ivoire et Sénégal, on peut dire que l'investissement au Sénégal et l'épargne en Côte d'Ivoire sont intégrés d'ordre un avec l'existence d'une relation significative (de long terme) entre l'investissement au Sénégal et l'épargne en Côte d'Ivoire. Par contre, le test de cointégration indique que les deux variables ne sont pas cointégrées. Toute relation significative n'est que de long terme et il ne saurait exister une relation de court terme.

La relation indique qu'une augmentation du niveau de l'épargne (en % du PIB) en Côte d'Ivoire impacte positivement sur l'investissement en pourcentage du PIB au Sénégal.

Quant à l'investissement en Côte d'Ivoire et l'épargne au Sénégal, le test de racine unitaire indique que la série du taux d'investissement en Côte d'Ivoire est stationnaire tandis que le taux d'épargne au Sénégal est intégré d'ordre un. Par conséquent, les deux séries ne peuvent être cointégrées. De plus, l'estimation montre que le taux d'épargne au Sénégal n'affecte pas le comportement d'investissement en Côte d'Ivoire.

Concernant la relation financière entre l'UEMOA et le Nigeria, bien que les séries soient intégrées, le test de cointégration montre qu'elles ne sont pas intégrées. Par conséquent, l'estimation de l'équation est faite par les MCO directement sur les séries en niveau.

Concernant, la relation entre l'UEMOA et le Ghana et le Cap Vert, les résultats prouvent l'absence de cointégration et l'estimation de la relation en niveau (de long terme) indique l'absence de relation entre le niveau d'investissement dans l'UEMOA et le comportement d'épargne dans l'économie ghanéenne.

Entre le **Nigeria et le Ghana** : Le résultat montre l'existence d'une relation de cointégration entre le niveau d'investissement de l'Economie nigériane et le comportement d'épargne dans l'économie ghanéenne. La relation de long terme est significative avec un coefficient négatif supérieur à l'unité. Ceci signifie qu'une baisse du niveau de l'épargne (en % du PIB) dans l'économie ghanéenne s'accompagne d'une hausse du niveau de l'investissement dans l'économie du Nigeria (l'investissement en pourcentage du PIB) s'accroît.

En introduisant les taux d'intérêt sur les deux marchés dans le modèle, le résultat montre que le niveau du taux d'intérêt au Ghana n'affecte pas le niveau de l'investissement au Nigeria. Ce résultat semble clarifier l'hypothèse que le mouvement de capitaux entre le Ghana et le Nigeria n'est pas dû à l'évolution des taux d'intérêt sur le marché monétaire ghanéen. Par contre, le taux d'intérêt sur le marché monétaire nigérian influence le taux d'investissement au Nigeria. Plus il est élevé, plus le taux d'investissement est bas. Cette relation n'est valide qu'à long terme.

Relation réciproque (Ghana Nigeria) : Le comportement d'épargne dans l'économie nigériane n'influence en aucun cas ni à court terme ni à long terme le comportement d'investissement dans l'économie ghanéenne. Le comportement d'investissement est un processus autorégressif avec présence de racine unitaire et n'est pas expliqué par le niveau de l'épargne d'une économie étrangère.

4.2.2 Intégration des marchés financiers

L'existence d'une cointégration entre les indices des cours des actions des trois marchés implique que les trois indices des cours des actions de la région évoluent ensemble et ceci est possible lorsqu'ils sont cointégrés (c'est-à-dire, s'ils ont une relation de long terme) et que les indices des cours des actions des marchés financiers évoluent ensemble. Des indices trimestriels d'actions sont utilisés pour la période 2000Q1 à 2010Q3.

Avant de tester la cointégration, il est important de tester la présence de la racine unitaire dans les variables. Ceci nous indique l'ordre d'intégration des variables à utiliser dans le test de cointégration vu que le test n'admet les variables de différents ordres d'intégration I (1) et I (2). Le Test de Dickey-Fuller a été utilisé pour le test de racine unitaire. Les tests ont été faits sur le logarithme de variable.

Les résultats du test de racine unitaire sont présentés en annexe dans le Tableau 1. Ces résultats montrent que les indices des cours des actions des marchés boursiers du Ghana et du Nigéria sont des racines intégrés d'ordre 1, tandis que l'indice des cours des actions du marché boursier de l'UEMOA est stationnaire seulement en différence seconde. Par conséquent, dans le

test pour la cointégration, la première différence du cours des actions BRVM a été utilisée (pour obtenir une série I (1)) avec les niveaux d'indices des deux autres marchés, qui sont également à I (1). Nous avons utilisé la Méthode de Maximum de Vraisemblance de Johansen dans le test de cointégration, qui est basé sur l'estimation d'un modèle vectoriel autorégressif (VAR). L'avantage de cette méthode, c'est qu'il examine le nombre de vecteur cointégrant, qui donne l'information selon laquelle des indices des cours des actions sont affectés par les changements dans les autres indices

L'estimation VAR, qui devrait précéder le test de cointégration a été effectuée en testant d'abord le nombre de retard. Le test de nombre de retard est montré en annexe dans le tableau 2. Le résultat prouve que le nombre de retard est de 2. La corrélation entre les valeurs réelles et simulées du VAR est montrée dans le tableau 4.1. Elle montre que la corrélation est de 0.90 pour la BRVM et de 0.99 pour le Nigeria et le Ghana. Les tests de diagnostic du vecteur indiquent que les résidus ne sont pas des bruits blancs, le test de détection des résidus aberrants a été fait et 5 résidus ont dépassé 2.5. Le tableau 3 en annexe montre les examens de diagnostic. Le VAR a alors été réévalué en utilisant des variables muettes pour les périodes correspondants aux résidus aberrants. Les périodes avec de larges résidus sont 2007Q1, 2008Q1, 2006Q2 et 2009Q1 (se produisant deux fois). Avec ces variables muettes présentés, les tests sur des résidus indiquent que ces résidus sont de bruit blanc, bien qu'il existe toujours des preuves que cette variable ne suit pas la loi normale. Cependant, puisque le nombre d'observations est supérieur à 30, l'absence de normalité des résidus ne change pas le résultat de l'estimation. Nous avons donc effectué le test de cointégration basé sur le résultat du modèle VAR avec ces variables muettes. Le tableau 4 en annexe donne le résultat des tests de diagnostic résiduels de ce VAR.

Table 4.1: Corrélations entre les valeurs réelles et adaptées de la variété

BRVM	Ghanaian Stock Exchange	Nigerian Stock Exchange
0.9077	0.9917	0.9941

Le tableau 4.2 donne le résultat du test de cointégration. Le résultat montre qu'il n'y a aucune cointégration parmi les index des cours d'actions des trois marchés financiers. Ceci implique que ces trois marchés financiers de la CEDEAO ne sont pas intégrés.

Table 4.2: Résultats des tests de Cointegration

I(1) cointegration analysis.		
eigenvalue	loglik for rank	
	184.6075	0
0.25369	190.6061	1
0.21141	195.4751	2
0.16318	199.1270	3
H0:rank<= Trace test [Prob]		
0	29.039	[0.200]
1	17.042	[0.132]
2	7.3039	[0.114]

5.0 SCHEMA D'INTEGRATION FINANCIERE REGIONALE

L'acheminement vers l'intégration du système financier de la CEDEAO est non seulement perçu ces temps ci comme étant d'une importance capitale par les acteurs mais aussi apprécié au niveau politique le plus élevé, en particulier, par les Ministres de l'Economie et des Finances, l'Autorité des Chefs d'Etats et de Gouvernements de la CEDEAO suivant l'Initiative du marché commun d'investissement adoptée récemment par la CEDEAO. L'intégration du système financier dans l'espace CEDEAO signifie une libre circulation des capitaux au-delà des frontières nationales des Etats membres dans l'ensemble de la région avec le minimum de friction (coût de transaction). Les acteurs financiers (banques, investisseurs etc.) ainsi que leurs intermédiaires doivent être libres d'agir dans toute la région . Les intermédiaires qui ont des activités dans le marché financier doivent être en mesure d'agir dans toute la région et doivent être reconnus comme tels partout. Il y a une convergence des normes de comptabilité à travers les pays de la région. L'intégration des systèmes de compensation et de liquidation doivent être disponibles. Pour un système financier intégré dans la zone CEDEAO, trois conditions clés sont cruciales, à savoir le Développement du Secteur Financier, la Qualité Institutionnelle et la Qualité des Politiques Macroéconomiques comme indiqué ci-dessous.

Le développement du secteur financier est important pour l'intégration financière, car un secteur financier plus large et plus efficace est davantage susceptible de canaliser les flux financiers aux fins les plus productifs. Cependant cette canalisation des capitaux sera limitée si le secteur financier est peu développé. La qualité institutionnelle est également importante parce qu'elle n'affecte principalement "pas que les résultats de l'intégration financière mais l'intégration pris dans son entièreté" . Similairement, la qualité des politiques macroéconomiques affecte la composition des flux, étant donné que des politiques saines

attirent généralement l'investissement direct étranger (IDE) et les investissements de portefeuille à l'étranger (FPI). Ces deux investissements requièrent « la confiance de la stabilité macroéconomique du pays de destination/réциpiendaire.

Cinq étapes successives peuvent être identifiées pour l'intégration financière régionale, comme suit :

5.1 Etape Préparatoire

Les pays membres devraient moderniser leurs systèmes financiers en mettant en œuvre les parties essentielles des normes financières internationales et partager les informations de base entre eux.

Mesures nationales

Les pays membres devraient prendre des mesures pour améliorer la stabilité macroéconomique et la solidité du système bancaire à travers l'amélioration de leur RTGS afin de réduire les retards dans les systèmes de paiement et les coûts de transferts ; renforcer le système bancaire et le cadre réglementaire et améliorer les normes comptables en vue de l'adoption des Normes d'Informations Internationales Financières (IFRS).

Mesures Regionales

Au niveau régionale, il est nécessaire de finaliser l'accord pour une mise en œuvre effective du FTA dans le cadre du Schéma de Libéralisation Commerciale de la CEDEAO (ETLS); appliquer les différents protocoles pour la mise en œuvre effective du FTA, échanger les informations et organiser régulièrement les réunions entre les autorités monétaires et financières des pays membres en relevant leur fonction dans cette étape; délimiter les zones et les modalités du processus d'intégration financier dans le programme régionale ; mettre en place des accords bilatéraux et régionaux en vue d'offrir une assistance technique aux pays membres les moins développés dans la communauté pour mettre à niveau leur systèmes financiers.

5.2 Etape d'harmonisation

Les pays membres devraient continuer la modernisation de leur système financier. Des étapes pratiques devraient être mises en place au niveau national et régional pour mettre à niveau, harmoniser et lier les politiques/institutions financières régionales, les règles et réglementations.

Mesures nationales

Au niveau national, les mesures suivantes doivent être prises : i) étendre les systèmes de paiement nationaux en incluant le transfert électronique de fonds, les systèmes de dépôt de garantie et les switch payment; ii.) concevoir un système économiquement avantageux pour les transferts de petits montants; iii) renforcer davantage la supervision bancaire avec les mécanismes de conformité appropriés iv) supprimer le contrôle de change intra-régionale; v) libéraliser les flux de capitaux étranger; vi) renforcer les règles, les réglementations et la supervision actuelles des bourses de valeur; vii) achever la modernisation des systèmes financiers nationaux en les axant sur les forces du marché ; viii) assurer l'indépendance opérationnelle, renforcer l'autorité de supervision ; et ix) développer les systèmes d'information des données du crédit national.

Mesures Regionales

Au niveau régionale, la Commission de la CEDEAO doit s'assurer de la mise en œuvre effective du FTA ; assurer la mise en place de critères de convergence pertinents; organiser des réunions régulières entre les autorités de régulation des pays membres concernant le contrôle de capitaux qui prévaut et une stratégie de séquençage pour une libéralisation totale; lier les systèmes de paiement nationaux au système de paiement régional ; établir les organes de consultation du secteur financier privé et les infrastructures physiques régionales requis.

5. 3. Étape de Coopération

Dans cette étape, il est nécessaire que les pays membres fassent un effort substantiel en vue de l'harmonisation et la mise en liaison de leur politique financier, améliorer et rendre plus coopérative la surveillance régionale et le mécanisme de suivi au sein de la région.

Mesures nationales

Chaque pays membre devra libéraliser les contrôles de change au fur et à mesure par rapport au reste du monde ; mettre en œuvre des critères de convergence régionale détaillée suite à la feuille de route régionale et assurer une coordination effective entre les politiques monétaires et de taux de change.

Mesures Regionales

Au niveau régional, il est nécessaire de mettre en œuvre les accords pour la mise en place d'une union douanière, libéraliser les flux de l'investissement direct étranger (IDE) entre pays membres en vue de la mise en œuvre ultime des différentes mesures dans le marché d'Investissement Commun de la CEDEAO et le Code d'Investissement Commun. En plus, des critères de convergence détaillés et obligatoires avec le mécanisme de suivi approprié devra être établi.

A cette étape, il est également opportun d'assurer l'harmonisation des normes comptables réglementaires et de supervision ; l'établissement d'un agrément unique des procédures bancaires entre pays membres, avec une participation transfrontalière des régulateurs et des superviseurs de banque ; le développement d'un système d'information de données de crédit centralisé ainsi que des valeurs mobilières régionales et une infrastructure de réglementation du marché de change.

5.4 Etape d'intégration

Ici, les pays membres doivent unifier les institutions dans leur secteur financier national, les règles et réglementations sous lesquelles ces institutions opèrent ainsi que les produits financiers de leurs banques et des institutions financières non bancaires.

Mesures nationales

Les pays membres devraient adapter/modifier leur législation nationale et les exigences réglementaires ainsi que la structure institutionnelle pour se conformer aux exigences de cette étape d'intégration.

Dans cette étape, l'**Union Douanière** devra être mise en œuvre de façon complète et entamer le travail en vue de la réalisation d'un **Marché Commun** ; d'une bourse régionale unifiée, la mise en commun partielle des réserves de change, la mise en place d'un marché obligataire régional et la mise en liaison via la bourse régionale pour mobiliser l'épargne locale pour des raisons d'investissement.

5. 5. Etape d'Unification

Dans cette étape, les pays membres renoncent à leur souveraineté en ce qui concerne les politiques monétaires et financières en faveur de l'autorité régionale.

Mesures nationales

Il s'agit ici de l'abandon de la monnaie locale en faveur d'une monnaie régionale et du placement des réserves des pays membres dans une monnaie commune.

Mesures Régionales

Lors de cette étape finale, l'autorité monétaire régionale est achevée. L'opérationnalisation de cette étape, en particulier lorsqu'elle est accompagnée par la création d'une vraie communauté économique, impliquera la mise en place d'arrangements institutionnels concrets pour faciliter la transition des monnaies nationales, les taux de change et les banques centrales vers le système monétaire unifié. Dans cette étape également, des comités techniques régionaux qui devront fournir des contributions dans les processus de prise de décision sont établis.

6.0 LES DEFIS ET LES PERSPECTIVES DE L'INTEGRATION DU SYSTEME FINANCIER DANS LA CEDEAO

6.1. Les défis

Comme la région avance vers l'intégration de son système financier, l'on devrait relever un certain nombre de défis.

Le premier défi majeur du marché des capitaux est d'être à l'avant-garde du combat pour l'intégrité financière afin de réduire au minimum les effets des risques potentiels de contagion et réduire en même temps les risques généralisés. Ainsi, il est urgent de renforcer le cadre de réglementaire et améliorer la gouvernance d'entreprise, ce qui constitue la pierre angulaire pour gagner la confiance des investisseurs et promouvoir le développement durable du marché des capitaux. A cet égard, la vision proactive de la gestion de la Bourse des valeurs et la Commission de Réglementation des divers pays dans leurs efforts pour élever le niveau du marché des capitaux, devrait être renforcé. Le défi du marché des capitaux consiste à prendre des mesures globales pour renforcer, élargir et approfondir le marché afin d'étendre son rôle intermédiaire dans le financement des activités économiques. Il est nécessaire que la mise à jour accélérée des systèmes soit soutenue de même que le cadre de réglementation prudentiel doit faire l'objet d'une révision continue afin de mettre en place de meilleures normes de divulgation et la transparence des transactions.

Le second défi consiste évidemment à développer, de toute urgence, un marché obligataire dynamique afin que le secteur privé puisse accéder facilement à un plus grand nombre d'instruments de dettes qui leur permettent d'améliorer la gestion de leur passif. Comme les fonds publics deviennent actifs dans beaucoup de pays de la CEDEAO, le marché des capitaux serait en mesure de jouer un rôle capital dans l'évaluation des risques de crédits, ce qui réduit la forte concentration des risques de crédits dans le secteur bancaire. En prenant l'exemple du Nigéria, le lancement des titres du Gouvernement Fédéral et le Certificat National d'Epargne ainsi que la mise en œuvre des Lois sur les pensions de l'année 2004 renforceraient d'avantage le marché des capitaux. Plus important encore, des efforts devraient être faits pour étudier la titrisation des autres instruments de dettes en vue de soutenir davantage le développement d'un marché des valeurs et des dettes privées actif et dynamique pour compléter le marché de capitaux et des titres.

Le troisième défi est qu'il est urgent de préconiser l'auto réglementation dans les institutions financières en plus de la coopération et de l'engagement sans faille des opérateurs à relever le défi du professionnalisme et maintenir les normes éthiques de gestion. A cet égard, le défi des autorités de réglementation du système financier à sanctionner sévèrement les acteurs errants du marché, serait une avancée appréciable. Ceci encouragerait peut être la croissance durable des marchés financiers et surtout quand la région essaie de libéraliser le marché pour faire face aux effets globalisants des marchés financiers émergents à l'échelle régionale et internationale.

Le quatrième défi consiste à lever les obstacles juridiques qui demeurent : la suppression des contrôles de capitaux et de change pourrait augmenter les flux et la concurrence transfrontalières et permettre aux investisseurs et aux sociétés d'exploiter les marchés régionaux afin de trouver le coût de financement le plus faible et le rendement le plus élevé en fonction des risques.

Le cinquième défi est qu'il faut régler les différences majeures dans les lois, réglementations et fiscalités qui empêchent encore les investisseurs de se créer des portefeuilles de valeurs à travers les pays de la CEDEAO. Mettre l'accent sur une convergence avec des normes et

bonnes pratiques acceptées partout dans le monde afin de faciliter une meilleure intégration globale.

Un autre défi majeur pour le développement de l'intégration du système financier dans la CEDEAO est la question de la perception des investisseurs. Décider d'investir dans un instrument financier ou en fait dans un marché des valeurs ou dans une région géographique attirerait les investisseurs vers cette dernière alors qu'une faible perception aurait sans doute un impact négatif sur le niveau des investissements. La perception internationale de l'environnement politique et économique d'un pays influe souvent de manière forte sur la réponse des investisseurs étrangers à son offre de sécurité. Le défi de la faible sensibilisation sur les opérations et les avantages du marché des capitaux et son intégration imminente au sein de la région est étroitement lié au défi susmentionné. Le niveau de sensibilisation de la population sur le marché des capitaux et les opportunités qu'il offre élèveraient leur niveau de participation dans le marché.

6.2 Les perspectives

L'intégration **du système financier** peut rapporter d'énormes bénéfices quand on la conduit d'une manière stratégique. Une utilisation effective des capitaux transforme l'environnement des investissements ; générer des effets multiplicateurs tout en augmentant la production et les économies domestiques. Les conditions préalables qui le faciliteraient incluent:

- Une Economie Stable et Libéralisée: des politiques macroéconomiques destinées à éviter les énormes déséquilibres externes et internes sont très importantes pour prévenir les crises financières. Ces politiques devraient viser la limitation des dangers moraux et des abus qui en découlent dans le marché. Plus important encore, il doit y avoir une accumulation de réserves pendant la période d'importants flux de capitaux qui serviraient à stabiliser le taux de change et à dissiper l'incertitude du marché.
- La Confiance des Investisseurs: le manque de confiance, dû aux renversements fréquents de politiques économiques dans le passé peut entraver l'élimination des contrôles de capitaux bien que toutes les conditions préalables soient respectées. Un tel pays devrait chercher à changer les perceptions du marché des capitaux avant de réaliser l'intégration préconisée en suivant une politique non seulement cohérente mais qui produit, pendant un certain temps, de bons résultats économiques.
- L'élargissement du système financier permettrait au secteur réel d'accéder facilement aux crédits à long terme avec des taux d'intérêt réduits. Les autres avantages qu'on peut tirer de la consolidation des banques incluent: Plus d'efficacité et de rentabilité ; Une capacité accrue à être en concurrence dans le marché, aussi bien au niveau national qu'à l'échelle internationale ; Exercer une influence sur la technologie et la diversification des opérations, en contrôlant les risques et une plus grande variété de produits.

Avec la démocratie qui prend racine dans beaucoup de pays de la CEDEAO et les futures réformes économiques, particulièrement dans le secteur bancaire, y compris cependant, la mise en place de Commissions chargées de lutter contre la Criminalité, on regagne de plus en plus la confiance des investisseurs locaux et étrangers dans la région. Par conséquent, la réponse des investisseurs étrangers aux offres de sécurité dans le marché devient de plus en plus favorable.

CONCLUSION ET RECOMMANDATIONS

Dans la CEDEAO, les principaux marchés financiers existants (bancaires et boursiers) ne sont pas intégrés, exceptés pour la zone UEMOA. Les Marchés boursiers de la Communauté, en plus de l'insuffisance de liquidité dont ils souffrent, ne sont pas connectés entre eux pour permettre aux investisseurs de la sous région de tirer pleinement profit des opportunités qu'offre la Bourse. Pour pallier à cette situation, les autorités de ces marchés financiers ont pris des initiatives visant la création d'un système financier intégré en Afrique de l'Ouest et plus tard en Afrique dans son ensemble. Ce faisant, la signature de protocole par les principales bourses devrait être accompagnée d'un ensemble de mesures et de réformes appropriées et cohérentes ainsi que des instruments de gestion des risques pour conduire l'intégration du marché financiers dans une économie mondiale dynamique. Donc, une question majeure qui fera continuellement l'objet de plaidoyer, est la nécessité d'instituer la bonne gouvernance, en particulier la gouvernance d'entreprise.

Pour arriver à l'intégration des marchés financiers de la CEDEAO et maximiser les avantages de cette intégration tout en réduisant les risques au minimum, il est indispensable de le réaliser d'une manière ordonnée. La vision conventionnelle du séquençage souligne l'importance de parvenir à la stabilité macroéconomique et de développer les institutions domestiques financières, le marché et les instruments avant de penser à l'intégration et à la libéralisation du marché des capitaux. En fait, l'intégration du système financier devrait faire partie d'une approche simultanée, intégrée et compréhensive dirigée vers des réformes macroéconomiques et structurelles dans la CEDEAO en plus de la coordination des réformes du budget des années suivantes des Etats membres de la CEDEAO dans les secteurs interne et externe.

Les flux de capitaux stimulent la confiance des investisseurs internationaux en une économie. L'instabilité d'une économie, due à des changements constants, à des politiques incohérentes et à des indicateurs macroéconomiques défavorables, oriente les capitaux vers d'autres destinations. Ceci est dû à des mouvements de capitaux de court terme susceptibles de changer abruptement de direction pour des raisons spéculatives qui peuvent apporter des changements à la quantité des réserves de changes officielles et étrangères. Pour cette raison, il est conseillé de limiter les mouvements instables de capitaux dans les économies en expansion et surtout dans les Etats membres de la CEDEAO.

La réglementation et la supervision prudentielles des finances sont essentielles pour maintenir la stabilité et la croissance du marché des capitaux et du secteur financier. En particulier, un marché des capitaux qui fonctionne mal et dans le désordre, conduirait à une mauvaise allocation des ressources et à une crise financière. Les conseils prudentiels visent à promouvoir la stabilité financière des institutions financières individuelles et à protéger les investisseurs contre la fraude. Les transactions internationales peuvent impliquer certains types de risques absents des transactions internes, y compris les risques ayant trait au transfert, à la souveraineté et au pays. Dans les pays dotés de systèmes financiers fragiles, la paix du marché devient plus insupportable. Dans un environnement intégré de marchés financiers, les institutions financières locales peuvent s'avérer incapables d'évaluer et de gérer les risques liés aux grands flux de capitaux et les autorités de réglementation incapables de superviser. Pour des raisons de prudence, ces pays peuvent nécessiter le développement de

leurs institutions financières, de leurs marchés et de leurs instruments avant de songer à l'intégration de leurs marchés financiers.

Les Gouvernements des Etats membres de la CEDEAO devraient s'engager dans le développement intensif des ressources humaines applicables aux normes des TI pour encourager les opérations, le développement et l'intégration du système financier. Le Gouvernement devrait se lancer dans une campagne de sensibilisation pour éclairer les gens sur les potentiels avantages de l'intégration des marchés financiers.

Les questions du cadre juridique et du cadre de réglementation ne peuvent pas être compromises dans les marchés financiers si les investisseurs doivent récolter les fruits de leur labeur. Il faut reconnaître qu'au sein de l'UEMOA, des efforts considérables ont été notés (harmonisation du cadre réglementaire bancaire). Au niveau de la CEDEAO, des initiatives ont été prises afin d'harmoniser les lois existantes dans la région.

REFERENCES

Atkin, Michael, and Terry M. Chuppe, 1992, "Regulation of Securities Markets: Some Recent Trends and Their Implications for Emerging Markets," International Finance Corporation Policy Research Working Paper (Washington: World Bank).

Alemayehu, Mengistu, Senior Investment Officer, International Finance Corporation. Telephone conversation with author, September 2000.

Alvarez, Ana Maria, and Kalotay Kalman, 2004, "Emerging Stock Markets and the Scope for Regional Cooperation," United Nations Conference on Trade and Development Discussion Paper No. 79 (Geneva: UNCTAD).

Arestis, Philip, Panicos Demetriades and Kul Luintel, 2001, "Financial Development and Economic Growth: The Role of Stock Markets," *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 33, pp. 16-41.

Andersen, Palle and Ramon Moreno: Financial integration: an overview, available on the world wide web at <http://www.bis.org/publ/bppdf/bisap23>

Aremu, Jonathan: capital market integration for ECOWAS Common Investment Market, available on the worldwide web at <http://www.privatesector.ecowas.int>

Atje, Raymond and Boyan Jovanovic, 1993, "Stock Markets and Development," *European Economic Review*, Vol. 37 (April), pp. 632-640.

Aguetta M. Orlean A. " la monnaie, entre violence et confiance", Odile Jacob, 2002.

Ayadi R.. De Lima P. Et Pujals G., 2002 : « les restructurations bancaires en Europe », Revue de l'OPCE.

Ayuso J. et Blanco R.. 1999 : « Has financial market integration increased during the nineties ? », Banco de Espana.

Bank of Mauritius Annual Report for Year Ended 30 June 2001, Chapter VI: Regional Cooperation.

Bekaert, Geert, 1993, "Market Segmentation and Investment Barriers in Emerging Equity Markets," in *Portfolio Investment in Developing Countries*, ed. by Stijn Claessens and S. Gooptu, World Bank Discussion Paper No. 228 (Washington: World Bank).

Benimadhu, Sunil, CEO, Stock Exchange of Mauritius. Telephone conversation with author, 31 January 2002.

Buch C. M., 2001: "Financial market integration in a Monetary Union", Kiel institute of World Economics.

Buch C.M et Heinrich P., 2002: "Financial integration in Europe and banking sector performance", Kiel Institut of World Economics.

Calamanti, Andrea, 1983, *The Securities Market and Underdevelopment* (Milan: Giuffre).

Cameron, Rondo, 1967, *Banking in the Early Stages of Industrialization* (New York: Oxford

University Press).

Ching'ambo, Lloyd, General Manager, Lusaka Stock Exchange. Telephone conversation with author, 22 January 2002.

COMESA, "Progress Report on the RIFF Agenda in Uganda in the Year 2000/01." Available via the Internet: <http://www.comesa.int/business/riffuga.htm>

Demirgüç-Kunt, Asli, and Ross Levine, 1993, "Stock Market Development and Financial Intermediary Growth," World Bank Policy Research Working Paper (Washington: World Bank).

Revised treaty of the Economic Community of West African States (ECOWAS), Executive Secretariat, Abuja, Nigeria, 1993;

ANNEXES

Tableau 1: Test d'Intégration par les MCO

Dependent Variable: UEMOA_I				
Method: Least Squares				
Sample: 1980 2010				
Included observations: 31				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	17.03620	1.220250	13.96124	0.0000
NIGERIA_S	-0.004429	0.038445	-0.115195	0.9091
R-squared	0.000457	Mean dependent var		16.90693
Adjusted R-squared	-0.034010	S.D. dependent var		2.623864
S.E. of regression	2.668109	Akaike info criterion		4.862958
Sum squared resid	206.4454	Schwarz criterion		4.955473
Log likelihood	-73.37585	F-statistic		0.013270
Durbin-Watson stat	0.233069	Prob(F-statistic)		0.909085

Dependent Variable: UEMOA_I				
Method: Least Squares				
Sample: 1980 2010				
Included observations: 31				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	15.29543	1.032514	14.81377	0.0000
GHANA_S	0.113867	0.065453	1.739688	0.0925
R-squared	0.094500	Mean dependent var		16.90693
Adjusted R-squared	0.063276	S.D. dependent var		2.623864
S.E. of regression	2.539493	Akaike info criterion		4.764147
Sum squared resid	187.0218	Schwarz criterion		4.856662
Log likelihood	-71.84428	F-statistic		3.026515
Durbin-Watson stat	0.341298	Prob(F-statistic)		0.092519

	Retard	Prob	Prob	ADF_Test_Statistic	Critical_Value_5%	Conclusion	Décision
En niveau	4.000000	0.046221				Avec tendance	Série non stationnaire
En différence 1ère	3.000000	0.155828	0.437609	-4.253255	-1.950000	Sans tendance, sans constante	Série stationnaire

Dependent Variable: UEMOA_I				
Method: Least Squares				
Sample: 1980 2010				
Included observations: 31				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	15.68584	1.105771	14.18544	0.0000
CAPE_S	0.048204	0.039559	1.218545	0.2328
R-squared	0.048708	Mean dependent var		16.90693
Adjusted R-squared	0.015905	S.D. dependent var		2.623864
S.E. of regression	2.602914	Akaike info criterion		4.813481
Sum squared resid	196.4797	Schwarz criterion		4.905997
Log likelihood	-72.60896	F-statistic		1.484851
Durbin-Watson stat	0.263762	Prob(F-statistic)		0.232838

	Retard	Prob	Prob	ADF_Test_Statistic	Critical_Value_5%	Conclusion	Décision
En niveau	4.0	0.019869				Avec tendance	Série non stationnaire
En différence 1ère	3.0	0.071933	0.1071	-5.082102	-1.950000	Sans tendance, sans constante	Série stationnaire

Dependent Variable: NIGERIA_I				
Method: Least Squares				
Sample: 1980 2010				
Included observations: 31				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	39.28837	4.418872	8.891040	0.0000
GHANA_S	-1.267837	0.280119	-4.526068	0.0001
R-squared	0.413967	Mean dependent var		21.34544
Adjusted R-squared	0.393759	S.D. dependent var		13.95854
S.E. of regression	10.86832	Akaike info criterion		7.671922
Sum squared resid	3425.492	Schwarz criterion		7.764438
Log likelihood	-116.9148	F-statistic		20.48529
Durbin-Watson stat	0.955424	Prob(F-statistic)		0.000094

	Retard	Prob	Prob	ADF_Test_Statistic	Critical_Value_5%	Conclusion	Décision
En niveau	0.000000	0.680607	0.919457	-2.951979	-1.950000	Sans tendance, sans constante	Série stationnaire

Dependent Variable: D(NIGERIA_I)				
Method: Least Squares				
Sample (adjusted): 1981 2010				
Included observations: 30 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.441695	1.548177	-0.285300	0.7776
D(GHANA_S)	-0.216720	0.356828	-0.607352	0.5487
RESID_N_G(-1)	-0.285651	0.159489	-1.791041	0.0845
R-squared	0.106703	Mean dependent var		-0.486143
Adjusted R-squared	0.040533	S.D. dependent var		8.572641
S.E. of regression	8.397105	Akaike info criterion		7.188291
Sum squared resid	1903.807	Schwarz criterion		7.328410
Log likelihood	-104.8244	F-statistic		1.612561
Durbin-Watson stat	1.668421	Prob(F-statistic)		0.217993

Dependent Variable: NIGERIA_I				
Method: Least Squares				
Sample: 1980 2010				
Included observations: 31				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	51.39110	6.001132	8.563569	0.0000
GHANA_S	-1.208112	0.233663	-5.170317	0.0000
T_NIGERIA	-1.590336	0.415806	-3.824711	0.0007
T_GHANA	0.314674	0.195260	1.611567	0.1187
R-squared	0.622087	Mean dependent var		21.34544
Adjusted R-squared	0.580097	S.D. dependent var		13.95854
S.E. of regression	9.045120	Akaike info criterion		7.362242
Sum squared resid	2208.983	Schwarz criterion		7.547273
Log likelihood	-110.1147	F-statistic		14.81503
Durbin-Watson stat	1.656939	Prob(F-statistic)		0.000007

Dependent Variable: GHANA_I				
Method: Least Squares				
Sample (adjusted): 1982 2010				
Included observations: 29 after adjustments				
Convergence achieved after 12 iterations				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
NIGERIA_S	0.030236	0.044658	0.677073	0.5043
AR(1)	0.533833	0.182165	2.930499	0.0070
AR(2)	0.532934	0.188777	2.823080	0.0090
R-squared	0.864397	Mean dependent var		20.54067
Adjusted R-squared	0.853966	S.D. dependent var		10.16186
S.E. of regression	3.883287	Akaike info criterion		5.648938
Sum squared resid	392.0779	Schwarz criterion		5.790383
Log likelihood	-78.90960	Durbin-Watson stat		2.240959
Inverted AR Roots	1.04	-.51		
	Estimated AR process is nonstationary			

	Retard	Prob	Prob	ADF_Test_Statistic	Critical_Value_5%	Conclusion	Décision
En niveau	1.000000	0.317997	0.192191	-4.882834	-1.950000	Sans tendance, sans constante	Série stationnaire

Dependent Variable: SENEGAL_I				
Method: Least Squares				
Sample: 1980 2010				
Included observations: 31				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	18.60413	1.388525	13.39848	0.0000
RCI_S	0.347407	0.136619	2.542885	0.0166
R-squared	0.182322	Mean dependent var		21.45769
Adjusted R-squared	0.154126	S.D. dependent var		4.950526
S.E. of regression	4.553069	Akaike info criterion		5.931821
Sum squared resid	601.1827	Schwarz criterion		6.024336
Log likelihood	-89.94323	F-statistic		6.466263
Durbin-Watson stat	0.408292	Prob(F-statistic)		0.016590

	Retard	Prob	Prob	ADF_Test_Statistic	Critical_Value_5%	Conclusion	Décision
En niveau	4.000000	0.027396				Avec tendance	Série non stationnaire
En différence 1ère	3.000000	0.059027	0.151321	-4.453208	-1.950000	Sans tendance, sans constante	Série stationnaire

Tableau 2. Test Racine Unitaire

ADF Test Statistic	-0.107955	1% Critical Value*	-3.4972	
		5% Critical Value	-2.8906	
		10% Critical Value	-2.5821	
*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(LOG(GSE))				
Method: Least Squares				
Date: 10/29/10 Time: 16:34				
Sample(adjusted): 1986:2 2010:4				
Included observations: 99 after adjusting endpoints				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LOG(GSE(-1))	-0.000556	0.005150	-0.107955	0.9143
D(LOG(GSE(-1)))	0.527504	0.097253	5.424027	0.0000
D(LOG(GSE(-2)))	0.225478	0.111127	2.029009	0.0453
D(LOG(GSE(-3)))	0.099788	0.111153	0.897753	0.3716
D(LOG(GSE(-4)))	-0.353256	0.098055	-3.602649	0.0005
C	0.028276	0.034082	0.829651	0.4089
R-squared	0.467426	Mean dependent var	0.048616	
Adjusted R-squared	0.438793	S.D. dependent var	0.120676	
S.E. of regression	0.090403	Akaike info criterion	-1.910383	
Sum squared resid	0.760064	Schwarz criterion	-1.753103	
Log likelihood	100.5640	F-statistic	16.32474	
Durbin-Watson stat	1.942372	Prob(F-statistic)	0.000000	

ADF Test Statistic	-4.148139	1% Critical Value*	-3.4979	
		5% Critical Value	-2.8909	
		10% Critical Value	-2.5822	
*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(LOG(GSE),2)				
Method: Least Squares				
Date: 10/29/10 Time: 16:31				
Sample(adjusted): 1986:3 2010:4				
Included observations: 98 after adjusting endpoints				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(LOG(GSE(-1)))	-0.463535	0.111745	-4.148139	0.0001
D(LOG(GSE(-1)),2)	0.018029	0.111410	0.161825	0.8718
D(LOG(GSE(-2)),2)	0.234698	0.110307	2.127673	0.0360
D(LOG(GSE(-3)),2)	0.315957	0.110298	2.864570	0.0052
D(LOG(GSE(-4)),2)	-0.079716	0.104737	-0.761101	0.4485
C	0.023256	0.010466	2.222109	0.0287
R-squared	0.308691	Mean dependent var	0.001889	
Adjusted R-squared	0.271119	S.D. dependent var	0.106094	
S.E. of regression	0.090577	Akaike info criterion	-1.905963	
Sum squared resid	0.754786	Schwarz criterion	-1.747699	
Log likelihood	99.39217	F-statistic	8.216158	
Durbin-Watson stat	1.991406	Prob(F-statistic)	0.000002	

ADF Test Statistic	-2.133273	1% Critical Value*	-3.4972	
		5% Critical Value	-2.8906	
		10% Critical Value	-2.5821	
*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(LOG(NSE))				
Method: Least Squares				
Date: 10/29/10 Time: 16:44				
Sample(adjusted): 1986:2 2010:4				
Included observations: 99 after adjusting endpoints				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LOG(NSE(-1))	-0.008508	0.003988	-2.133273	0.0355
D(LOG(NSE(-1)))	0.469892	0.093236	5.039800	0.0000
D(LOG(NSE(-2)))	0.218690	0.104313	2.096478	0.0388
D(LOG(NSE(-3)))	0.134761	0.104301	1.292036	0.1995
D(LOG(NSE(-4)))	-0.419969	0.092812	-4.524962	0.0000
C	0.103890	0.035705	2.909700	0.0045
R-squared	0.489531	Mean dependent var	0.053889	
Adjusted R-squared	0.462086	S.D. dependent var	0.094661	
S.E. of regression	0.069427	Akaike info criterion	-2.438392	
Sum squared resid	0.448269	Schwarz criterion	-2.281112	
Log likelihood	126.7004	F-statistic	17.83706	
Durbin-Watson stat	1.761197	Prob(F-statistic)	0.000000	
ADF Test Statistic	-3.460384	1% Critical Value*	-3.4979	
		5% Critical Value	-2.8909	
		10% Critical Value	-2.5822	
*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(LOG(NSE),2)				
Method: Least Squares				
Date: 10/29/10 Time: 16:41				
Sample(adjusted): 1986:3 2010:4				
Included observations: 98 after adjusting endpoints				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(LOG(NSE(-1)))	-0.382349	0.110493	-3.460384	0.0008
D(LOG(NSE(-1)),2)	0.001366	0.105447	0.012953	0.9897
D(LOG(NSE(-2)),2)	0.184493	0.104563	1.764411	0.0810
D(LOG(NSE(-3)),2)	0.253790	0.104205	2.435485	0.0168
D(LOG(NSE(-4)),2)	-0.303878	0.099685	-3.048390	0.0030
C	0.020310	0.009256	2.194245	0.0307
R-squared	0.410265	Mean dependent var	-0.000559	
Adjusted R-squared	0.378214	S.D. dependent var	0.086402	
S.E. of regression	0.068131	Akaike info criterion	-2.475510	
Sum squared resid	0.427044	Schwarz criterion	-2.317246	
Log likelihood	127.3000	F-statistic	12.80045	
Durbin-Watson stat	2.011022	Prob(F-statistic)	0.000000	

ADF Test Statistic	-1.679052	1% Critical Value*	-3.5930	
		5% Critical Value	-2.9320	
		10% Critical Value	-2.6039	
*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(LOG(BRVM))				
Method: Least Squares				
Date: 10/29/10 Time: 16:50				
Sample(adjusted): 2000:3 2010:4				
Included observations: 42 after adjusting endpoints				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic Prob.	
LOG(BRVM(-1))	-0.019930	0.011870	-1.679052	0.1011
D(LOG(BRVM(-1)))	0.851104	0.096763	8.795736	0.0000
C	0.094010	0.056083	1.676257	0.1017
R-squared	0.671262	Mean dependent var	0.014385	
Adjusted R-squared	0.654403	S.D. dependent var	0.051604	
S.E. of regression	0.030337	Akaike info criterion	-4.084157	
Sum squared resid	0.035893	Schwarz criterion	-3.960038	
Log likelihood	88.76729	F-statistic	39.81772	
Durbin-Watson stat	2.405445	Prob(F-statistic)	0.000000	

ADF Test Statistic	-4.835696	1% Critical Value*	-3.6019	
		5% Critical Value	-2.9358	
		10% Critical Value	-2.6059	
*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(LOG(BRVM),3)				
Method: Least Squares				
Date: 10/29/10 Time: 16:55				
Sample(adjusted): 2001:1 2010:4				
Included observations: 40 after adjusting endpoints				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic Prob.	
D(LOG(BRVM(-1)),2)	-1.263799	0.261348	-4.835696	0.0000
D(LOG(BRVM(-1)),3)	0.008213	0.164962	0.049785	0.9606
C	-0.002918	0.005103	-0.571895	0.5709
R-squared	0.625991	Mean dependent var	-0.000300	
Adjusted R-squared	0.605775	S.D. dependent var	0.051139	
S.E. of regression	0.032109	Akaike info criterion	-3.967319	
Sum squared resid	0.038147	Schwarz criterion	-3.840653	
Log likelihood	82.34638	F-statistic	30.96408	
Durbin-Watson stat	1.992023	Prob(F-statistic)	0.000000	

Dependent Variable: DLOG(NSE)				
Method: Least Squares				
Date: 10/29/10 Time: 17:07				
Sample(adjusted): 2000:3 2010:4				
Included observations: 42 after adjusting endpoints				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.032617	0.019096	1.708081	0.0956
DLOG(GSE)	0.007344	0.124067	0.059194	0.9531
DLOG(BRVM,2)	-0.134242	0.581656	-0.230793	0.8187
R-squared	0.001365	Mean dependent var		0.033336
Adjusted R-squared	-0.049847	S.D. dependent var		0.111631
S.E. of regression	0.114379	Akaike info criterion		-1.429845
Sum squared resid	0.510222	Schwarz criterion		-1.305726
Log likelihood	33.02674	F-statistic		0.026658
Durbin-Watson stat	0.940573	Prob(F-statistic)		0.973712

Dependent Variable: DLOG(NSE)				
Method: Least Squares				
Date: 10/29/10 Time: 17:10				
Sample(adjusted): 1985:2 2010:4				
Included observations: 103 after adjusting endpoints				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.057717	0.009863	5.851886	0.0000
DLOG(GSE)	-0.063000	0.077665	-0.811179	0.4192
R-squared	0.006473	Mean dependent var		0.054773
Adjusted R-squared	-0.003364	S.D. dependent var		0.092920
S.E. of regression	0.093076	Akaike info criterion		-1.891573
Sum squared resid	0.874979	Schwarz criterion		-1.840413
Log likelihood	99.41599	F-statistic		0.658012
Durbin-Watson stat	0.801480	Prob(F-statistic)		0.419170

APPENDIX TABLE 3: TESTS FOR LAG LENGTH OF VAR

VAR Lag Order Selection Criteria							
Endogenous variables: DLBRVM LGSE LNSE							
L	g	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0		17.52181	NA	9.71e-05	-0.726091	-0.599425	-0.680292
1		141.4370	223.0473	3.11e-07	-6.471849	-5.965185	-6.288655
2		165.7473	40.11208*	1.46e-07*	-7.237367*	-6.350705*	-6.916778*
3		169.9804	6.349607	1.89e-07	-6.999020	-5.732361	-6.541036

* indicates lag order selected by the criterion

LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)

FPE: Final prediction error

AIC: Akaike information criterion

SC: Schwarz information criterion

HQ: Hannan-Quinn information criterion

**APPENDIX TABLE 4: TESTS FOR RESIDUAL DIAGNOSIS AND LARGE
RESIDUALS FROM INITIAL VAR**

RESIDUAL DIAGNOSIS

Vector Portmanteau(5): 70.6853

Vector AR 1-3 test: $F(27,67) = 2.8298 [0.0003]**$

Vector Normality test: $\text{Chi}^2(6) = 44.028 [0.0000]**$

Vector Hetero test: $F(72,92) = 0.61774 [0.9829]$

LARGE RESIDUALS

Residuals exceeding 3 standard errors

Date	residual	scaled	
2007(1)	0.29896	3.0811	LnNSE
2008(1)	-0.31228	-3.2184	LnNSE
2006(2)	0.062291	2.5417	DLnBRVM
2009(1)	-0.061274	-2.5002	DLnBRVM
2009(1)	-0.32191	-2.9242	LnGSE

**APPENDIX TABLE 5: TESTS FOR RESIDUAL DIAGNOSIS FROM VAR WITH
STEP DUMMIES**

Vector Portmanteau(5): 55.1534

Vector AR 1-3 test: $F(27,56) = 0.89684$ [0.6124]

Vector Normality test: $\text{Chi}^2(6) = 42.872$ [0.0000]**

Vector Hetero test: $F(72,71) = 0.57532$ [0.9897]