
DÉVELOPPEMENT FINANCIER, INTÉGRATION FINANCIÈRE ET CROISSANCE ECONOMIQUE

Mme. Estelle Amani KONAN¹

RESUME

L'objectif de cette étude est de réexaminer la relation développement financier - croissance économique dans l'UEMOA sur la période 1990-2015. Respectivement par l'estimation d'un panel à effet aléatoire panel et par la méthode des MCO, nous estimons le modèle de croissance avec secteur bancaire et le modèle de croissance avec marché financier. Les résultats montrent qu'il existe une relation non linéaire entre le développement financier et la croissance économique dans l'UEMOA. Alors, comme perspectives de développement du marché financier de l'UEMOA, nous analysons la possibilité d'une intégration financière internationale de l'UEMOA en déterminant l'impact de l'intégration financière internationale sur le développement financier et sur la croissance économique. Les résultats des estimations par la méthode des variables instrumentales (IV) et par les MCO nous donnent des résultats ambigus qui montrent qu'une intégration financière internationale est très risquée et qu'il est préférable d'aller vers une intégration financière régionale au sein de la CEDEAO.

Mots clés: intégration financière, développement financier, secteur bancaire, marché boursier, croissance économique

Classification JEL: E44, G15, F36

1. INTRODUCTION

Le lien entre développement financier et croissance économique a commencé à être mis en exergue par Schumpeter (1911), McKinnon (1973) et Shaw (1973). Schumpeter (1911) prétend qu'un système financier (bancaire) développé stimule l'innovation technologique par le financement des projets capables de générer des niveaux de productivité élevés. Toutefois, il faudra signaler que dans l'approche de Schumpeter, l'accent n'est pas mis sur le processus de mobilisation de l'épargne mais plutôt sur l'octroi du crédit et l'intervention de l'Etat dans la régulation du secteur financier.

McKinnon (1973) et Shaw (1973), à travers leur théorie de libéralisation financière estiment que le développement financier est indispensable pour la croissance économique, et que si des pays sous-développés ont une croissance faible, ce serait à cause de leur faible niveau de développement financier.

Alors, Shaw (1973) soutient qu'il y a développement financier lorsque l'accumulation d'actifs financiers est à un rythme plus rapide que l'accumulation d'actifs non-financiers. Levine (1997) stipule que le développement financier affecte la croissance économique via l'accumulation du capital et la productivité des facteurs.

Ainsi, nous soutenons qu'un système financier est développé lorsqu'il fournit du crédit à tous les secteurs d'activités en vue de générer des niveaux de productivités élevés, lorsqu'il a une augmentation et une diversification des actifs financiers, et lorsque toutes les couches de la population ont accès aux services financiers.

Dans les pays en développement, les marchés boursiers sont en début de croissance et sont encore peu connus des populations. Dans le cas de l'espace UEMOA, la Bourse Régionale des Valeurs Mobilières (BRVM) ne compte que trente-neuf entreprises cotées (Bulletin de la cote de la BRVM du 30 novembre 2015). Sur ces trente-neuf entreprises cotées, trente-deux proviennent de la Côte d'Ivoire; une du Bénin, deux du Sénégal, une du Togo, une du Burkina Faso, une du Mali, une du Niger; et aucune de la Guinée Bissau. Cependant les Etats et sociétés étatiques de tous les pays de l'union excepté la Guinée Bissau se financent sur ce marché à l'aide des emprunts obligataires. Dans cette région, le système financier est essentiellement basé sur les banques. Le taux d'utilisation des services financiers est de 35,71% de la population en 2015 avec un taux de croissance économique moyen de 2,70% en 2015 (Base de données de la BCEAO, 2016). Malgré cela, le taux de bancarisation de la population est encore très faible, 19,5% en 2015, (Base de données de la BCEAO, 2016).

Par ailleurs, dans un contexte de globalisation et de concurrence, étant donné que dans la zone Union Economique et Monétaire Ouest-Africaine (UEMOA), le secteur

financier est à prédominance bancaire, nous prévoyons alors l'intégration financière internationale comme perspectives de développement du marché boursier de l'UEMOA.

L'intégration financière fait référence aux liaisons individuelles des pays avec les marchés internationaux de capitaux. Elle désigne un processus impliquant un ensemble de mesures utilisés dans le but d'éliminer les restrictions imposés sur le secteur financier telles que la libéralisation du taux d'intérêt, l'élimination des restrictions imposés sur le compte capital ou encore la réforme du secteur externe, McKinnon (1973) et Shaw (1973).

Ingram (1969), dans son approche sur l'intégration financière, apporte sa contribution concernant les intégrations régionales. Son approche est basée sur l'idée que les capitaux ont tendance à se déplacer plus rapidement que la main d'œuvre et qu'ils peuvent ainsi la remplacer dans le rôle d'un mécanisme correcteur des déséquilibres de la balance des paiements. Lors d'une forte intégration financière, et même en l'absence de l'instrument du taux de change, des changements modestes des taux d'intérêt peuvent ainsi causer des mouvements de capitaux équilibrant. Une zone monétaire ne peut donc fonctionner, et à plus forte raison être optimale, sans une mobilité totale des capitaux et une libéralisation accrue des services financiers.

En outre, il existe quatre bourses au sein de la Communauté Economique Des Etats d'Afrique de l'Ouest (CEDEAO) à savoir: la Bourse Régionale des Valeurs Mobilières (BRVM), marché boursier unique pour les huit (8) pays de l'UEMOA, la Bourse du Nigéria (Nigerian Stock Exchange, NGSE), la Bourse du Ghana (Ghana Stock Exchange, GSE) et la Bourse de Sierra Léone. Mais les bourses les plus actives sont la BRVM, la bourse du Nigéria et celle du Ghana. La BRVM est la deuxième place boursière de la CEDEAO après le Nigéria.

En effet, les bourses nationales d'Afrique de l'ouest ainsi que la bourse régionale (BRVM) ne sont pas encore parvenues à l'efficacité des bourses étrangères dans les pays développés; et ce malgré les efforts consentis ces vingt dernières années.

Alors, quel est l'impact du développement financier sur la croissance économique dans l'UEMOA? L'intégration du marché financier de l'UEMOA à ceux du reste du monde ou à ceux de la CEDEAO contribue-t-elle au développement financier et à la croissance économique de ces pays ? L'intérêt de ce sujet est d'apporter une contribution au processus de financement des entreprises de la zone UEMOA, et partant des pays de la CEDEAO.

L'objectif général de cette étude est de déterminer le rôle du développement financier sur la croissance économique via l'intégration financière. Il s'agira d'une part, de déterminer le rôle des marchés financiers dans la croissance économique dans l'UEMOA; et d'autre part analyser l'impact de l'intégration financière internationale sur le développement financier et sur la croissance économique.

Notre étude prend en compte le système financier dans son ensemble, c'est-à-dire secteur bancaire et marché boursier. Pour le secteur bancaire, nous considérons les pays de l'UEMOA excepté la Guinée Bissau faute de données disponibles. Etant donné que sur trente-neuf entreprises cotées à la bourse des valeurs de l'UEMOA (BRVM), trente-deux entreprises sont des entreprises ivoiriennes, nous allons donc ramener l'étude du marché boursier à la Côte d'Ivoire. Pour l'étude de l'intégration financière, nous ajoutons les pays de la CEDEAO possédant des bourses des valeurs actives (le Nigéria et le Ghana) afin d'analyser la réaction de ces pays à une intégration financière. Notre étude se fait sur la période 1990-2015. Respectivement par l'estimation d'un panel à effet aléatoire panel et par la méthode des MCO, nous estimons le modèle de croissance avec secteur bancaire et le modèle de croissance avec marché financier. L'estimation des modèles de l'impact de l'intégration financière internationale sur le développement financier et sur la croissance économique se fait par la méthode des variables instrumentales (IV) et par les MCO.

La suite de cet article est structurée comme suit: la section 2 nous présente la revue de la littérature, la troisième section se consacre à l'approche méthodologique, la section 4 traite l'analyse empirique et la section 5 aborde la conclusion et les implications de politiques économiques.

2. REVUE DE LITTÉRATURE

Ce chapitre abordera le cadre théorique du lien entre le développement financier (secteur bancaire et marché boursier) et la croissance économique ensuite il abordera la question de l'intégration financière internationale.

2.1. Revue de la littérature sur le lien entre développement financier et croissance économique

Le secteur financier a beaucoup évolué et s'est de plus en plus développé d'abord dans les pays développés et ensuite dans les pays en développement. Plusieurs économistes se sont intéressés alors à ce secteur et à sa contribution dans la croissance économique. Dans la littérature économique, nous avons trois courants de pensées.

2.1.1. Impact positif du développement financier sur la croissance économique

Nous avons d'abord ceux qui pensent que le développement financier favorise la croissance économique. Ainsi, Greenwood et Jovanovic (1990), Beck et Levine (2004) stipulent que le système financier peut entraîner un développement de la croissance économique grâce à un bon traitement de l'information et les faibles coûts de transactions. Selon Levine (1991,1997), le développement financier affecte la croissance économique via l'accumulation du capital, la productivité des facteurs et le capital humain. Dans le même courant de pensée, Bekaert et al. (2005) montrent que les économies qui ont libéralisé leurs marchés boursiers enregistrent des taux de croissance économique élevés.

2.1.2. La croissance économique favorise le développement financier

Ensuite, nous avons aussi ceux qui estiment que c'est plutôt la croissance économique qui favorise le développement financier. Nous avons Robinson (1952) pour qui le développement financier est une conséquence de la croissance économique. D'autres auteurs le rejoignent à savoir Boyd et Smith (1996), Greenwood et Smith (1997), Demirgüç-Kunt et Levine (2008). Selon eux, lorsqu'une économie se développe, elle provoque l'émergence d'institutions financières, de produits et de services financiers en réponse à la hausse de la demande de services financiers.

2.1.3. Le développement financier impacte négativement ou n'impacte pas la croissance économique

Enfin, nous avons ceux qui estiment que le développement financier impacte négativement ou n'impacte pas la croissance économique. On a en autres, Lucas (1988) qui soutient que le rôle des facteurs financiers dans la croissance économique est exagéré. Et Mayer (1988) affirme qu'un marché boursier développé n'est pas important pour le financement des entreprises.

2.1.4. Revue de littérature empirique: méthodes d'estimations MCO et MMG

D'un point de vue empirique, Beck et Levine (2004) en considérant le développement financier pris globalement: ils examinent simultanément l'impact du développement des activités bancaires et des marchés boursiers sur la croissance. L'étude est menée sur un échantillon de 40 pays avec des données de panel en moyennes quinquennales sur la période 1976-1998. Les résultats économétriques obtenus à partir de la Méthode des Moments Généralisés en panel dynamique montrent que le développement des banques (mesuré par le volume des crédits au secteur privé rapporté au PIB) et le développement des marchés boursiers (mesuré par le ratio de turnover) exercent chacun, de façon indépendante, un impact positif sur la croissance économique.

Avec la même méthode d'estimation et en utilisant uniquement les indicateurs du secteur bancaire, Kpodar et Jeanneney (2006) analysent l'impact du développement financier et celui de son instabilité sur la croissance économique des pays en développement. Les estimations ont été faites sur des données de panel, couvrant cent vingt et un pays en développement sur la période 1966-2000, divisée en sept sous périodes de cinq ans chacune. La méthode d'estimation a été successivement les moindres carrés ordinaires avec effets fixes, la Méthode des Moments Généralisés en différences premières et en systèmes.

Pour le choix de l'indicateur du développement financier, il a été retenu le rapport au PIB des actifs liquides et des crédits accordés par les intermédiaires financiers (hors banque centrale et agences gouvernementales) au secteur privé. À chacun d'eux est associé un indicateur d'instabilité. Il s'agit de la moyenne, calculée sur chaque période de cinq ans, des valeurs absolues des résidus de l'estimation de la tendance de long terme du ratio considéré, effectuée séparément pour chaque pays de l'échantillon sur l'ensemble de la période d'estimation. Les résultats des estimations montrent que le développement financier exerce un effet positif sur la croissance, aussi bien lorsqu'il est mesuré par les crédits bancaires que par les actifs liquides sur le PIB. Mais cet effet positif est manifestement amoindri par l'instabilité financière associée à un développement financier plus important et plus rapide. Ici, il faut remarquer que les deux méthodes d'estimations, MCO avec effets fixes et MMG, ont données les mêmes résultats.

Toujours avec des indicateurs du secteur bancaire, l'étude d'Ould Sidi (2008) sur le système financier mauritanien a permis de mettre en évidence un effet positif marginal du développement du secteur bancaire sur la croissance économique. L'estimation a été faite par les Moindres Carrés Ordinaires (MCO) comme c'était le cas avec Kpodar et Jeanneney (2006). Pour mesurer le développement financier (ici bancaire à cause de l'absence du marché boursier en Mauritanie), les indicateurs suivants ont été utilisés: crédit bancaire au secteur privé, crédit domestique au secteur privé, M2. Les résultats montrent que la faible contribution du système financier à la croissance économique peut être expliquée par l'absence d'un secteur bancaire privé dynamique capable de transformer les ressources financières disponibles en projets rentables.

Demirguc-Kunt et al. (2011) étendent leur champ d'étude à l'importance de la structure financière. Ils ont examiné l'évolution de l'importance de la structure financière dans le processus de développement économique ainsi que le lien entre structure financière et développement économique. Pour ce faire, ils considèrent un échantillon de 72 pays sur la période 1980-2008 en agréant des moyennes sur cinq ans. Hormis les mesures de développement financier souvent utilisées dans la littérature, les auteurs ont construit de nouveaux indicateurs comme le ratio de

structure financière qui est égal aux crédits privés octroyés par les banques, divisés par la capitalisation des marchés financiers et; l'écart de structure financière qui équivaut au logarithme de la valeur absolue de la différence entre le ratio de la structure financière actuelle et le ratio optimal estimé de structure financière.

La régression en coupe de pays de montre que le développement du secteur bancaire et des marchés financiers est positivement corrélé avec la croissance; cette corrélation suggère que le développement financier implique des banques et des marchés financiers de taille plus importante et; l'écart de structure financière est négativement corrélé avec le développement financier et la croissance économique.

2.1.5. Revue de littérature empirique: méthodes d'intégration et de cointégration

L'étude empirique du développement financier et de la croissance économique n'a pas été faite seulement par les MCO ou MMG comme c'est le cas des études précédentes, mais des analyses de causalité en termes d'intégration et de cointégration ont été faites.

Yahyaoui et Rahmani (2009) analysent l'importance de la santé du cadre institutionnel dans la relation finance-croissance. Alors, les auteurs utilisent un modèle de croissance de Solow augmenté par le capital humain. Ils ont utilisé trois indicateurs relatifs au développement financier (le taux de liquidité, le crédit au secteur privé, les crédits domestiques fournis par le secteur bancaire, tous rapportés au PIB) et cinq indicateurs de développement institutionnelle (les conditions socio-économiques, la corruption, les ordres et lois, la qualité bureaucratique, un indice synthétique de gouvernance). Les estimations ont été faites sur données de panel pour 22 pays sur la période 1990-2006. Les méthodes d'estimations sont basées sur l'analyse intégration-cointégration. Ces méthodes sont les moindres carrés complètement modifiés (FMOLS : fully modified ordinary least squares) et les moindres carrés dynamiques (DOLS : dynamic ordinary least squares). Les résultats des estimations viennent confirmer l'existence d'une relation significative en montrant d'une part, les effets directs du développement financier et de la qualité des institutions sur le développement économique; et d'autre part, l'effet indirect du développement financier via un cadre institutionnel sain sur le développement économique.

Aka (2010b), utilisant aussi une analyse de cointégration, fait l'étude du développement financier et croissance économique dans les pays de l'UEMOA. L'auteur construit d'abord un indicateur synthétique du développement financier pour chacun des pays de l'UEMOA. Pour choisir entre $M2/PIB$, $M3/PIB$, le crédit domestique accordé au secteur privé divisé par le Produit Intérieur Brut (PIB), le crédit domestique accordé par les banques rapporté au PIB, l'auteur a recours à

l'analyse en composantes principales. Il obtient l'indicateur synthétique en faisant une combinaison linéaire du logarithme des quatre indicateurs. Ensuite, il examine empiriquement les liens entre, d'une part, le développement financier et la croissance économique, et d'autre part, le développement financier et les secteurs d'activités sur la période 1961-2005. Pour ce faire, il effectue des tests de cointégration de Johansen et de causalité au sens de Granger. Les résultats montrent qu'il existe une relation de long terme stable entre le développement financier et la croissance économique dans les pays de l'UEMOA. Le sens de causalité part de la finance vers la croissance dans trois pays sur huit ; et dans les cinq autres pays, la causalité est à double sens.

Kouki (2013) étudie le lien entre le développement financier et la croissance économique dans la région d'Afrique du nord toujours avec la même méthode que l'étude précédente. Il utilise quatre indicateurs de développement financiers dont deux du secteur bancaire et les deux autres du marché boursier. Pour le système bancaire, il utilise les crédits au secteur privé rapporté au PIB nominal et les crédits bancaires rapporté au PIB nominal. Tandis que pour le marché boursier, il utilise la capitalisation boursière rapporté au PIB et le ratio entre la valeur des titres échangés et la capitalisation boursière par rapport au PIB. Il utilise des données de panel de quatre pays de la région d'Afrique du nord (l'Algérie, l'Égypte, le Maroc et la Tunisie) de 1964 à 2009 pour le système bancaire et de 1988 à 2009 pour le marché boursier.

Après des tests de cointégration, il utilise la méthode des moindres carrés complètement modifiés (FMOLS) pour estimer son modèle. Pour l'Égypte, les deux indicateurs du système bancaire ont un impact positif sur la croissance tandis que pour le Maroc, seuls les crédits au secteur privé affectent positivement la croissance économique. Pour la Tunisie, le système bancaire n'a aucun effet sur la croissance économique. Lorsque l'auteur mesure le développement financier par les indicateurs du marché boursier, il obtient un effet positif du secteur financier sur la croissance économique de la Tunisie, le Maroc et l'Égypte. Pour l'Algérie, le développement financier a un impact négatif sur la croissance.

2.1.6. Revue de littérature empirique: les modèles non-linéaires

Par ailleurs, de nombreuses études remettent en cause la relation linéaire entre le développement financier et la croissance économique. Berthelemy et Varoudakis (1996) ont étudié cette question à partir d'un modèle de croissance endogène avec secteur financier. A partir d'une estimation sur données en coupe transversale relatives à 95 pays développés et en développement sur la période 1960-1995, ils montrent la présence d'un effet de seuil en termes de développement financier entre celui-ci et la croissance de long terme. Cela signifie que l'appartenance d'un pays à un régime de croissance particulier est liée à sa position relativement au seuil de développement financier.

De même, Fung (2009) étudie un échantillon de 57 pays développés et en développement sur la période 1967-2001 et utilise la Méthode des Moments Généralisés sur panel dynamique avec effets fixes. Son étude conduit à deux résultats intéressants. En premier lieu, le développement financier et la croissance économique ont une interaction d'autant plus forte que le pays se situe à un stade précoce de développement économique. La relation tend à s'affaiblir au fur et à mesure que le degré de développement économique s'accroît. En second lieu, il existe des trappes à pauvreté liées à un niveau initial trop bas de développement financier, niveau interdisant toute perspective de convergence en termes de croissance économique.

Quant-à Allegret et Azzabi (2012), ils analysent l'existence de relation non-linéaire entre le développement financier et la croissance de long terme à partir de la Méthode des Moments Généralisés sur panel dynamique, et pour 112 pays émergents et en développement entre 1975 et 2007. Les résultats montrent un impact favorable mais décroissant du développement financier sur le PIB de long terme à partir d'un niveau moyen critique de développement financier.

Enfin, Eggoh et Villieu (2013), utilisant une méthode différente de l'étude précédente, ils font un réexamen de la non-linéarité entre le développement financier et la croissance économique. Ils présentent un modèle simple de croissance endogène dans lequel le secteur financier améliore l'efficacité de la transformation de l'épargne en investissement. Le modèle fait apparaître l'existence de trajectoires multiples de croissance endogène à long terme, et la possibilité d'une relation non-linéaire entre le développement financier et la croissance économique ; le niveau du développement financier exerçant un effet de seuil dans cette relation.

Afin de prendre en compte l'endogénéité du développement financier dans l'équation de croissance, l'auteur utilise la variable de développement financier retardée d'une période. Les tests empiriques réalisés selon la méthode PSTR (panel smooth threshold regression) sur un panel de 71 pays sur la période 1960-2006 confirment cet effet de seuil : la relation entre développement financier et croissance économique est positive, lorsque le développement financier est relativement faible ; mais son signe devient difficile à déterminer dans les pays financièrement développés. L'estimation du modèle PSTR rejoint celle d'un panel à effet fixe individuel.

C'est cette relation non-linéaire entre le développement financier et la croissance économique dans l'espace UEMOA que nous vérifierons dans notre étude.

2.2. Revue de littérature sur l'intégration financière

L'examen de la relation entre l'intégration financière et la croissance économique a toujours fait l'objet d'un intérêt particulier. A cet effet, une vaste littérature a

investigé les effets de l'intégration financière sur le développement financier et sur la croissance économique. Les prédictions théoriques sur ce sujet sont mitigées. La plupart des travaux concluent à des effets positifs importants de l'intégration financière sur le développement financier (Chinn et Ito (2002, 2005), Klein et Olivei (2006), Calderón et Kubota (2009), De la Torre et al. (2007)). Certains attestent l'existence d'effets positifs et d'une relation significative entre intégration financière et croissance économique à l'instar de Bailliu (2000), Eichengreen (2001), Honig (2008), Klein et Olivei (2008), Bonûglioli (2008), et d'autres prônent l'existence d'une relation négative dont les écrits de Kose et al (2006, 2009a et b) Neto et Veiga (2008).

2.2.1. Impact positif de l'intégration financière sur le développement financier et sur la croissance économique

Ainsi, Beck et al (2000a) soulignent que la libéralisation financière a un effet direct et un effet indirect sur la croissance économique. L'effet direct est celui qui dirige le capital vers les projets les plus rentables et l'effet indirect est celui à travers l'accélération du développement financier, lequel a des retombées positives sur la croissance.

Dans son étude, Quinn (1997) a affirmé que la libéralisation du compte de capital augmente significativement la croissance économique. L'auteur a construit son propre proxy pour mesurer la libéralisation du compte de capital qui varie entre 0 et 4, en utilisant des données relatives à la période 1960-1989 avec un échantillon de 66 pays. Mais, cette conclusion a été critiquée par Edison et al. (2002b), qui reprochent à Quinn (1997) le fait de ne pas avoir distingué les effets liés à l'ouverture du compte de capital uniquement de ceux de l'ouverture totale.

Alors, en tenant compte de ces remarques dans leur étude, Edison et al (2002b) confirment cette supposition à travers un échantillon de 89 pays sur la période 1976-1995. Ils montrent que la libéralisation du compte de capital permet d'accélérer la croissance économique. Le test de robustesse indique que ce résultat est aussi vrai dans les pays en développement que dans les pays industrialisés.

De même, Bailliu (2000) a prouvé que la libéralisation du compte de capital améliore la croissance par la promotion du développement financier dans les pays en développement. En se référant à des données longitudinales portant sur 40 pays en développement et s'étendant sur la période 1975-1995, il analyse le rôle des flux de capitaux privés sur la croissance économique. Son étude se distingue des autres travaux empiriques déjà réalisés sur les effets d'un indicateur des mouvements de capitaux sur la croissance plutôt que sur l'incidence d'une catégorie précise, par les investissements directs étrangers. La conclusion à laquelle il aboutit est que les entrées

de capitaux favorisent la croissance économique mais seulement dans les économies dont le secteur bancaire a atteint un certain niveau de développement.

Par ailleurs, Mensi et al. (2010) examinent la relation entre l'intégration financière et la croissance économique en prenant en compte des indicateurs d'instabilité financière dans l'analyse de ce lien. Cette étude utilise le modèle à effets fixes des données de panel appliqué à un échantillon de 53 pays africains sur la période qui s'étale de 1976 à 2005. L'étude révèle que la relation directe entre l'intégration financière et la croissance économique est positive et stable. Aussi, elle montre l'existence d'une relation faible entre la croissance économique et l'instabilité financière, ce qui laisse à supposer que les pays de l'échantillon ne sont pas financièrement déstabilisés. L'étude fait ressortir que l'instabilité financière n'affecte pas les effets positifs de l'intégration financière sur la croissance économique.

2.2.2. Impact négatif de l'intégration financière sur le développement financier et sur la croissance économique

En revanche, l'intégration financière peut être nuisible à la croissance économique en cas de présence des distorsions. Elle peut induire une instabilité financière et une allocation non optimale du capital, considéré comme un déterminant de la croissance économique, Eichengreen (2001). C'est dans cette logique que, Grilli et Milesi-Ferriti (1995) ont prouvé des résultats négatifs sur la croissance. Rodrik (1998) a utilisé cette même approche pour un échantillon plus large. Il a prouvé le même résultat. En eût, Rodrik (1998) a fait recours à des estimations économétriques sur un échantillon de 100 pays entre 1975-1995. Après avoir étudié les effets de la libéralisation sur la croissance, l'investissement et l'inflation, il conclut que le degré de mobilité des capitaux n'a pas de conséquences significatives sur la croissance économique. Selon Rodrik (1998), ce résultat peut être expliqué par le fait que la variable mesurant le degré de mobilité des capitaux ne fait pas de distinction entre libéralisation de l'investissement direct étranger et l'investissement de portefeuille.

Klein et Olivei (2008) ont adopté une démarche différente de celles des études précédentes. Ils ont fait la séparation entre pays industrialisés et pays en développement, et ils ont utilisé des données se rapportant à la période 1976-1995. Puis, ils ont cherché à tester le rôle de la libéralisation du compte capital sur le développement financier. Les auteurs ont prouvé que la libéralisation du compte de capital affecte positivement la croissance pour les pays industrialisés mais l'impact est négatif pour les pays en développement. Cette étude diffère des autres recherches par le fait qu'elle s'intéresse à l'impact de la libéralisation du compte de capital sur le développement financier et donc considère l'effet du développement financier sur la croissance. Cette divergence de résultats peut être expliquée, selon les deux auteurs, par des niveaux de développement financier différent entre pays industrialisés et pays

en développement, or ce dernier est considéré comme un déterminant significatif de la croissance. Cette hypothèse a été aussi vérifiée par Edwards (2001) qui montre que l'ouverture du compte capital stimule la croissance dans les pays industrialisés et nuit à la croissance dans les pays à faible revenu.

De même, Allegret et Azzabi (2014) ont fait l'étude empirique du lien entre l'ouverture financière, le développement financier et la croissance moyennant l'estimation d'un modèle à équations simultanées. A partir de la Méthode des Moments Généralisés sur panel dynamique, et pour 112 pays émergents et en développement entre 1975 et 2007, les résultats confirment la présence d'un lien significativement favorable entre le développement financier et la croissance de long terme. Néanmoins, contrairement aux résultats d'une abondante littérature empirique étayant des retombées positives significatives de l'ouverture financière sur le développement financier, ils démontrent qu'une telle relation est nuancée dans le cas des pays émergents et en développement. L'intégration financière internationale serait d'après les résultats des estimations, à l'origine d'une baisse de l'activité des intermédiaires financiers. De plus, la déréglementation financière semble impacter défavorablement le développement des marchés boursiers locaux, dans les économies émergentes et en développement. Les résultats montrent enfin que le développement financier présente un canal de transmission indirect par lequel l'ouverture financière pourrait impacter le rythme de croissance de long terme dans les pays émergents et en développement.

Enfin, Coeurdacier et al. (2015) ont également cherché à identifier les gains d'une intégration financière à partir d'un modèle de croissance néoclassique, mais cette fois-ci prenant en compte l'incertitude agrégée. Leur modélisation confirme les résultats précédemment établis par la littérature, puisqu'elle suggère que ces gains sont faibles : ils s'élèvent au mieux à deux points de pourcentage, même dans les cas les plus favorables où la prime de risque est élevée. Les pays les plus risqués bénéficient certes du partage international des risques, mais leurs résidents vont aussi réallouer leur épargne de précaution dans les pays les plus sûrs. Cela nuance l'idée souvent répandue que ce sont les pays les plus risqués, c'est-à-dire les pays en développement, qui devraient tirer les plus larges gains de l'intégration financière. En réalité, ce sont les pays les plus sûrs, c'est-à-dire les pays développés, qui sont les plus susceptibles de bénéficier de l'intégration financière. Ils vendent en effet de l'assurance à un prix élevé, en l'occurrence à un prix d'autant plus élevé que l'aversion au risque et la prime de risque sont élevés.

3. APPROCHE METHODOLOGIQUE

Dans cette partie, nous allons déterminer l'impact du développement financier sur la croissance économique dans l'UEMOA. Nous allons aussi déterminer l'impact de

l'intégration financière internationale sur le développement financier et sur la croissance économique dans l'espace UEMOA et les pays de la CEDEAO possédant un marché boursier avec des données disponibles. Notre étude va s'étendre sur la période 1990-2015.

3.1. Approche méthodologique sur le développement financier et la croissance économique

Cette étude consiste à analyser l'impact du développement financier (secteur bancaire et marché boursier) sur la croissance économique dans l'UEMOA. Etant donné que sur trente-neuf entreprises cotées à la BRVM, trente-deux entreprises sont des entreprises ivoiriennes, nous allons donc ramener l'étude du marché boursier à la Côte d'Ivoire. Concernant les pays de l'UEMOA, nous n'allons pas prendre en compte la Guinée Bissau, faute de données disponibles. Nous aurons donc sept pays pour le secteur bancaire. Pour ce faire, notre modèle est inspiré de la théorie de la croissance endogène.

• Les indicateurs et variables utilisés

Pour le choix des indicateurs de développement financier, étant donné que c'est l'impact de l'intermédiation financière que nous recherchons, c'est-à-dire les crédits, nous allons faire la somme du logarithme népérien des crédits domestiques fournis par le secteur bancaire et les crédits domestiques fournis au secteur privé. Nous allons ainsi appelé, CREDIT, l'indicateur obtenu. Tandis que pour le marché boursier, nous allons utiliser la capitalisation boursière en pourcentage du PIB (CAPBOURSPIB). Pour ces variables, le signe attendu est le signe positif.

A cela nous allons ajouter le carré de ces variables d'intérêt (CREDIT2 et CAPBOURSPIB2) afin de vérifier s'il y a un effet de seuil, c'est-à-dire, une relation non linéaire entre le développement financier et la croissance économique. Si cet effet de seuil existe, le signe de ces variables au carré sera contraire au signe des variables elles-mêmes. La variable dépendante est la croissance économique mesurée par le taux de croissance du PIB réel par habitant.

• Le modèle économétrique

L'équation de croissance est un modèle de croissance endogène avec développement financier. Il est inspiré de Kouki (2013) et Aka (2005) et il est spécifié comme suit:

$$Y_{i,t} = \alpha_0 + \mu_i + \mu_t + \alpha_1 Y_{0i,t} + \alpha_2 F_{i,t} + \alpha_3 F_{i,t}^2 + \beta X_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$i=1,\dots,8$ et $t=1990,\dots,2015$; i représentant les pays et t l'année.

Où $Y_{i,t}$ est le taux de croissance du PIB réel par habitant du pays i l'année t (txpibhab); μ_i est l'effet propre au pays i . Ces effets fixes rendent compte des caractéristiques de la fonction de production propres à chaque pays et liées, par exemple, à la possession de ressources naturelles, au développement des institutions, à l'environnement législatif et juridique.

μ_t est une variable muette qui capte les effets temporels des chocs externes sur la croissance économique et qui ne sont pas pris en compte par les variables explicatives tels que les chocs pétroliers, les crises internationales. $X_{i,t}$ représente le vecteur des sources potentielles de la croissance.

$\varepsilon_{i,t}$ est le terme d'erreur de moyenne nulle et de variance finie. $Y_{0i,t}$ représente les déterminants de la croissance définis au début de la période t ; il s'agit de l'éducation dont le pourcentage d'inscription au primaire (educ). $F_{i,t}$ représente les indicateurs du développement financier (la somme du logarithme des crédits domestiques fournis par le secteur bancaire en pourcentage du PIB et les crédits domestiques fournis au secteur privé en pourcentage du PIB que nous appelons crédit; la capitalisation boursière en pourcentage du PIB). $F_{i,t}^2$ représente le carré des variables financières (credit2 et capbourspib2) afin de vérifier s'il y a un effet de seuil, c'est-à-dire, une relation non linéaire entre le développement financier et la croissance économique.

$X_{i,t}$ comprend les dépenses de consommation en pourcentage du PIB (gouv), la somme des exportations et des importations en pourcentage du PIB (l'ouverture commerciale: ouv), l'inflation prix à la consommation (infpc), l'indice de perception de corruption de Transparency International (corrup). De 1995 à 2011, cet indice variait de 0 à 10. Plus le score tend vers 10, cela signifie que le pays est moins corrompu. Mais lorsque le score est proche de 0, le pays est fortement corrompu. Cependant depuis 2011, cet indice varie de 0 à 100, le principe étant toujours le même. Plus le score tend vers 100, cela signifie que le pays est moins corrompu. Mais lorsque le score est proche de 0, le pays est fortement corrompu. C'est pourquoi, le signe attendu est le signe positif. Ce qui signifie que plus le score augmente et tend vers 100, le pays est moins corrompu et cela facilite la croissance économique.

Les données proviennent du World Development Indicators de la Banque Mondiale (2016). Pour l'estimation du modèle, nous avons effectué des tests préliminaires dont l'issue nous permettra de déterminer la méthode d'estimation dans la section suivante.

3.2. Approche méthodologique de l'étude de l'intégration financière sur la croissance économique et sur le développement financier

Cette étude consiste à analyser l'impact des flux de capitaux étrangers et la somme des stocks des avoirs et engagements extérieurs nettes (deux variables différentes

d'intégration boursière) sur le développement financier (capitalisation boursière) et sur le taux de croissance économique de chaque pays. Les marchés boursiers pour lesquelles nous possédons des données sont la BRVM, le Nigerian Stock Exchange (NGSE) et le Ghana Stock Exchange (GSE). Ce sont les bourses les plus actives de l'espace CEDEAO. Concernant la BRVM, étant donné que sur trente-neuf entreprises cotées, trente-deux sont issues de la Côte d'Ivoire, nous allons donc nous limiter à la Côte d'Ivoire. Etant donné que notre dimension transversale est petite (trois pays), l'estimation économétrique ne sera pas faite en panel mais pays par pays. Les deux indicateurs de l'intégration financière seront utilisés séparément.

- Le modèle de croissance utilisé est inspiré de Dhrifi (2009) et il est spécifié comme suit:

$$Y_t = \alpha_0 + \delta E_t + \varepsilon_t \quad \text{avec } t = 1990, \dots, 2015$$

Où est le PIB réel par habitant l'année t . E_t représente le vecteur de facteurs source de la croissance économique. ε_t est le terme d'erreur de moyenne nulle et de variance finie. E_t comprend:

- Les flux de capitaux étrangers (fluxcap), c'est la première variable d'intérêt. La somme des stocks des avoirs et des engagements extérieurs en pourcentage du PIB utilisée par Allegret et Azzabi (2014) (avliab), c'est la deuxième variable d'intérêt. Le signe attendu de ces variables est le signe positif.
- Les variables de contrôle: le taux d'inflation prix à la consommation (infpc), l'ouverture commerciale (ouv) mesuré par la part de la somme des exportations et des importations en pourcentage du PIB, la capitalisation boursière en pourcentage du PIB (capbourspib) qui désigne le développement financier et son carré (capbourspib2), le taux de chômage (txchom), le taux brut de scolarisation primaire (educ), les dépenses gouvernementales de consommation en pourcentage du PIB (gouv), l'indice de perception de corruption de Transparency International (corrup). L'instabilité politique (instpo) représentée par les tentatives de coup d'Etat réussi ou non.

Ces variables précitées sont inspirées d'Allegret et Azzabi (2014) et Dhrifi (2009).

- Le modèle de développement financier est inspiré d'Allegret et Azzabi (2014) et est spécifié comme suit:

$$DF_t = \alpha_0 + \mu DF_{t-1} + \delta \theta_t + \varepsilon_t \quad \text{avec } t = 1990, \dots, 2015$$

Où DF_t représente le développement financier mesuré par la capitalisation boursière. DF_{t-1} représente le développement financier mesuré par la capitalisation boursière retardée d'une période en considérant que cette valeur passée a une influence positive sur la valeur du présent. O_t représente le vecteur de facteurs source du développement financier. ε_t est le terme d'erreur de moyenne nulle et de variance finie. O_t comprend:

- Les indicateurs d'intégration financière (fluxcap et avliab): le flux de capitaux étrangers qui est égal à la somme des entrées et des sorties des flux de capitaux (Investissement directs étrangers et investissements en portefeuille) en pourcentage du PIB utilisé par Dhrifi (2009) et la somme des stocks des avoirs et des engagements extérieurs en pourcentage du PIB utilisée par Allegret et Azzabi (2014). Ce sont les variables d'intérêt. Le signe attendu est le signe positif.
- Les variables de contrôle: le PIB réel par habitant (txpibhab), le taux d'inflation (infpc), le degré d'ouverture commerciale (ouv), l'indice du taux de change réel effectif (itcre).

Les variables citées ci-dessus sont inspirées de Allegret et Azzabi (2014). Les données proviennent du World Development Indicators de la Banque Mondiale (2016). Pour l'estimation du modèle, nous avons effectué des tests préliminaires comme dans l'étude précédente dont l'issue nous permettra de déterminer la méthode d'estimation dans la section suivante.

4. ANALYSE EMPIRIQUE

Dans ce chapitre, nous allons présenter les résultats des tests et estimations empiriques et nous allons les interpréter. Mais auparavant, nous allons faire une analyse graphique des variables d'intérêt.

4.1. Modèle développement financier et croissance économique dans l'UEMOA

Dans cette partie, nous allons voir l'analyse graphique des variables d'intérêt et les résultats empiriques des modèles intermédiation financière et croissance économique, et marché boursier et croissance économique dans l'UEMOA.

4.1.1. Analyse graphique

Le graphique 1 nous présente la comparaison du développement financier bancaire (la variable crédit) entre les pays de l'UEMOA. Tandis que le graphique 2 nous présente la relation entre l'évolution du marché boursier (capitalisation boursière) et le taux de croissance économique en Côte d'Ivoire. Ces graphiques sont disponibles en annexes à la page 36.

Le graphique 1 nous montre une baisse du développement financier bancaire entre 1990 et 1998 dans tous les pays de l'UEMOA (surtout forte chute au Niger et au Bénin) après quoi il suit une évolution croissante jusqu'en 2015.

Le graphique 2 nous montre que le taux de croissance économique de la Côte d'Ivoire et la capitalisation boursière évoluent en grande partie en sens inverse avec quelques exceptions sur certaines périodes. De 2001 à 2004, la capitalisation boursière est croissante tandis que le taux de croissance économique est décroissant. De 2004 à 2007, la capitalisation poursuit sa croissance jusqu'à atteindre son optimum mais le taux de croissance économique demeure constant. Après cet optimum, la capitalisation subit une chute entre 2008 et 2009 pendant que le taux de croissance est toujours constant jusqu'en 2011 où lui aussi subit une chute qui peut s'expliquer par la crise politique qu'a connu la Côte d'Ivoire. Le taux de croissance semble ne pas avoir été atteint par la hausse et la chute brutale de la capitalisation boursière. Entre 1995 et 1997, on observe ce même comportement entre les deux courbes. Cependant, sur la période 1998-2000, il faut noter que la capitalisation boursière connaît une hausse suivit d'une légère hausse du taux de croissance, après quoi on observe une forte décroissance des deux variables jusqu'en 2000. A partir de 2011, les deux variables évoluent dans le même sens à savoir une évolution croissante suivit d'une faible décroissance.

4.1.2. Résultats des tests et estimations empiriques

Les tests préliminaires effectués nous donnent les résultats suivants:

Après vérification de la stationnarité des variables, celles qui ne sont pas stationnaires en niveau ont été différenciées d'ordre 1 pour la suite de l'étude. Le test d'homogénéité globale nous donne un F calculé égale à 0. Il est alors inférieur au F de la table est $F(42, 133) = 1.50$. Donc on ne peut pas rejeter l'hypothèse h_0 d'homogénéité globale. Par conséquent, nous pouvons utiliser un modèle en données de panel pour le modèle avec intermédiation financière (crédit). Le test de stabilité des coefficients de Chow (1960) nous donne une probabilité du test de Fischer de 0.985. On ne peut donc pas rejeter l'hypothèse h_0 de stabilité des coefficients entre les deux sous-échantillons avant et après la dévaluation du Francs CFA en 1994 dans les deux modèles (intermédiation financière et marché boursier). Le test de spécification d'Hausman (1978) nous donne une probabilité de 0.8419.

Ne pouvant pas choisir, à partir du test d'Hausman (1978), entre un modèle à effet fixe et un modèle à effet aléatoire pour le panel avec intermédiation financière, nous allons effectuer les deux estimations. Tandis que nous allons estimer notre modèle avec marché boursier (prenant en compte la Côte d'Ivoire uniquement) par les MCO. Ainsi, nous obtenons les résultats suivants disponibles dans le tableau 1 en annexes à

la page 38. Nous rappelons que pour le marché boursier, la Côte d'Ivoire représente l'UEMOA car sur trente-neuf entreprises cotées, trente-deux sont des entreprises ivoiriennes.

De ces deux régressions précédentes, nous pouvons conclure qu'il y a une relation non linéaire entre le développement financier (intermédiation financière et marché boursier) et la croissance économique dans la zone UEMOA. Il faut noter que les résultats interprétés sont issus de l'estimation du panel à effet aléatoire et de l'estimation du modèle de la Côte d'Ivoire par les MCO. Les résultats du panel à effet fixe ne sont pas concluants; de plus la variabilité inter-individuelle de la variable dépendante (0.30) est supérieure à la variabilité intra-individuelle de la variable dépendante (0.28). Voir tableau 1 en annexes. Donc le modèle à effet aléatoire est préférable au modèle à effet fixe.

Les coefficients des variables crédit et capitalisation boursière et leurs carrés sont significatifs au seuil de 10% et ont des signes contraires. En effet, les variables crédit et capitalisation boursière impactent positivement et significativement le taux de croissance économique jusqu'à un seuil après lequel ces variables impactent négativement et significativement le taux de croissance économique dans l'UEMOA. Cette relation non linéaire entre le développement financier et la croissance économique a été aussi prouvée par Aka (2005) en montrant que le système de banques favorise la croissance à partir d'un seuil du niveau initial d'éducation secondaire et en montrant aussi que dans le cas d'un système de marché, le taux de croissance est positif si le marché est passif, et négatif si le marché est actif. Plus précisément, le système de marché stimule la croissance à partir d'un seuil de revenu initial par tête. Eggoh et Villieu (2013) confirment cette non-linéarité entre l'intermédiation financière et la croissance économique.

Nous pouvons donc expliquer la relation non linéaire entre intermédiation financière et croissance économique dans l'UEMOA par le fait que dans la zone UEMOA, certains pays croissent plus vite que d'autres. Tous les pays n'ont pas le même niveau de croissance économique et non pas les mêmes niveaux de développement financier. Alors l'effet positif du développement financier sur la croissance économique est plus perceptible dans les pays qui ont les niveaux de croissance économique et financier les plus faibles.

De même, la relation non-linéaire entre la capitalisation boursière et le taux de croissance économique en Côte d'Ivoire pourrait s'expliquer par le fait qu'en début de période le marché de la BRVM était embryonnaire et très peu développé mais après deux décennies ce marché a connu une évolution et même les Etats et certaines entreprises ont eu recours à ce marché pour financer leurs projets de développement.

Par ailleurs, l'indice de perception de corruption de Transparency International est significativement et positivement lié au taux de croissance économique de l'UEMOA au seuil de 1%. Ce qui signifie que lorsqu'il y a moins de corruption dans la zone UEMOA, on observe une hausse du taux de croissance économique. De plus, l'éducation est significativement et négativement liée au taux de croissance économique en Côte d'Ivoire au seuil de 5%.

4.2. Les Modèles D'intégration Financière

Dans cette partie, nous présentons l'analyse graphique et les résultats empiriques des modèles intégration financière-croissance économique et intégration financière-développement financier.

1.2.1. Analyse graphique

Les graphiques suivant nous montrent comment évolue les variables d'intérêt dans chaque pays.

Le graphique 3 nous montre que dans l'ensemble, les flux de capitaux étrangers évoluent plus rapidement au Nigéria et Ghana qu'en Côte d'Ivoire. Cependant, entre 2011 et 2015, il y a une chute de ces flux au Nigéria. Ce graphique est disponible en annexes à la page 37.

Le graphique 4 nous montre que, comme les flux de capitaux étrangers, la somme des stocks des avoirs et engagements extérieurs évoluent plus rapidement au Nigéria et Ghana qu'en Côte d'Ivoire. Cependant, au Ghana, on a une chute entre 1999 et 2001. Ce graphique est disponible en annexes à la page 37.

Le tableau 2 en annexes à la page 39 nous présente les moyennes, les minimums et les maximums de certaines variables.

1.2.2. Résultats des tests et estimations empiriques du modèle intégration financière-croissance économique

Dans cette partie, nous présentons les résultats de nos tests et études empiriques du modèle intégration financière et croissance économique.

Après vérification de la stationnarité des variables, celles qui ne sont pas stationnaires en niveau ont été différenciées d'ordre 1 pour la suite de l'étude. Le test de stabilité des coefficients de Chow (1960) nous donne une probabilité du test de Fischer de 0.999. On ne peut donc pas rejeter l'hypothèse h_0 de stabilité des coefficients entre les deux sous-échantillons avant et après la dévaluation du Franc CFA en 1994 dans l'espace UEMOA.

Après avoir estimé les différents modèles par les MCO, nous obtenons les résultats disponibles dans le tableau 3 en annexes à la page 40.

Lorsqu'on remplace dans le même modèle les flux de capitaux étrangers par la somme des stocks des avoirs et engagements extérieurs comme variable d'intégration financière internationale, nous avons les résultats disponibles dans le tableau 4 en annexes à la page 41.

Les résultats de ces estimations (tableaux 3 et 4) montrent qu'en Côte d'Ivoire et au Ghana, les flux des capitaux étrangers représentant l'intégration financière sont positivement et significativement liés au taux de croissance économique respectivement au seuil de 10% et de 5%. Par contre au Nigéria, ils sont négativement et significativement liés au taux de croissance économique au seuil de 10%. Cela montre que la libéralisation du système financier du Nigéria est nuisible à ce pays. Drhifi (2009) a obtenu des résultats non significatifs concernant cette variable avec les pays à faibles revenus. En Côte d'Ivoire, la somme des stocks des avoirs et engagements extérieurs impacte significativement et négativement le taux de croissance économique au seuil de 5%. Nous ne pouvons donc pas conclure quant à l'impact de l'intégration financière sur la croissance économique en Côte d'Ivoire. Au Ghana, la somme des stocks des avoirs et engagements extérieurs impacte significativement et positivement le taux de croissance économique au seuil de 10%. Ce qui signifie que quel que soit l'indicateur d'intégration financière utilisé, l'intégration financière est bénéfique pour la croissance économique au Ghana. Au Nigéria, le coefficient de la somme des stocks des avoirs et engagements extérieurs n'est pas significatif.

De plus, la relation non-linéaire entre la capitalisation boursière et le taux de croissance économique en Côte d'Ivoire est confirmée et vérifiée au Nigéria. Au Ghana, il existe aussi une relation non linéaire entre la capitalisation boursière et le taux de croissance économique. Cependant, cette relation négative à tendance non linéaire entre la capitalisation boursière et le taux de croissance économique, est la relation inverse de celle observée en Côte d'Ivoire et au Nigéria. En effet, la capitalisation boursière est significativement et négativement liée au taux de croissance économique au seuil de 10% tandis que le carré de la capitalisation boursière est significativement et positivement lié au taux de croissance économique au seuil de 5%.

En outre, les dépenses gouvernementales sont positivement et significativement liées au taux de croissance économique en Côte d'Ivoire, au Ghana et au Nigéria respectivement au seuil de 5%, 10%, 10%. Ces résultats signifient que dans un contexte où il y a un recul de l'investissement privé, les investissements de ces Etats ne

sont pas seulement des réalisations sociales mais les dépenses publiques dans ces pays financent aussi des investissements rentables et productifs.

Le taux de chômage impacte négativement et significativement le taux de croissance économique en Côte d'Ivoire au seuil de 10%. Ce résultat répond à nos attentes car le chômage signifie que les facteurs de production ne sont pas pleinement utilisés et donc ces chômeurs ne créent pas de richesse dans le pays.

Au Nigéria et au Ghana, l'éducation impacte positivement et significativement le taux de croissance économique respectivement au seuil de 10% et de 5%. L'impact positif du taux brut de scolarisation primaire sur la croissance économique au Ghana et au Nigéria répond à nos attentes car les pays ayant au départ un niveau de capital humain élevé croient plus vite que les pays disposant d'une main d'œuvre non qualifiées. Ce résultat a été aussi obtenu par Drhifi (2009) et Kpodar (2006).

Par ailleurs, l'indice de perception de corruption est négativement et significativement lié au taux de croissance économique au Ghana et au Nigéria respectivement au seuil de 5% et 1%. Par contre en Côte d'Ivoire, il est positivement et significativement lié au taux de croissance économique au seuil de 1%. Ce qui signifie qu'au Ghana et au Nigéria, lorsque le pays est de moins en moins corrompu, la croissance économique baisse. Ce qui veut dire qu'au Ghana un environnement corrompu est un préalable à la croissance économique. Ce résultat est contraire à nos attentes. Cependant, Ades et Tella (1999) cités par Becherair (2016) ont obtenu ces mêmes résultats. Ades et Tella (1999) montrent, en effet, que dans un environnement de forte corruption, des entreprises tirent des situations de rentes et consolident leur compétitivité sur le marché.

Enfin, au Nigéria, l'inflation et l'ouverture commerciale sont négativement et significativement liés au taux de croissance économique respectivement au seuil de 1% et de 5%. L'impact négatif du taux d'inflation sur le taux de croissance a été aussi observé dans les études économétriques d'Aka (2005) et Allegret et Azzabi (2014).

Contrairement à nos attentes, le taux de chômage est positivement et significativement lié au taux de croissance économique au Nigéria et au Ghana respectivement au seuil de 1% et de 5%.

Enfin, l'instabilité politique est positivement et significativement liés au taux de croissance économique au seuil de 5% au Nigéria.

Les résultats mitigés avec les variables d'intégration financière dans chaque pays montrent que l'intégration financière favorise la croissance économique si l'on arrive

à faire face aux imperfections des marchés telles que les asymétries d'informations. Une intégration financière nécessite donc une harmonisation des règles et lois des marchés et une vigilance accrue des autorités monétaires et financières.

4.2.3. Modèle intégration financière et développement financier

Dans cette partie, nous abordons les résultats obtenus avec les estimations du modèle de l'impact de l'intégration financière sur le développement financier puis nous allons les interpréter.

Après vérification de la stationnarité des variables, celles qui ne sont pas stationnaires en niveau ont été différenciées d'ordre 1 pour la suite de l'étude. Le test de stabilité des coefficients de Chow (1960) nous donne une probabilité du test de Fischer de 0.995. On ne peut donc pas rejeter l'hypothèse h_0 de stabilité des coefficients entre les deux sous-échantillons avant et après la dévaluation du Franc CFA en 1994 dans l'espace UEMOA. Le test d'endogénéité de Nakamura Nakamura montre qu'avec le modèle de la Côte d'Ivoire, le taux de croissance économique est endogène. Et au Nigéria, la somme des stocks des avoirs et engagements extérieurs est endogène.

Après avoir estimé le modèle de la Côte d'Ivoire par la méthode des variables instrumentales, nous obtenons les résultats disponibles dans le tableau 5 en annexes à la page 42.

Après avoir estimé le modèle du Ghana par les MCO, nous obtenons les résultats disponibles dans le tableau 6 en annexes à la page 43.

Après avoir estimé le modèle du Nigéria par la méthode des variables instrumentales, nous obtenons les résultats disponibles dans le tableau 7 en annexes à la page 44.

Les résultats de ces trois estimations (tableaux 5, 6 et 7) ne sont pas en grande partie significatifs comme c'est le cas chez Allegret et Azzabi (2014). Ces résultats nous montrent qu'en Côte d'Ivoire, les flux des capitaux étrangers impactent négativement et significativement la capitalisation boursière au seuil de 10%, tandis que la somme des stocks des avoirs et engagements extérieurs n'impacte pas significativement la capitalisation boursière. De plus, l'inflation impacte négativement et significativement la capitalisation boursière au seuil de 10%. Allegret et Azzabi (2014) obtiennent ce même résultat.

En outre, l'ouverture commerciale et la valeur retardée d'une période de la capitalisation boursière sont positivement et significativement liées à la capitalisation boursière respectivement au seuil de 5% et de 1%. Lorsque Allegret et Azzabi (2014) utilise la capitalisation boursière comme indicateur du développement du marché

boursier, l'impact de l'ouverture commerciale n'est pas significatif. Cependant, lorsqu'ils prennent les valeurs des titres échangés comme indicateur du développement financier, l'impact de l'ouverture commerciale est significatif et positif. Nos résultats coïncident donc avec les leur. Allegret et Azzabi (2014) obtiennent le même résultat concernant la valeur retardée d'une période de la capitalisation boursière quel que soit l'indicateur de développement financier considéré.

Au Ghana, les résultats ne sont pas concluants. Seule la valeur retardée d'une période de la capitalisation boursière est positivement et significativement liée à la capitalisation boursière respectivement au seuil de 1%.

Au Nigéria, le taux de croissance économique et l'inflation impacte positivement et significativement la capitalisation boursière respectivement au seuil de 1% et de 5%. Lorsque Allegret et Azzabi (2014) utilise la capitalisation boursière comme indicateur du développement du marché boursier, l'impact du taux de croissance économique n'est pas significatif. Cependant, lorsqu'ils prennent le nombre d'entreprises cotées par habitant comme indicateur du développement financier, l'impact du taux de croissance économique est significatif et positif. Nos résultats coïncident donc avec les leur. Concernant l'inflation, Lorsque Allegret et Azzabi (2014) utilise la capitalisation boursière comme indicateur du développement du marché boursier, l'impact du taux d'inflation est significatif et négatif comme en Côte d'Ivoire. Cependant, lorsqu'ils prennent le taux de rotation des actifs comme indicateur du développement financier, l'impact du taux d'inflation est significatif et positif.

Les flux de capitaux étrangers n'impactent pas significativement la capitalisation boursière, par contre la somme des stocks des avoirs et engagements extérieurs est positivement et significativement liée à la capitalisation boursière au seuil de 5%. Lorsque Allegret et Azzabi (2014) utilise la capitalisation boursière comme indicateur du développement du marché boursier, l'impact de la somme des stocks des avoirs et engagements extérieurs n'est pas significatif. Cependant, avec tous les autres indicateurs de développement financier (les valeurs des titres échangés, le taux de rotation des actifs, le nombre d'entreprises cotées), le coefficient de la somme des stocks des avoirs et engagements extérieurs est significatif et négatif. Mais notons que lorsqu'ils utilisent uniquement les stocks des avoirs extérieurs comme indicateur d'intégration financière, cette dernière a un impact positif et significatif sur la capitalisation boursière.

Par conséquent, avec Allegret et Azzabi (2014) l'intégration financière semble impacter défavorablement le développement des marchés boursiers locaux, dans les économies émergentes et en développement. Cela est vérifié dans notre étude en Côte

d'Ivoire lorsqu'on a les flux des capitaux étrangers comme indicateur d'intégration financière. Par contre au Nigéria, on a le contraire. On pourrait alors dire que le Nigéria a plus d'avoirs que d'engagements à l'extérieur.

5. CONCLUSION ET IMPLICATIONS DE POLITIQUES ECONOMIQUES

L'objectif général de cette étude est d'une part, de réexaminer le rôle des marchés financiers dans la croissance économique dans l'espace UEMOA; et d'autre part analyser l'impact de l'intégration financière internationale sur le développement financier et sur la croissance économique. Pour l'étude de l'intégration financière, nous ajoutons les pays de la CEDEAO possédant des bourses des valeurs actives (le Nigéria et le Ghana) afin d'analyser la réaction de ces pays à une intégration financière, tandis que l'UEMOA est représenté par la Côte d'Ivoire car sur trente-neuf entreprises cotées à la BRVM, trente-deux sont des entreprises ivoiriennes, Bulletin de cote du 30 novembre 2015. Respectivement par l'estimation d'un panel à effet aléatoire panel et par la méthode des MCO, nous estimons le modèle de croissance avec secteur bancaire et le modèle de croissance avec marché financier. L'estimation des modèles de l'impact de l'intégration financière internationale sur le développement financier et sur la croissance économique se fait par la méthode des variables instrumentales (IV) et par les MCO.

A l'issue des résultats de cette étude, nous pouvons conclure qu'il y a une relation non linéaire entre le développement financier (intermédiation financière et marché boursier) et la croissance économique dans l'UEMOA. En effet, le développement financier impacte positivement et significativement le taux de croissance économique jusqu'à un seuil après lequel le développement financier impacte négativement et significativement le taux de croissance économique dans l'UEMOA.

Par ailleurs, en Côte d'Ivoire et au Ghana, les flux des capitaux étrangers représentant l'intégration financière sont positivement et significativement liés au taux de croissance économique tandis qu'au Nigéria ils sont négativement et significativement liés au taux de croissance économique. De plus, en Côte d'Ivoire, les flux des capitaux étrangers impactent négativement le développement financier (la capitalisation boursière).

Cependant, la somme des stocks des avoirs et engagements extérieurs impacte négativement le taux de croissance économique de la Côte d'Ivoire, positivement celui du Ghana et n'impacte pas significativement le taux de croissance économique du Nigéria. De plus, la somme des stocks des avoirs et engagements extérieurs impacte positivement le développement financier (la capitalisation boursière) au Nigéria. L'intégration financière internationale s'avère plus risquée en Côte d'Ivoire et au Nigéria.

En tenant compte de ces résultats, nous suggérons:

D'abord, aux gouvernants des pays de l'UEMOA et aux banques commerciales d'inciter les populations à l'épargne en se rapprochant plus d'elles et en s'associant au « mobil banking » afin d'accroître le taux de bancarisation dans la zone UEMOA; et à la BCEAO de faciliter l'octroi de crédits des banques commerciales à des taux d'intérêt réduits afin de permettre à toutes les couches de la population d'avoir accès au crédit et créer des activités rentables qui vont les sortir de la pauvreté.

Ensuite, toujours aux gouvernants des pays de l'UEMOA, de promouvoir une éducation de qualité par l'alphabétisation, la formation continue et encourager les populations à faire des études secondaires et même supérieures. En adéquation avec le marché de l'emploi.

En outre, nous suggérons aux gouvernants de tous les pays de la CEDEAO d'œuvrer pour un climat politique apaisé et une démocratie véritable dans les pays. De plus, nous leur recommandons de sanctionner sévèrement la corruption afin que cela quitte les habitudes des citoyens et les encourager à une conscience professionnelle qui va leur permettre de rendre l'administration plus efficace sans avoir à être corrompu.

Enfin, nous recommandons à la BRVM et aux autorités financières du Ghana et du Nigéria de faciliter les conditions d'accès des entreprises sur le marché financier en réduisant considérablement les contraintes de capital initial et capitalisation boursière requis afin de permettre aux Petites et Moyennes Entreprises (PME) d'accéder à ce marché; car les conditions d'accès actuelles à la BRVM sont d'être une société anonyme avec au minimum 200 millions de capitalisation boursière. Les résultats mitigés avec les variables d'intégration financière internationale dans chaque pays montrent que l'intégration financière internationale favorise la croissance économique si l'on arrive à faire face aux imperfections des marchés telles que les asymétries d'informations. Une intégration financière nécessite donc une harmonisation des règles et lois des marchés et une vigilance accrue des autorités monétaires et financières.

Nous leur suggérons ainsi d'harmoniser leurs systèmes financiers, leurs règles et leurs lois afin d'opter pour une intégration financière régionale et non internationale permettant ainsi aux autres pays de la CEDEAO d'intégrer leurs marchés boursiers. Cette harmonisation doit commencer par la promotion des échanges commerciaux entre lesdits pays, la fixation d'un seuil de déficit budgétaire, un seuil de taux d'inflation, un seuil d'entrées et de sorties des capitaux.

Théoriquement, l'intégration financière est censée conduire à une allocation plus efficace du capital et à améliorer le partage des risques entre les pays. En effet, chaque

pays connaît des fluctuations de son activité, mais il pourra « s'assurer » contre celles-ci et lisser les fluctuations de sa consommation domestique, parce que les autres pays ne se situent pas forcément au même point du cycle que lui : un pays en récession pourra profiter de l'entrée de capitaux provenant de pays connaissant au contraire une expansion, ce qui réduira l'impact de la récession sur le revenu de ses résidents. D'un autre côté, un approfondissement de l'intégration financière est susceptible de retarder le développement d'un pays. En assouplissant les restrictions aux flux de capitaux, un pays espère accélérer les entrées de capitaux, mais cet assouplissement peut également accélérer leur sortie, ce qui réduit l'épargne domestique. D'où la nécessité d'imposer les règles citées ci-dessus.

Toutes les autorités monétaires des pays de la CEDEAO devront donc réfléchir sur la possibilité de création d'une monnaie commune sous un régime de change avec bande de fluctuation. Cela permettra aux pays de la CEDEAO à faibles revenus et ne possédant pas de marché boursier, de pouvoir financer leur développement grâce à ces marchés boursiers.

Nous leur suggérons alors d'encourager les populations à s'intéresser à l'achat des titres (notamment obligations) qui sont très rentables et de faciliter les conditions d'accès des populations sur les marchés boursiers en réduisant les contraintes financières requises afin de permettre à tout type d'individu d'intervenir sur ce marché. Pour ce faire, nous attirons l'attention des émetteurs de d'obligations afin qu'ils rendent les obligations plus incitative avec possibilité d'évolution annuelle à la hausse des taux intérêt.

REFERENCES

- Aka B. (2010b), “Développement Financier et Croissance Économique dans les Pays de l’UEMOA: y a-t-il des Différences Sectorielles?”, *Savings and Development*, vol.34, n°3, pp.343-368.
- Ades A. et R.D. Tellas (1999), “Rents, Competition and Corruption”, *American Economic Review*, vol.89, issue 4, pp. 982-993.
- Aka B. (2005), “Rôle des Marchés de Capitaux dans la Croissance et le Développement Économique”, *Economies and Finances*, Université d’Auvergne - Clermont-Ferrand I.
- Allegret J.P. et Azzabi S. (2012), “Développement Financier, Croissance de Long Terme et Effet de Seuil”, *Panoeconomicus*, n° 5, pp. 553-581.
- Allegret J.P. et Azzabi S. (2014), “Intégration Financière Internationale, Développement Financier, Croissance Economique dans les Pays Emergents et en Développement: Estimation d’un Modèle à Equations Simultanées”, *EconomiX*, National Centre for Scientific Research.
- Arouri M. (2007), “A la Recherche des Facteurs Déterminants de l’Intégration Internationale des Marchés Boursiers: une Analyse sur Données de Panel”, *EconomiX*, Université Paris X Nanterre.
- Base de données de la BCEAO, 2016
- Bailiu J. (2000), “Private Capital Flow, Financial Development, and Economic Growth in Developing Countries”, *Bank of Canada Working Paper n° 2000-15*, July.
- Baltagi B. et Wu P. (1999). “Unequally Spaced Panel Data Regressions With Ar(1) Disturbances”, *Econometric Theory*, vol 15, issue 6, pp. 814-823.
- Becherair O. (2016), “Corruption Et Croissance Économique: Une Approche Économétrique Sur Les Données De l’Algérie”, *European Scientific Journal*, vol.12, No.7 ISSN: 1857 – 7881.
- Beck T., Demirgüç-Kunt A. et Levine R. (2000a), “A New Database on Financial Development and Structure”, *World Bank Economic Review*, vol. 14, n°3, p.597-605.

-
- Beck, T. et Levine R. (2004) “Stock Markets, Banks, and Growth: Panel Evidence”, *Journal of Banking and Finance*, 28(3), pp. 423-442.
- Bekaert G., Harvey C. et Lundblad C. (2005), “Does Financial Liberalization Spur Growth?”, *Journal of Financial Economics*, n° 77, pp. 3-55.
- Berthelemy J. et Varoudakis A. (1996), “Développement Financier, Réformes financières et Croissance: Une Approche en Données de Panel”, *Revue Economique*, Vol. 46, n°2, pp. 217-235.
- Bonfiglioli A. (2008), “Financial integration, productivity and capital accumulation”. *Journal of International Economics* 76. p.337-355.
- Boyd J. et Smith B. (1996). “The Coevolution of the Real and Financial Sectors in the Growth Process”, *World Bank Economic Review*, vol. 10, n°2, pp.371-396.
- Bulletin de la cote de la BRVM du 30 novembre 2015
- Calderón C. et Kubota M. (2009), “Does Financial Openness Lead to Deeper Domestic Financial Markets?”, *World Bank Policy Research Working Paper*, n°4973.
- Chinn M.D. et Ito H. (2002), “Capital Account Liberalization, Institutions and Financial Development: Cross Country Evidence”, *NBER Working Paper*, n°8967.
- Chinn M.D. et Ito H. (2005), “What Matters for Financial Development? Capital Controls, Institutions, and Interactions”, *NBER Working Paper*, n°11370.
- Chow G. (1960), “Tests of Equality Between Sets of Coefficients in Two Linear Regressions”, *Econometrica*, vol. 28(3), 1960, p. 591-605.
- Coourdacier, N., Rey H. et Winant P. (2015), “Financial Integration and Growth in a Risky World“, *NBER, Working Paper*, N° 21817, Décembre.
- De la Torre A., Gozzi J.C. et Schmukler S.L. (2007), “Stock Market Development under Globalization: Whither the Gains from Reforms?”, *Journal of Banking and Finance*, vol. 31, n°6, p.1731-1754.
- Demirgüç-Kunt A. et Levine R. (2008), “Finance, Financial Sector Policies, and Long- Run Growth”, *Policy Research Working Papers*, n° 4469, The World Bank Research Group, Finance and Private Sector Team.
-

-
- Demirguc-Kunt A., Feyen E. et Levine R. (2011), “Optimal Financial Structures and Development: The Evolving Importance of Banks and Markets”, World Bank Policy Research Working Paper, N°5805, June 3, 2011.
- De Serres A., Kobayakawa S., Slok T. et Vartia L. (2006), “Regulation of Financial Systems and Economic Growth”, OECD Economics Department Working Papers, n°506.
- Dhrifi A. (2009), “Intégration Financière, Instabilité Financière, Croissance Economique”, Congrès annuel de
- Edison H., Levine R., Ricci L. and Slok T. (2002b): “International Financial Integration and Economic Growth”, Journal of International Money and Finance, 21, pp. 749-776.
- Edwards S. (2001), “Capital Mobility and Economic Performance: Are Emerging Economies Different?”, NBER Working Paper n° 8076.
- Eggoh et Villieu (2013). “Un Réexamen de la Non-Linéarité Entre le Développement Financier et la Croissance Économique”, Revue d’Economie Politique, 2/2013 (Vol. 123), p.211-236.
- Eichengreen B. (2001): “Capital Account Liberalization: What Do the Cross-Country Studies Tell Us?”, University of California, Berkeley, Mimeo.
- Esso L.J. (2010), “Re-examining the Finance-Growth Nexus: Structural Break, Threshold Cointegration and Causality Evidence from the ECOWAS”, Journal of Economic Development Vol. 35, No. 3, pp. 57-79.
- Fung M.K. (2009), “Financial Development and Economic Growth: Convergence or Divergence?”, Journal of International Money and Finance, n°28, pp.56–67.
- Greenwood J. et Jovanovic B. (1990), “Financial Development, Growth and the Distribution of Income”, Journal of Political Economy, vol. 98, n°5, pp.1076-1107.
- Greenwood J. et Smith B.D. (1997), “Financial Markets in Development and the Development of Financial Markets”, Journal of Dynamics and Control, Vol. 21, n°1, pp. 145-181.
- Grilli V. et Milesi-Ferretti G. (1995), “Economic Effects and Structural Determinants of Capital Controls”, IMF Staff Papers, 42 (3).
-

-
- Hausman J.A. (1978), "Specification Tests in Econometrics", *Econometrica*, 46 : 1 251-1 272.
- Honig A. (2008), "Addressing Causality in the Effect of Capital Account Liberalization on Growth", *Journal of Macroeconomics*, vol. 30, issue 4, pages 1602-1616.
- Ingram J. (1969), "Comment: The Optimum Currency Problem", in Mundell R. and Swoboda A., *Monetary Problems in International Economy*, Chicago University Press.
- Klein M. et Olivei G. (2006), "Capital Account Liberalization, Financial Depth, and Economic Growth", NBER Working Paper, n°7384.
- Klein M. et Olivei G. (2008), "Capital Account Liberalization, Financial Depth, and Economic Growth", *Journal of International Money and Finance*, Volume 27, Issue 6, pp 861-875.
- Kose M.A., Prasad E.S. et Taylor A.D. (2009a), "Thresholds in the Process of International Financial Integration", World Bank Policy Research Working Paper, n°5149.
- Kose M.A., Prasad E.S., Rogoff K. et Wei S.J. (2006), "Financial Globalization: A Reappraisal", IMF Working Paper, n°06/189.
- Kose M.A., Prasad E.S., Rogoff K. et Wei S.J. (2009b), "Financial Globalization and Economic Policies", IZA Discussion Paper, n°4037.
- Kouki I. (2013), "Financial Development and Economic Growth in the North African Region", *African Development Review*, vol.25, n°4, pp.551-562.
- Kpodar K. (2006). "Développement Financier, Instabilité Financière et Croissance Economique: Implication pour la Réduction de la Pauvreté", Thèse de Doctorat, pp.106-130, Université d'Auvergne.
- Kpodar K. et Jeanneney G. (2006), "L'impact du Développement Financier et de son i=Instabilité sur la Croissance Économique des pays en Développement", *Economie et Prévision*, n°174, pp.87-111.
- Levine R.(1991), "Stock markets, Growth Tax Policy", *The Journal of Finance*, n° 46, pp.1445-1465.
-

-
- Levine R.(1997), “Financial Development and Economic Growth :Views and Agenda”, *Journal of Economic Literature*, vol. 35, n°2, pp. 688-726.
- Levine R. et Zervos S. (1996), “Capital Control Liberalization and Stock Market Development”, Policy Research Working Paper WPS 1622, World Bank.
- Lewis K. (1999), “Trying to Explain Home Bias in Equities and Consumption”, *Journal of Economic Literature*, 6, pp.571-608.
- Lucas, R. (1988), “On the Mechanics of Economic Development”, *Journal of Monetary Economics*, 22, 3-42.
- Mayer C. (1988), “New Issues in Corporate Finance”, *European Economic Review*, vol. 32, pp. 1167-1 183.
- McKinnon, R.I. (1973), “Money and Capital in Economic Development” (Brookings Institution, Washington, DC).
- Mensi S., Bassolé L. et Mouanda-Mouanda G. (2010), “L’Intégration Financière, l’Instabilité Financière et la Croissance Economique: Spécification et Estimation en Données de Panel”, Centre Africain pour les Politiques Commerciales, Travail en cours, n°82.
- Neto D.G. et Veiga F.G. (2008), “Financial Globalization, Convergence and Growth”, NIPE Working Paper n°7/2008.
- Ould Sidi M. (2008), “Développement financier et croissance économique en Mauritanie: opportunités et conditions”, *African Review of Money Finance and Banking*, pp.23-24.
- Quinn D. (1997), “The Correlates of Changes in International Financial Regulation”, *American Political Science Review*, vol. 91, pp. 531 - 551.
- Revue secteur privé et développement, mai 2013.
- Robinson J. (1952), “The rate of interest and other essays”, McMillan, London.
- Rodrik D. (1998), “Who Needs Capital Account Convertibility?”. *Princeton Essays in International Finance*, 207, pp. 55-65.
- Sargan J.D. (1958), “The Estimation of Economic Relationships Using Instrumental Variables”, *Econometrica*, vol. 26, n°3, p.393-415
-

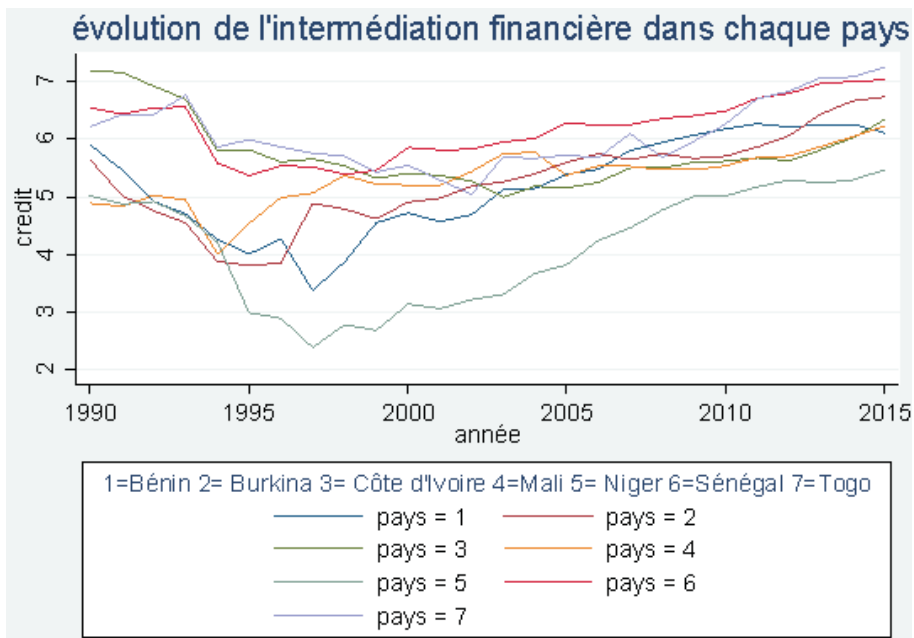
Shaw, E.S (1973), “Financial Deepening in Economic Development”, The Journal of Finance, vol.29, N°4, pp.1345-1348

Shumpeter, J.A. (1911), “The Theory of Economic Development”, Harvard University Press, Cambridge, MA.

Yahyaoui A. et Rahmani A. (2009), “Développement Financier et Croissance Économique : Rôle de la Qualité des Institutions”, Panoeconomicus, n°3, pp.327-357.

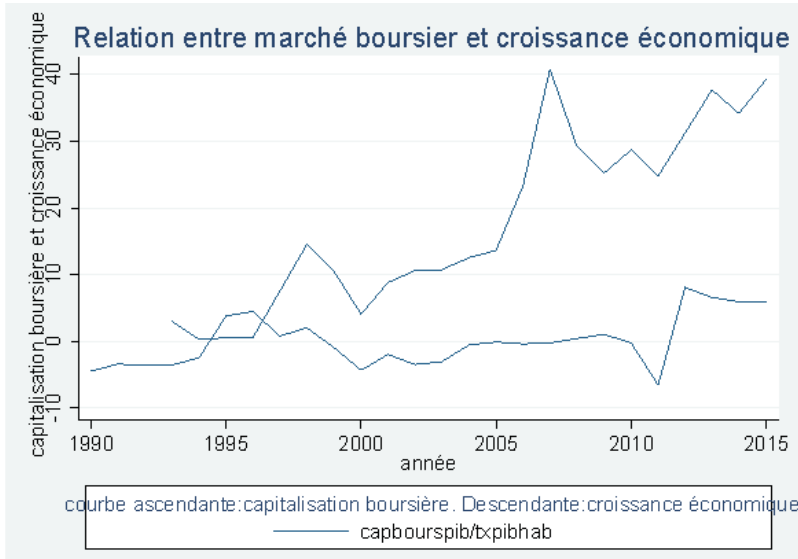
ANNEXES

Graphique 1: Comparaison du développement financier bancaire entre les pays de l’UEMOA



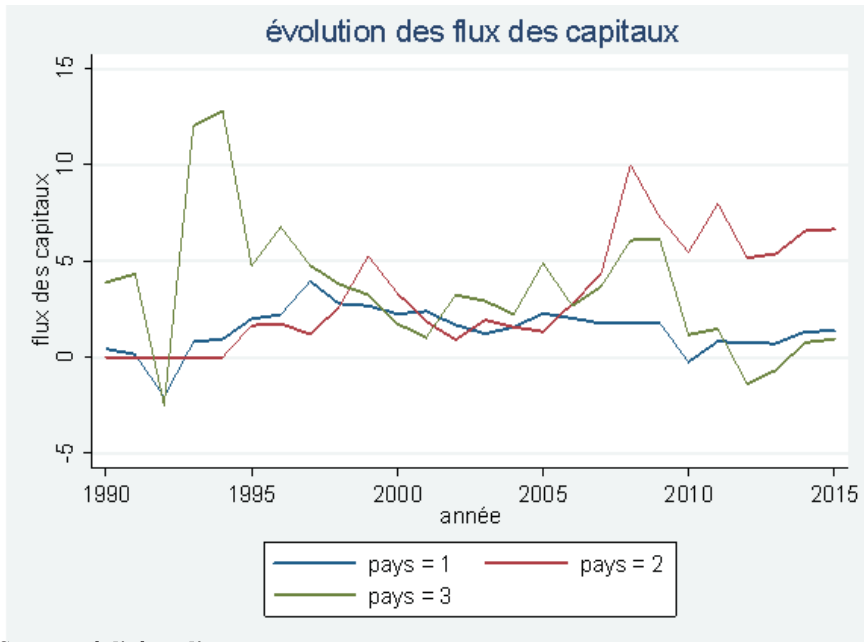
Source: réalisé par l'auteur

Graphique 2: Relation entre marché boursier et croissance économique en Côte d'Ivoire



Source: réalisé par l'auteur

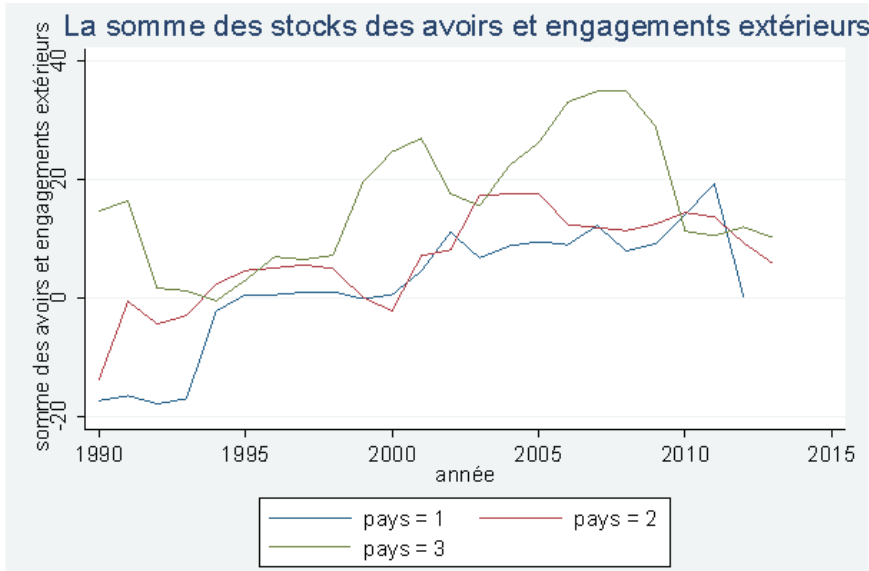
Graphique 3: Evolution des flux des capitaux étrangers



Source: réalisé par l'auteur

1: Côte d'Ivoire, 2: Ghana, 3: Nigéria

Graphique 4: Evolution de la somme des stocks des avoirs et engagements extérieurs nettes



Source: réalisé par l'auteur 1: Côte d'Ivoire, 2: Ghana, 3: Nigéria

Tableau 1: Résultats de la régression du taux de croissance économique sur ses déterminants

F= crédit dans l'UEMOA (Modèle à effet aléatoire)			F= crédit dans l'UEMOA (Modèle à effet fixe)		F= capitalisation boursière (capbourspib) en Côte d'Ivoire représentant l'UEMOA		
Txpibhab	Coefficients	P> z	Coefficients	P> t	Txpibhab	Coefficients	P> t
Credit	10.0592 (5.4806)*	0.066	18.2177 (21.2645)	0.141	Capbourspib	0.4981735 (0.2645533)*	0.089
credit2	-0.8847 (0.4947)*	0.074	-0.2244 (0.3452)	0.153	capbourspib2	-0.0096296 (0.0045512)*	0.060
Infpc	0.1909 (0.1175)	0.104	0.2281 (0.1237)	0.069	Infpc	-0.0432583 (0.2069927)	0.839
Gouv	-0.0444 (0.1728)	0.797	-0.2619 (0.2350)	0.269	Gouv	-0.5172943 (0.9430866)	0.595
Ouv	-0.0308 (0.0321)	0.336	0.0108 (0.0408)	0.825	Ouv	-0.1320949 0.0956246	0.197
Educ	-2.41e-08 (3.61e-08)	0.504	-4.37e-08 (3.59e-08)	0.227	Educ	-0.6960983 (0.2644025)**	0.025
Corrup	0.0867 (0.0280)***	0.002	0.0895 (0.0257)***	0.001	Corrup	0.6354677 (0.1908151)***	0.008
Nombre d'observations: 97 Nombre de groupe:7 R ² between: 0.3063			Nombre d'observations: 97 Nombre de groupe:7 R ² within: 0.2880		Nombre d'observations: 18 F(7,10)=26.28 Prob >F=0.0000 R ² = 91.25		

Source: calculs effectués par l'auteur

N.B: les valeurs entre parenthèses sont les écarts types des coefficients. *** indique la significativité au seuil de 1%. ** indique la significativité au seuil de 5%. * indique la significativité au seuil de 10%.

Tableau 2: Tableau descriptif

Variables	Côte d'Ivoire			Ghana			Nigéria		
	Moyenne	Min	Max	Moyenne	Min	Max	Moyenne	Min	Max
Fluxcap	1.4407	- 2.0697	3.964	3.26	1.64	9.99	3.492	- 2.482	12.79
Capbourspib	15.456	3.00	40.82	10.06	2.04	34.88	17.39	4.015	51.002
Infpc	3.903	- 0.8058	26.08	20.52	8.726	59.461	18.88	5.382	72.83
Ouv	79.21	55.348	95.069	78.5	42.48	116.04	56.74	30.88	81.812
Deficit cour	7.19	2.60	16.48	-14.44	-25.27	-7.98	10.45	-6.79	32.08
Avliab	1.98	-17.80	19.29	6.59	-13.84	17.71	16.08	-0.46	34.909

Source: Réalisé par l'auteur, à partir de la base de données de la banque mondiale.

Tableau 3: Résultats de régression du taux de croissance économique sur les variables explicatives dont les flux des capitaux étrangers comme variable d'intégration financière internationale

Txpibhab	Côte d'Ivoire représentant l'UEMOA		Ghana		Nigéria	
	Coefficients	P> t	Coefficients	P> t	Coefficients	P> t
Fluxcap	1.51512 (0.7581891)*	0.081	0.7800454 (0.2965272)**	0.027	-1.047828 (0.5362755)*	0.086
Infpc	-0.1452476 (0.3521276)	0.691	-0.1163276 (0.10361)	0.291	-0.449662 (0.1081403)***	0.002
Capbourspib	1.078455 (0.3563972)**	0.016	-1.091055 (0.7588057)	0.184	1.80087 (0.3919085)***	0.003
Gouv	1.862717 (0.7432711)**	0.037	0.7597484 (0.3627382)*	0.066	1.063755 (0.5357698)*	0.003
Ouv	-0.1235962 (0.1023267)	0.262	0.0182317 (0.0642321)	0.783	-0.3764601 (0.1353032)**	0.082
Corrup	0.2417 (0.0650509)***	0.006	-0.1604624 (0.0552969)**	0.018	-18.01845 (3.571054)***	0.024
capbourspib2	-0.0175107 (0.0062759)**	0.024	0.0424214 (0.0327251)	0.227	-0.0318949 (0.0075573)***	0.075
Txchom	-4.451721 (2.088328)*	0.066	0.2594426 (0.3570216)	0.486	72.44922 (12.45953)***	0.001
Instpo	1.765712 1.564716	0.292	0		20.63799 (4.254844)***	0.001
Educ					0.3237869 (0.1585499)*	0.000
Nombre d'observations: 18 F (9,8)=9.67 Prob > F = 0.0020 R ² = 0.9158			Nombre d'observations: 18 F (8,7)= 3.41 Prob > F = 0.0430 R ² = 0.7518		Nombre d'observations: 19 F (10,8)= 10.27 Prob>F= 0.0015 R ² = 0.9277	
R ² ajustée=0.8211			R ² ajustée=0.5312		R ² ajustée=0.8374	

Source: calculs effectués par l'auteur

N.B : les valeurs entre parenthèses sont les écarts types des coefficients. *** indique la signficativité au seuil de 1%. ** indique la significativité au seuil de 5%. * indique la significativité au seuil de 10%.

Tableau 4: Régression du taux de croissance économique sur les variables explicatives dont les stocks des avoirs et engagements extérieurs représentant l'intégration financière internationale

	Côte d'Ivoire		Ghana		Nigéria	
Txpibhab	Coefficients	P> t	Coefficients	P> t	Coefficients	P>t
Avliab	-0.3568722 (0.1385198)* *	0.037	0.2169067 (0.1037525)*	0.082	-0.0936653 (0.1570426)	0.567
Capbourspib	0.6865606 (0.2879801)* *	0.049	-1.098014 (0.5356935)*	0.086	1.37244 (0.4703108)* *	0.019
capbourspib2	-0.0107985 (0.0054759)*	0.089	0.0532502 (0.0211665)**	0.046	-0.0239185 (0.0092424)* *	0.032
Infpc	-0.0995526 (0.2792963)	0.732	-0.0673961 (0.1082649)	0.557	-0.3576764 (0.1399416)* *	0.034
Gouv	0.9730085 (0.6455904)	0.175	0.9213023 (0.2551908)**	0.011	0.1359644 (0.4720385)	0.781
Ouv	0.0338186 (0.1139889)	0.775	-0.0220061 (0.0444659)	0.638	-0.285758 (0.1696119)	0.131
Corrup	0.0741733 (0.0845818)	0.410	-0.2034986 (0.0463026)** *	0.005	-12.35208 (4.894087)**	0.036
Txchom			1.54789 (0.5340522)**	0.027	75.34834 (17.17888)** *	0.002
Instpo					13.21227 (4.230333)**	0.014
Educ			0.3867407 (0.1031658)**	0.010	0.1941559 (0.2048532)	0.371
Nombre d'observations: 15 F (7,7)= 8.13 Prob > F = 0.0065 R ² = 0.8905 R ² ajustée=0.7809			Nombre d'observations: 16 F (9,6)= 54.96 Prob > F = 0.0000 R ² = 0.8425		Nombre d'observations: 19 F (10,8)= 5.33 Prob>F= 0.0131 R ² = 0.8695 R ² ajustée=0.7065	

Source: calculs effectués par l'auteur

N.B: les valeurs entre parenthèses sont les t de student. *** indique la significativité au seuil de 1%. ** indique la significativité au seuil de 5%. * indique la significativité au seuil de 10%.

Tableau 5: Estimation de l'intégration financière sur le développement financier en Côte d'Ivoire

Capbourspib	Coefficients	P> t	Capbourspib	Coefficients	P> t
Txpibhab	0.8254017 (0.94)	0.360	Avliab	-0.0359248 (-0.14)	0.890
Fluxcap	-1.536036 (-2.00)*	0.061	Rcapbourspib	0.6241408 (3.96)***	0.001
Infpc	-0.2747299 (-1.92)*	0.071	Txpibhab	0.1688597 (0.37)	0.714
Ouv	0.3206713 (2.37)**	0.029	Infpc	-0.2727322 (-2.15)**	0.047
Rcapbourspib	0.612793 (4.18)***	0.001	Ouv	0.3343471 (1.21)	0.243
Nombre d'observation= 25 F(5,18)= 33.11 Prob >F=0.0000 R ² =0.8511			Nombre d'observation= 22 F(5,16)= 21.60 Prob >F=0.0000 R ² =0.8049		

Source: calculs effectués par l'auteur

N.B: les valeurs entre parenthèses sont les écarts types des coefficients. *** indique la significativité au seuil de 1%. ** indique la significativité au seuil de 5%. * indique la significativité au seuil de 10%.

Le test de validité des instruments de Sargan (1958) nous donne une probabilité de 0.6755. On ne peut donc pas rejeter l'hypothèse h₀ de validité des instruments. Les instruments utilisés pour l'estimation du modèle sont: les valeurs retardées d'une période et le carré du taux de croissance économique.

Tableau 6: Estimation de l'intégration financière sur le développement financier au Ghana

Capbourspib	Coefficients	P> t	Capbourspib	Coefficients	P> t
Txpibhab	-0.3787486 (-1.05)	0.306	Txpibhab	-0.0280626 (-0.04)	0.968
Infpc	0.1947005 (0.94)	0.359	Infpc	0.2333876 (1.38)	0.186
Ouv	-0.0566562 (-0.87)	0.396	Ouv	-0.0823155 (-1.21)	0.241
Fluxcap	0.1913901 (0.68)	0.508	Avliab	0.046885 (0.22)	0.831
Rcapbourspib	0.3423387 (0.95)	0.352	Rcapbourspib	0.4680011 (2.11)***	0.050
Nombre d'observation=25 F(5,19)=19.32 Prob>F=0.0000 R ² = 40.35			Nombre d'observation=23 F(5,17)=6.01 Prob>F=0.0022 R ² = 63.86		

Source: calculs effectués par l'auteur

N.B: les valeurs entre parenthèses sont les t de student. *** indique la significativité au seuil de 1%. ** indique la significativité au seuil de 5%. * indique la significativité au seuil de 10%.

Tableau 7: Estimation de l'intégration boursière sur le développement financier au Nigéria

Capbourspib	Coefficients	P> t	Capbourspib	Coefficients	P> t
Txpibhab	0.401428 (3.53)***	0.002	Avliab	0.8053645 (2.54)**	0.022
Infpc	0.0864812 (0.93)	0.365	Txpibhab	0.0476981 (0.14)	0.890
Ouv	0.0628649 (0.71)	0.490	Infpc	0.316746 (2.27)**	0.037
Rcapbourspib	0.4021217 (1.96)	0.066	Ouv	-0.1850728 (-1.04)	0.312
Itcre	0.0824585 (2.47)	0.024	Rcapbourspib	0.1226843 (0.53)	0.601
Fluxcap	0.2751877 (0.94)	0.358	Itcre	0.1691232 (3.33)***	0.004
Nombre d'observation= 25 F(6,18)=11.35 Prob > F= 0.0000 R ² = 0.5064			Nombre d'observation= 23 F(6,19)=4.31 Prob > F= 0.0090 R ² = 0.5901		

Source: calculs effectués par l'auteur à partir de Stata 13

N.B : les valeurs entre parenthèses sont les t de student. *** indique la significativité au seuil de 1%. ** indique la significativité au seuil de 5%. * indique la significativité au seuil de 10%.

Le test de validité des instruments de Sargan (1958) nous donne une probabilité de 0.8360. On ne peut donc pas rejeter l'hypothèse h_0 de validité des instruments. Les instruments utilisés sont la valeur retardée et le carré de la variable explicative endogène, c'est-à-dire la somme des stocks et engagements extérieurs.