

# **LIBERALISATION FINANCIERE, CROISSANCE, INVESTISSEMENT DOMESTIQUE ET INFLUENCE DES MARCHES FINANCIERS EN AFRIQUE**

*(Version provisoire, juillet 2008)*

SEMEDO Gervasio<sup>1</sup>,

BENSAFTA Kamel Malik<sup>2</sup>

Cet article vise à tester la relation existante pour des pays africains entre la libéralisation financière et leurs performances en matière de croissance et d'investissement domestique. Il met en évidence les différences d'impact de cette libéralisation entre pays dotés de marchés financiers et pays sans développement financier pour en tirer des leçons de politique économique. Il part d'une revue de la littérature sur la notion de répression financière ayant amené ces pays à la libéralisation à partir du milieu des années 80 dans un contexte de politique d'ajustement structurel (PAS), de réformes et de privatisations. Ensuite il mobilise des modèles économétriques pour discuter de l'hypothèse de répression financière d'une part, et d'autre part pour examiner les conséquences attendues et supposées positives des politiques de libéralisation sur la croissance et l'investissement de ces pays. Au moins deux résultats émergent : en premier lieu, la libéralisation a contribué à drainer l'épargne vers l'investissement domestique alors qu'auparavant cela n'était pas observable; en second lieu les performances sont plus décisives dans les pays avec marchés financiers. Au total, nous apportons une réponse optimiste à notre principale question : les marchés financiers sont-ils importants pour le développement ?

This paper tests relation between financial liberalization and growth particularly in some African countries with equities market; some extensions to other countries are introduced for matching lessons about future political economy of liberalization. After an overview of what has already been published on financial repression in Africa and the need of financial liberalization in a context of reforms and privatization, we use specific econometric models to verify first if the financial repression hypothesis is valid. Secondly we screen if financial liberalization policies have led to the results expected about growth over the twenty last years. Those policies start in middle 1980's, and they improve relatively the poorest relation between saving and investment observed before. African countries with stock equities market have some advantages on those without, in the way of financial development and growth; so that at long term, the optimist view can be defended.

JEL: E44-O55-O16-O17.

Mots clés : Afrique, libéralisation financière, marché des titres, croissance, investissement domestique.

---

<sup>1</sup> Groupe d'Etudes et de Recherches sur la Coopération Internationale et Européenne (GERCIE), Université François Rabelais de Tours, 50 Avenue Jean Portalis, 37000 Tours. E-mail : gsemedo2002@yahoo.fr.

<sup>2</sup> GERCIE. E-mail : malikbensafta@yahoo.fr

## 1. INTRODUCTION.

Les pionniers de l'Economie du développement n'ont pas particulièrement insisté sur le rôle du système financier sur la croissance et le développement, alors que les arguments de Schumpeter (1912) sont d'une pertinence contemporaine : "*les services rendus par les intermédiaires financiers comme la mobilisation de l'épargne, l'évaluation des projets, la gestion des risques, les conseils aux managers des entreprises industrielles et commerciales, la supervision et le dénouement simplifié de transactions domestiques et internationales...sont essentiels pour l'innovation technologique et le développement*". A partir des années 60, des auteurs comme Gerschenkron (1962), Cameron (1967), s'appuyant sur les niveaux de vie atteints par les pays européens, donnent des voies de réflexion quant aux interactions pouvant exister entre système financier, croissance et développement. Ils entérinent l'idée selon laquelle les différences de richesse et de niveau de vie entre pays, surtout après la deuxième guerre mondiale, s'expliquent en partie par les différences d'organisation des institutions financières et monétaires, d'une part, par la nature même de leur environnement réglementaire, d'autre part. Ainsi durant la période d'après-guerre, la différence de dynamisme industriel entre la Grande-Bretagne et l'Allemagne repose sur la durabilité des liens en Allemagne entre les intermédiaires financiers et les entreprises<sup>3</sup>. Avec Hicks (1969), se précise l'idée d'une finance fonctionnelle<sup>4</sup>, selon laquelle le système financier est déterminant dans les processus d'industrialisation et de développement. En effet, une organisation monétaire et financière conséquente est à la source d'innovations technologiques car elle sélectionne à l'affût de nouvelles techniques. Celles-ci étant rentabilisées par l'apprentissage offrent de nouveaux produits sur des nouveaux marchés y compris internationaux.

C'est le sens de cet article que de s'interroger d'une part, des effets de la libéralisation financière sur la croissance et sur l'investissement de pays en développement (PVD) d'Afrique, et d'autre part de vérifier empiriquement les arguments théoriques avancés. Certains pays africains ont des marchés financiers<sup>5</sup> alors que d'autres ont leur secteur financier simplement dominé par des institutions monétaires<sup>6</sup>. Globalement ces pays ont été affectés par les politiques d'ajustement structurel (PAS); c'est la raison pour laquelle, il convient d'accorder une importance particulière aux réformes économiques et aux politiques de privatisation poursuivies dans ces 27 pays d'Afrique dont l'objectif affirmé est la réalisation d'un environnement macroéconomique stable. En dépit de différences en matière d'environnement monétaire et financier, ces pays ont, toutes choses égales par ailleurs, des similitudes au regard des problèmes économiques auxquels ils sont exposés : existence de chocs macroéconomiques de demande liés aux fluctuations des termes de l'échange, de turbulences politiques, de désajustements macroéconomiques. En conséquence les investisseurs sont sensibles à la nature des interventions de l'Etat conditionnant les opportunités d'affaires et la création d'entreprises. Par ailleurs, les innovations apportées par

---

<sup>3</sup> Les Banques ont dans ce cas moins d'informations à recueillir sur les managers et les firmes comparativement au système anglais, où il est interdit aux banques d'avoir des participations dans les entreprises. En outre, elles partagent le risque financier et diminuent les risques systémiques car impliquées dans la gouvernance d'entreprise.

<sup>4</sup> Malgré la thèse du *benign neglect* défendue par exemple par Lucas (1988) donnant un rôle mineur de la finance sur la croissance.

<sup>5</sup> Botswana, Cameroun, Côte d'Ivoire, Egypte, Gabon, Ghana, Kenya, Malawi, Iles Maurice, Nigeria, Sénégal, Afrique du Sud, Tanzanie, Ouganda, Zambie et le Zimbabwe.

<sup>6</sup> Bénin, Burkina Faso, Burundi, Congo, République Démocratique du Congo, Gambie, Mali, Mauritanie, Niger, Rwanda et Togo. Les pays membres de l'Union Economique et Monétaire Ouest-Africaine (UEMOA) de ce groupe ne sont pas au même stade de développement financier que le Sénégal et la Côte-d'Ivoire également membres de l'UEMOA.

les intermédiaires financiers conditionnent la sédentarisation du capital domestique et donc la croissance.

Au regard de ces constats, cet article est organisé comme suit. La **section 2** est consacrée à l'examen des liens entre libéralisation financière et croissance dans les PVD à partir du paradigme de Mc Kinnon-Shaw, du paradoxe de Feldstein-Horioka et du mécanisme de Gordon. La **section 3** expose les modèles économétriques adaptés à nos considérations théoriques, et à la situation africaine caractérisée par des pays avec ou sans marché financier. Nous donnons ensuite les résultats de tests des effets de la libéralisation financière sur la croissance et l'investissement domestique de ces pays. Enfin, nous discutons des implications de nos résultats et nous proposons des recommandations de politiques économiques adaptées à la situation des pays.

## **2. LIENS ENTRE LIBERALISATION ET CROISSANCE : L'AFRIQUE SE DIFFERENCIE-T-ELLE DES AUTRES ECONOMIES EN DEVELOPPEMENT ?**

Qu'entend-on par libéralisation financière ? En quoi est-elle une mesure appropriée pour générer de l'investissement, de la croissance et marquer des étapes cruciales de développement financier ? Dans la littérature relative aux PVD, le travail précurseur de Goldsmith (1969) fournit une réponse partielle à ces questions<sup>7</sup>. Mais, c'est la thèse de la répression financière de Mc Kinnon (1973) et Shaw (1973) qui est devenue incontournable dans l'analyse de l'évaluation des canaux de transmission de la politique monétaire et financière au secteur réel des PVD. Une question macroéconomique soulevée par Feldstein-Horioka (1980) est sous-jacente à l'ensemble de ces premiers travaux : dans quelle mesure l'épargne est-elle corrélée à l'investissement domestique posant ainsi le problème de la collecte et de la transformation de l'épargne par des intermédiaires financiers supposés efficaces ? Le paradigme de Mc Kinnon-Shaw et le paradoxe de Feldstein-Horioka (2.1) ont été amendées par de nouvelles analyses (2.2) qui ont permis non seulement de mettre en évidence les étapes du développement financier mais aussi de montrer comment les incertitudes propres aux marchés financiers (asymétries d'information, concentration bancaire, ...) influencent l'allocation optimale des ressources. La situation africaine (2.3) peut-elle alors être décrite conformément à cette grille de lecture ?

### **2.1 Le paradigme de Mc Kinnon-Shaw et le paradoxe de Feldstein-Horioka**

Mc Kinnon et Shaw partent du constat que les marchés financiers des PVD sont étroits et imparfaits. De telles caractéristiques ont des conséquences sérieuses sur l'allocation optimale de leurs ressources domestiques et de leur croissance. En effet, pour investir les agents doivent principalement s'autofinancer à partir de leurs encaisses liquides, forme privilégiée de détention de leur richesse. Si ces marchés sont administrés, l'inflation sous-jacente contraste avec les faibles taux d'intérêt nominaux proposés aux détenteurs de *cash*. La première nécessité de la politique économique est donc d'accroître les taux d'intérêt réels; le taux de liquidité ( $M_2/ PIB$ ) devient alors favorable à l'autofinancement de l'investissement : c'est l'effet d'adduction. L'analyse ne s'arrête pas là, car elle a des implications en matière de financement extérieur : un apport extérieur d'épargne peut déstabiliser le marché financier local peu organisé. Ainsi, l'apport d'épargne extérieur est source d'effet d'éviction, si les opportunités d'investissement rentable sont peu nombreuses; cet effet est aggravé par l'usage de la taxe inflationniste pour assurer en partie le financement du déficit budgétaire de l'Etat. Il existe alors des coûts propres à la répression financière (Roe et Suwa, 1997) dans des

---

<sup>7</sup> Goldsmith montre que le niveau de développement financier n'est pas neutre sur le potentiel de croissance; sont importants les comportements des intermédiaires financiers et la taille des intermédiaires financiers mesurée par la valeur des actifs détenues par ces derniers par rapport à un indicateur macroéconomique. Sur le plan empirique, la relation positive présumée s'appuie sur l'expérience de 35 pays sur la période 1860-1963.

situations de réglementation des marchés financiers et monétaires se répercutant sur l'évolution du ratio de liquidité : i) l'écart taux débiteur et taux créditeur du marché monétaire provoque une faiblesse de l'épargne et de l'investissement domestique; ii) la fiscalité à laquelle doivent faire face les banques privées n'est pas rentable pour l'Etat, car celles-ci sont exclues de certains segments de marchés et de certaines activités financières longues, d'où le développement du secteur informel; iii) l'hyperinflation peut se développer.

La libéralisation financière est donc une manière de lever la répression financière. Dans cette optique, Mc Kinnon et Shaw proposent pour inciter les investisseurs, d'accroître le rendement des encaisses, grâce à des politiques de désinflation et de déréglementation des taux d'intérêt. Cet objectif de hausse des taux d'intérêt réels est commun à plusieurs auteurs des années 80 comme le confirme Van Winbergen (1985), même si ce dernier suggère que les effets sur la croissance des PVD mettent du temps à se manifester. En effet, dans un premier temps, la libéralisation financière provoque une allocation de ressources monétaires du secteur informel vers le secteur formel des intermédiaires financiers. Ensuite s'opère un abandon progressif et lent du crédit comme instrument de financement de l'économie, remplacé par l'usage d'instruments plus complexes reposant sur des titres.

La libéralisation des années 70 propre aux pays riches a suscité une crainte de déstabilisation des marchés nationaux. La thèse de la répression financière nous conduit à constater que l'écart entre le couple épargne domestique et investissement domestique est encore fondateur de l'analyse macroéconomique, que l'on se situe dans les pays développés ou dans les PVD. Mais il reste avec le paradoxe de Feldstein-Horioka que, l'ouverture croissante des marchés financiers n'a pas altéré le fonctionnement de telles économies, caractérisées par la forte corrélation entre l'épargne interne et l'investissement domestique. Qu'en est-il des PVD ?

Nous avons vu avec le paradigme de Mc Kinnon et Shaw, qu'en situation réglementée, l'apport d'épargne extérieure déstabilise les marchés; l'espoir serait alors qu'une plus grande mobilité des capitaux dans un contexte de libéralisation renforce l'efficacité de leur système financier. Dans ces conditions, ces pays doivent attirer des investissements directs qui sont favorables à leur croissance et complémentaires de l'investissement domestique.

## **2.2 Nécessité de la libéralisation financière, mécanisme de Gordon et étapes du développement financier**

A partir des années 90, les travaux sur la répression financière visent : i) à montrer la nécessité de la libéralisation des marchés ; ii) à identifier des mécanismes propres à ces marchés en cas de libéralisation ; iii) à saisir statistiquement et économétriquement les évolutions significatives des marchés ; iv) à caractériser le développement financier. Ces faits constitutifs d'une nouvelle approche des systèmes monétaires et financiers des PVD sont ici restitués.

En ce qui concerne tout d'abord, la nécessité de la libéralisation financière, il apparaît au regard de la littérature d'une part, que le niveau de développement financier n'est pas neutre sur la croissance. D'autre part, la libéralisation financière est rendue nécessaire à cause de l'inadéquation entre le volume de l'épargne et les besoins d'investissement des PVD. De plus, la libéralisation financière atténue les degrés d'imperfection des marchés financiers et monétaires, voire leur fragilité et leur incidence négative sur les cycles d'activité.

Les caractéristiques traditionnelles des marchés marqués par la faiblesse de la concurrence, la segmentation et la réglementation ont plusieurs conséquences. Elles induisent en effet des contraintes de liquidité, un rationnement du crédit, une transformation limitée de l'épargne monétaire en droits de propriété, l'accumulation de dette du secteur non financier, une pression permanente sur les banques, un besoin de refinancement et donc l'appel au prêteur en dernier ressort- la banque centrale-. L'usage de la taxe inflationniste n'est alors pas exclu

exposant l'ensemble du système monétaire et financier à des paniques bancaires et à des attaques spéculatives de change, là où le différentiel d'inflation risque d'être plus élevé.

Les causes de fragilité financière sont nombreuses même si les mécanismes de propagation en cas de détresse financière ou crise ne sont pas toujours clairement identifiés par des signaux adéquats, puisqu'ils peuvent tous se manifester simultanément. Dans des pays avec système financier et monétaire squelettique, l'investissement et la production sont néanmoins de manière permanente exposés à des contraintes de liquidité générées par l'existence d'asymétries d'informations propres à ces marchés. Dans un tel contexte, les entreprises qui n'arrivent pas à développer leurs fonds propres n'échappent pas à la faillite. Ce risque est même présent dans des pays émergents pouvant connaître des crises de change car attirant des capitaux flottants et une défiance vis-à-vis de titres émis nationalement. Cette proposition nous conduit à distinguer deux types d'asymétries d'information en fonction du développement financier : soit se propageant à partir du marché des titres dans les pays émergents appelé asymétrie ex-ante (Greenwald, Stiglitz, 1993), soit se diffusant à partir du marché des crédits ou asymétrie ex-post (Bernanke, Getler, 1990).

Dans le premier cas (l'asymétrie ex-ante), l'étroitesse du marché financier, même dans un contexte de privatisation, conduit à des délits d'initiés et des captations de rente. En effet, dès qu'un projet apparaît, une classe d'investisseurs institutionnels très proches du pouvoir détient l'information au détriment d'actionnaires potentiels quelquefois plus entreprenants. Ils sont alors en mesure d'acheter à des prix sous-évalués des droits de propriété sur les entreprises cotées. A long terme, rien n'exclut l'endettement de la firme sous-liquide. Les pratiques de gouvernance sont alors déterminantes y compris dans les pays émergents.

Dans le second cas (l'asymétrie ex-post), la probabilité de réussite d'un projet est de connaissance commune c'est-à-dire partagée par la firme emprunteur de capitaux sur le marché du crédit local et l'institution financière et monétaire - la banque commerciale -. Dès que le crédit est débloqué, le retour réel sur investissement n'est connu que de l'entreprise. Celle-ci, peut détourner les flux par rapport à leur destination initiale prévue lors de la conclusion du contrat et donc les affecter à un autre projet<sup>8</sup>. La banque ne peut faire face à ce genre de contingences qu'en engageant des coûts de monitoring, de supervision collective et d'échange d'information avec les autres intermédiaires financiers ou de participation au capital de l'entreprise. Les intermédiaires financiers suppléent alors aux frictions du marché et rendent l'information assimilable à un bien public. En surveillant leur clientèle, en la disciplinant et en collaborant avec elle, ils évitent certains risques mettant les managers dans une disposition de mieux faire. En outre, en obligeant les épargnants disséminés ou actionnaires potentiels à se coaliser, les banques en longue période contribuent à la décroissance des coûts financiers; toute l'histoire du capitalisme, même dans les nouveaux pays émergents comme l'Inde, le prouve avec des regroupements de plus en plus sophistiqués des épargnants allant de l'artisanat familial aux trusts internationaux.

Ainsi, sur un marché restreint, le transfert des droits de propriété est coûteux ou détourné de son affectation optimale, ce qui freine l'investissement dans un contexte de répression financière. A l'opposé, un marché élargi, grâce à la libéralisation accélère les prises de décision, la production et l'échange grâce à la mobilisation accrue de l'épargne<sup>9</sup>.

---

<sup>8</sup> Cette situation est un problème de principal-agent avec sélection adverse.

<sup>9</sup> L'intermédiation financière dans ces conditions permet d'atténuer les risques et de desserrer les contraintes de liquidité. En effet les banques définissent elles-mêmes des mécanismes de surveillance et font appel en dernière instance aux autorités de régulation pour un refinancement. Pour arriver à cet objectif, elles assument mieux les principales fonctions qui sont les siennes : la collecte de l'épargne, l'organisation des épargnants en actionnaires, la recommandation de certains investissements, la lutte contre les asymétries d'information pour que les fonds prêtés soient utilisés à bon escient et selon les termes convenus lors de la signature des contrats.

Pour ce qui concerne les mécanismes propres aux marchés en cas de libéralisation, il importe de distinguer les effets à long terme des effets à court terme (Henry, 2000). A long terme, un consensus est retrouvé : i) la libéralisation abaisse le niveau de *seigneuriage domestique*; ii) les banques deviennent universelles, profitent de nouvelles activités jusque là réservées à des monopoles étatiques, et octroient des crédits dans des conditions moins onéreuses tout en supportant une fiscalité moins lourde. La controverse découle de l'analyse des effets immédiats de la libéralisation portant sur le coût du crédit. Le mécanisme de Gordon rappelé par Henry (2000) penche pour un crédit dont le coût est indéterminé a priori, là où il est possible de penser que ce coût devient avantageux. Il part donc du lien entre instabilité du prix du capital et instabilité financière. Selon ce mécanisme, la valeur des titres dans les PVD n'est pas corrélée au niveau de l'investissement domestique. Si la libéralisation diminue le coût du capital, elle provoque de l'inflation. Tout dépend alors de l'ampleur de cette baisse. En effet, le contenu positif de cette baisse, au regard de la constance des cash-flows prévisionnels de certains projets, est de les rendre viables subitement en termes de valeur actualisée nette, alors qu'ils ne l'étaient pas auparavant. S'il y a certainement réallocation des ressources en cas de libéralisation, l'impact sur la croissance n'est pas immédiat. Le mécanisme de Gordon met en évidence que l'inflation courante n'est pas un bon et unique indicateur pour les investisseurs, puisqu'elle expose les retours sur investissement à un risque d'instabilité. En réalité, la conclusion par rapport à ce mécanisme signifie que la libéralisation fait appel à d'autres mesures de politiques économiques ou mesures d'accompagnement à court terme<sup>10</sup>.

En troisième lieu, les études empiriques et économétriques (Pagano, 1993; Levine, 1997; Levine & Zervos, 1998; Beck, Levine & Loayza, 2000) ont fourni une quantité importante de données pour mesurer le lien entre la croissance et l'amélioration des services et de l'organisation d'un système financier, qui toutes choses égales peuvent découler de la libéralisation financière. Au regard des résultats, il ressort tout d'abord : le développement financier accroît la productivité des facteurs, l'efficacité de l'investissement et l'accumulation du capital. Puis, apparaissent des effets de qualité se traduisant par un nombre croissant de variétés de biens produits dans une économie et dans des conditions de compétitivité ou spécialisation extensive. Quelques indicateurs de développement financier sont apparus déterminants dans de tels travaux : la valeur des encaisses détenues par les banques privées par rapport au PIB; la part des crédits accordés au secteur privé par rapport à l'ensemble des crédits à l'économie; les crédits à l'économie sur l'ensemble "crédits plus refinancements et avoirs nets de la banque centrale"...

Les Tableaux 1 et 2 fournissent une illustration à partir du travail de Levine, de loin le plus documenté, sur un échantillon de 80 pays et sur la période 1969-1989. Le premier tableau suggère des liens quantitatifs entre la croissance de groupes de pays dans l'échantillon et des variables de développement financier (voir lignes a à d); le second donne des mesures qualitatives de ce lien en ayant recours au taux de scolarisation pour saisir les habitudes de paiement; aux dépenses publiques sur le PIB devant saisir la discipline budgétaire; au taux d'inflation expliquant la crédibilité monétaire récurrente sur le coût du capital; aux taux d'intérêt du marché informel...

Dans la plupart des travaux, l'objectif est de montrer que le niveau de développement d'un pays dépend notamment<sup>11</sup> de la taille du secteur bancaire et financier, du degré d'ouverture

---

<sup>10</sup> Il existe, comme nous le verrons, des séquences optimales de libéralisation n'excluant pas, par exemple, la politique commerciale.

<sup>11</sup> L'histoire des systèmes financiers doit cependant conduire à de la prudence dans l'analyse pour éviter des généralisations hâtives. Il faut préciser que le système financier est modelé par des développements non financiers (évolution des télécommunications, informatique, progrès technique, réformes du marché du travail et de la protection sociale...).

Tableau 1. *Indicateurs de développement financier et revenu réel (base 100= 1987)*

Variabes	Pays riches : revenu élevé (1)	Pays riches : revenu moyen (2)	Pays pauvres (3)	Pays très pauvres (4)	R <sup>2</sup>
(a)	0.67	0.51	0.39	0.26	51 % (0.0001)
(b)	0.91	0.73	0.57	0.52	58 % (0.0001)
(c)	0.71	0.58	0.47	0.37	51 % (0.0001)
(d)	0.53	0.31	0.20	0.13	70 % (0.0001)

(a) valeur des actifs privés des banques / PIB

(b) crédits globaux à l'économie/ crédits+ refinancements+ avoirs des banques centrales

(c) crédits au secteur privé/ crédits globaux à l'économie

(d) crédits aux entreprises privées / PIB

(1) revenu réel par tête  $y > US \$4998$ ; (2)  $US \$ 1161 < y < US 4998$ ; (3)  $US \$ 391 < y < US \$ 1161$ ; (4)  $y < US 391$

R<sup>2</sup> corrélation avec PIB par tête, nombre d'observations: 80 pays.

(a), (b), (c), (d) sont les variables explicatives, et le PIB par tête est la variable endogène. A la dernière colonne, nous avons les p-statistics entre parenthèses.

Source : Levine (1997, p 705).

Tableau 2. *Croissance et effets de liquidité des marchés financiers*

	Capitalisation boursière/ GDP	R <sup>2</sup> ajusté
Croissance du PIB par tête	0.098* (0.003)	0.33
Croissance du Stock de capital par tête	0.093** (0.005)	0.38
Productivité globale des facteurs	0.075*** (0.001)	0.21

( ) représente l'écart-type

\*, \*\*, \*\*\* coefficients significatifs au seuil de : 0.10; 0.05; 0.01 avec 42 observations.

Source : Levine (1997, p 713).

aux capitaux étrangers, de l'existence d'un environnement légal protégeant les droits des créanciers et codifiant clairement les contrats, de la valeur des actifs détenus par les autres institutions financières de garanties comme les assurances, les fonds de pension, les mutuelles, la croissance de la valeur des titres privés et publics /PIB. Il n'est pas alors abusif de croire que les comportements des acteurs financiers, le développement du secteur privé, la sophistication des moyens de paiement, la diversification des instruments de financement, les transformations vers un système plus titrisé constituent des piliers de l'investissement, de la croissance et du développement. Ainsi, Bencivenga, Smith et Starr (1995) ont montré que les innovations du système financier ont eu des répercussions sur les révolutions entrepreneuriales et en particulier en Grande-Bretagne au 19<sup>ième</sup> siècle. Cette thèse conforte l'idée selon laquelle le système financier contribue à la mise en œuvre de projets industriels, de découvertes par des processus d'apprentissage, d'inventions technologiques<sup>12</sup>. Le système financier est en ce sens un accélérateur d'échanges de biens et services, de division du travail, d'avantages comparatifs et de spécialisation. En d'autres termes, les marchés financiers et monétaires exercent des effets allocatifs sur la croissance en influençant les taux de rentabilité des projets, l'accumulation du capital physique et humain, et enfin l'activité réelle surtout lorsque les politiques économiques sont davantage ouvertes au commerce international et à la mobilité des capitaux (Berthelemy, Varoudakis, 1996). Cependant, comme l'a souligné Durham (2002), il convient d'être prudent quant aux conclusions avancées dans la plupart des

<sup>12</sup> En effet, si l'on admet que les épargnants apprécient les retours sur investissement, il faut convenir que les intermédiaires financiers et autres spécialistes des marchés les conduisent à investir leurs fonds dans des projets incorporant de la technologie récente et/ou susceptibles d'effets d'entraînement.

travaux économétriques (à l'exception de ceux de Levine). En effet, les analyses reposent sur des panels qui ne font pas clairement de distinction entre pays riches et pays pauvres. Il en résulte que ce manque de hiérarchisation occulte des processus et des options de développement pourtant déterminantes<sup>13</sup>. Enfin, le dernier point saillant dans la littérature concerne les étapes du développement financier (Pill & Pradhan, 1995).

Les systèmes financiers des PVD connaissent en effet trois paliers progressifs de développement appelés : i) Economies Financièrement Réprimées; ii) Economies Domestiques Libéralisées; iii) Economies Internationalement Libéralisées. Le passage d'une Economie Financièrement Réprimée à une Economie Domestique Libéralisée suppose la mise en place d'incitations propres à activer des mécanismes de marché : relâchement du contrôle des taux d'intérêt réels par la banque centrale et le rôle accru des intermédiaires financiers dans la détermination de tels taux. La modification des structures de marchés bancaires est en effet rendue nécessaire par le fait que les interventions de banques centrales au travers du refinancement et des achats de titres publics sont souvent de nature inflationniste. Les banques commerciales centrent leurs opérations sur des activités à court terme, contrairement à l'objectif d'accroissement des investissements et de financement du développement. Le changement de règles et de comportements des emprunteurs et des prêteurs ne produit pas immédiatement des résultats positifs là où le crédit est la forme prédominante de financement. En d'autres termes, si la situation des banques au travers de leur bilan est fragile<sup>14</sup>, et que les entreprises ne possèdent pas un niveau de fonds propres, dans un univers d'asymétries d'informations et de rigidités, la libéralisation affectera plus le coût du capital dans le sens décrit par Gordon.

La transformation d'une Economie Domestique Libéralisée en une Economie Internationalement Libéralisée suppose que les problèmes mentionnés ci-dessus ont été résolus. L'expérience des pays émergents a prouvé que l'ouverture du compte de capital demande de la prudence. Pourquoi ? Si un pays n'a pas réussi au cours des deux premières phases à abaisser le coût du capital au travers de politiques monétaires, budgétaires et fiscales, il ne peut en aucun cas ouvrir prématurément son compte de capital et libéraliser l'ensemble de ses opérations commerciales, monétaires et financières avec le reste du monde. Les conséquences immédiates seraient en effet : i) la dévaluation, la crise de changes et l'affaiblissement de la protection des intermédiaires financiers se soldant par des fuites de capitaux à l'étranger; ii) en l'absence d'amélioration du capital humain des banques, un accroissement d'activités modernes sans contrepartie managériale avec des risques de pertes sur les prêts qu'elles consentent.

### **2.3 La situation africaine : de la répression à la libéralisation.**

Il est clair que le système monétaire et financier africain n'est pas homogène mais des caractéristiques communes de la répression financière (Soyibo, 1996) ont été observées : i) juste après les indépendances et pendant au moins deux décennies, les pays africains ont des systèmes financiers simples organisés en fonction de leur commerce extérieur; ii) la segmentation et la dualité des marchés monétaire et financier se traduisent par des marchés formels et informels avec de multiples prix, des coûts de transaction élevés et une forte asymétrie de l'information; iii) les banques commerciales sont très spécialisées, utilisent peu d'instruments, excluent de fait les titres, et accordent le plus souvent des crédits à court terme; iv) les gouvernements utilisent directement le secteur monétaire pour réaliser des dépenses ou sollicitent l'intervention de leur banque centrale; v) le marché du capital ne finance pas des

---

<sup>13</sup> Des pays similaires peuvent avoir des trajectoires différentes en matière de croissance dues en partie à leur insertion aux circuits d'échanges internationaux.

<sup>14</sup> Parce que leur direction ne repose pas sur un éventail de capital humain et ne fait pas l'effort de financer des activités dont la rentabilité n'est pas immédiate.

opérations risquées à long terme du secteur privé (le secteur public évince le secteur privé dans ce domaine).

Sur la période 1960-1984, le crédit à l'économie est perçu comme un instrument puissant de développement, et de fait le système bancaire est nationalisé et/ou contrôlé puissamment par l'Etat. De nombreux observateurs (Aryeetey, Senbet, Udry, 1997) sont unanimes pour reconnaître l'inadéquation de ces choix initiaux ayant entraîné dans la plupart des pays, l'aggravation des contraintes de liquidité<sup>15</sup> et l'usage systématique par la banque centrale de la taxe inflationniste. Les banques commerciales spécialisées sur des segments peu diversifiés, en situation de sous-capitalisation, mal gérées par des managers ciblant des services routiniers à rentabilité immédiate, ont été exposées à la fragilité financière face à des entreprises ne disposant pas de ressources en fonds propres.

L'effondrement généralisé des systèmes monétaire et financier, dominés par l'interventionnisme étatique est observé au milieu des années 80, obligeant les gouvernements de ces pays à mettre en place un agenda de réformes suite aux recommandations du FMI. Au travers des PAS, il s'agit de ne plus réglementer les taux d'intérêt, d'éliminer le contrôle des crédits, de pousser les banques à se restructurer par voie de concentration.

La nouvelle philosophie est renforcée dans les années 90 par la mise en place de plusieurs mesures de libéralisation. Tout d'abord, le contrôle de la masse monétaire devient indirect grâce au taux d'intérêt déterminé par des mécanismes de marché. Ensuite, les banques sont appelées à mieux coordonner leurs activités en concurrence par la création de mutuelles de garanties et de chambres de compensation. Par ailleurs, les entreprises du secteur public non financier sont privatisables. L'ultime objectif des mouvements de libéralisation nationale est d'intégrer régionalement les marchés domestiques étroits.

L'exemple de l'UEMOA est allé dans ce sens en donnant plus d'opportunité aux investisseurs nationaux pouvant opérer à l'échelle régionale. Cet ensemble repose principalement sur la dynamique de la Côte-d'Ivoire : le PIB de ce pays représente la moitié du PIB de cette région intégrée. Avant la libéralisation, le système financier de ce pays est essentiellement monétaire<sup>16</sup>. Dès 1979, Abidjan centralise la plupart des opérations de marché des intermédiaires financiers de la zone : si une place comme Dakar est en situation d'insuffisance de liquidités, Abidjan par le biais de la compensation bancaire assurée par une chambre régionale assouplit la position nette bancaire nécessaire à l'activité des entreprises. En 1987, La Banque Centrale des Etats de l'Afrique de l'Ouest relâche sensiblement ses interventions sur le marché interbancaire en 1987. Le développement de la place d'Abidjan, plaque tournante d'opérations régionales, conduit à la création d'une bourse régionale de valeurs mobilières, en 1998, avec un système de cotations électroniques et un fonds mutuel de garanties de valeurs. Cette création a pour conséquence de renforcer les effets de liquidité. En effet, comme nous le confirmerons dans notre étude économétrique, même si l'inflation s'est manifestée dans l'ensemble de la zone et particulièrement en Côte d'Ivoire, la baisse du coût du capital - mécanisme de Gordon - s'est manifestée après la libéralisation. D'ailleurs à partir de 1997, la Côte d'Ivoire avec le Sénégal retrouvent leur crédibilité internationale avec des comptes publics améliorés, des déficits extérieurs moins préoccupants et des taux de croissance moyens de 6% (IMF, 2000). Bien que l'expérience ivoirienne ait été freinée avec les événements de 2002, l'UEMOA a continué, à s'ouvrir aux capitaux extérieurs conformément à l'idée d'une gradation dans la libéralisation.

L'exemple du Nigeria montre l'inefficacité d'un système centralisé. Ce pays a non seulement vécu le *syndrome hollandais*, mais a également souffert des divisions ethniques, religieuses, si bien que la motivation principale annoncée de la libéralisation financière a été

---

<sup>15</sup> Un sévère rationnement du crédit ou une allocation sous optimale des ressources de financement.

<sup>16</sup> Avec quinze banques commerciales principalement filiales de banques, deux banques de développement, la Poste et le Trésor public.

de privatiser les secteurs bancaires et les entreprises d'Etat en situation de désastre financier. En confiant, dans les années 80, la responsabilité de telles opérations à des agences nationales, il y a eu plus de transferts de propriété de l'Etat à des bureaucrates et politiciens à des prix sous-évalués qu'une volonté de ventes d'actifs à des investisseurs efficaces<sup>17</sup>. La capitalisation boursière s'est améliorée entre 1992 et 1997, avec une année charnière en 1995, lorsque l'Etat a confié la privatisation à une entreprise unique de services : *Technical Committee of privatization and commercialization*. Celle-ci est parvenue à se départir du patronage et de la collusion avec les *politiques*, en mobilisant plus de 800000 investisseurs institutionnels (Ademola, Afekheina, 1999). Actuellement ce pays est très diversifié sur le plan financier et ses lacunes économiques ne proviennent pas de ce secteur<sup>18</sup>. Il dispose sur l'ensemble de son territoire, tant en milieu urbain qu'en milieu rural, d'offices de change, d'intermédiaires de placements de titres, de banques de courtage, de *discount houses*, de compagnies d'assurances, de mutuelles. Il est à noter que les résultats après la libéralisation financière et le processus de privatisation (IMF, 2001) se sont traduits par une réduction des taux d'intérêt réel et une baisse des déficits publics et donc par une réduction du coût du capital. Comparé à l'Egypte, de taille comparable, le Nigeria est cependant à la traîne.

L'Egypte a connu des déficits publics élevés avant 1991<sup>19</sup>, date de lancement des programmes de privatisation et de libéralisation financière. Entre 1993 et 1997, les revenus issus de la vente des titres publics des secteurs monétaire et réel rapportent plus de 1.25 billions de dollars. Toutefois les politiques de stabilisation provoquent une hausse sensible de l'inflation à deux chiffres et une dépression : le taux de croissance annuel du PIB de 6.4% en 1993 passe à 1.5%. Dans un climat de détérioration des conditions économiques, les bailleurs de fonds offrent des prêts concessionnels et des réductions de dettes afin de combattre l'inflation, de donner plus de transparence aux conditions de rétrocession des actifs du secteur public, de diminuer les déficits publics et de libéraliser les taux d'intérêt (Bortolotti, Fantini, Siniscalco, 2001). Parallèlement, le gouvernement égyptien décide de procéder à des contrôles indirects du marché monétaire, d'introduire des titres et des bons d'Etat attractifs pour attirer à la fois des investisseurs étrangers et nationaux. Ces mesures ont rendu plus liquides le marché avec une baisse de l'inflation et une relative stabilité du taux de change reconnue internationalement. Comme nous le verrons dans la section 3, le mécanisme de Gordon a ici bien fonctionné et comme le soulignent Omran et Pointon (2001) : la discipline budgétaire et fiscale accompagnant la libéralisation et la privatisation ont permis d'atténuer sensiblement les effets de l'inflation, donnant aux investisseurs des signaux suffisants à les motiver à acheter des titres, et à anticiper des retours sur investissement positifs, une fois la confiance et la croissance retrouvées. En même temps la baisse des taux d'intérêt réel a permis la création de nouvelles entreprises à un coût plus incitatif".

Au regard des évolutions différenciées des pays africains, les traditions ne sont pas les mêmes entre pays anglophones (Egypte, Nigeria) et francophones (UEMOA), ne serait-ce que par rapport à la taille et à la diversification des supports de financement. En effet, les indicateurs monétaires suffisent à rendre compte du passage d'une Economie Financièrement Réprimée à une Economie Domestique Libéralisée<sup>20</sup>. De ce point de vue, nous donnons un écho favorable à l'analyse empirique initiale de Demirgüç-Kunt & Levine (2000, 1996)

---

<sup>17</sup> Le mécanisme invoqué est retrouvé chez Bernanke et Getler (1990).

<sup>18</sup> Une meilleure diversification du système productif, une stabilité politique et une plus grande ouverture sont notamment nécessaires au Nigeria.

<sup>19</sup> 6% en moyenne par an.

<sup>20</sup> Bien que Enrique et Leite (1999) puissent contester ce point de vue, les indicateurs monétaires dépendent du PIB en tant que variables d'échelle. De plus, le crédit domestique est sensible aux politiques gouvernementales, à la capacité d'épargne du gouvernement et à ses dépôts auprès des intermédiaires financiers. Enfin, les systèmes de comptabilité nationale incluent quelquefois les prêts aux entreprises publiques dans les prêts accordés à l'ensemble des entreprises sans distinction de la nature des droits de propriété.

portant sur des indices de développement financier concernant 44 pays y compris des PVD, auxquels il convient de rajouter les crédits aux entreprises par rapport au PIB (cf. tableau 1). Le choix principal de ces instruments est justifié par le fait que les pays de l'UEMOA, ont eu tardivement un marché de négociation de la dette et un marché de titres.

Le tableau 3 fournit une illustration dans une situation avant/après la libéralisation financière. Il permet ainsi d'analyser l'influence des banques sur le système productif, le comportement des épargnants en matière de détention d'encaisses liquides, et la constitution de réserves par les banques pour faire face aux demandes de crédits. Plus précisément, six points ressortent de l'examen des résultats. Tout d'abord, les banques avec la libéralisation ont progressé dans la fourniture de moyens de paiement et de liquidités. En deuxième lieu, les paiements cash restent prépondérants, et le taux de bancarisation encore faible évolue positivement. Troisièmement, la place des crédits à l'économie marque une certaine hétérogénéité de situations et les disparités ne sont pas négligeables entre pays avec marché financier et pays sans marché financier<sup>21</sup>. Quatrièmement, le secteur privé en Afrique est en éclosion et demande davantage d'incitations et de moyens pour se développer. Cinquièmement, la supervision des banques doit être améliorée. Enfin, si dans la plupart des cas, le seignuriage n'a pas été abandonné, il n'en demeure pas moins que le refinancement des banques commerciales par le prêteur en dernier ressort -la banque centrale- n'est plus automatique et peut se faire à des taux variables ; le taux de réescompte étant constamment modifié signifie qu'il n'y a plus de limites directes à la création de monnaie par le crédit. Ainsi des opérations d'open-market, de prises de pensions de titres sont préférées à l'intervention directe ; les agents économiques commencent à détenir des titres dans leur portefeuille. En outre, la constitution de réserves par les banques commerciales sur les dépôts et les crédits les oblige à développer leur clientèle et où à se ressourcer sur les marchés monétaires. Les chambres de compensation se développent sur une base nationale ou régionale (voir le cas de l'UEMOA) et connaissent de réelles activités de dénouement d'opérations journalières, hebdomadaire, mensuel et trimestriel.

Malgré les efforts entrepris dans l'ensemble des 27 pays, il faut reconnaître, sur la base de ces indicateurs, que les marchés monétaires demeurent les principaux vecteurs de financement des économies africaines. Les investisseurs de ces pays ne cherchent pas à s'impliquer dans des opérations à délai de maturité long au regard de l'étroitesse des marchés financiers domestiques. Le secteur privé non bancaire détient une part faible de la dette domestique ; toutes choses égales, le secteur public concurrence le secteur privé sur ce marché pour financer son déficit dans un contexte où normalement la taxe inflationniste doit être relâchée. Ce type de financement des économies a des limites là où des effets d'éviction se manifestent, et dans la mesure où les opérateurs privés à capacité d'épargne contrainte ne sont pas attirés exclusivement par des titres publics mais plutôt par la détention de droits privés.

Alors que les privatisations ont été opaques en Afrique, les incidences sur le développement financier méritent d'être éclaircies. En effet, si les Etats ne peuvent pas mobiliser l'emprunt public, comme mode de financement de leur déficit, ils ont pu néanmoins se tourner vers les agences multilatérales publiques et les marchés internationaux de capitaux à des coûts faibles, car des prêts concessionnels qui leurs ont été octroyés ont été assortis de remboursements sur longue période. En effet, elle n'écarte pas : les effets d'éviction potentielle entre épargne domestique/épargne internationale ; l'aggravation du déficit extérieur et la dévaluation (Beaugrand, Loko, Montfort, 2002). De manière évidente, la plupart des gouvernements des pays africains n'ont pas pu diminuer sensiblement le poids du financement extérieur par rapport au financement de leur déficit, si bien que le passage

---

<sup>21</sup> Au regard du ratio  $M_2/PIB$  par exemple. Le recul enregistré dans les deux Congo n'est pas surprenant au regard des conflits civils et militaires connus par ces pays.

Tableau 3. Divers indicateurs de répression financière pour des pays africains.

Pays	M2 / PIB		Encaisses liquides sur PIB		Crédits privés accordés par les banques de dépôts/PIB		Dépôts sur PIB <sup>d</sup>		Dépôts du système financier sur PIB <sup>e</sup>		Concentration bancaire <sup>f</sup>		Capitalisation boursière sur PIB <sup>g</sup>	
	P1	P2	P1	P2	P1	P2	P1	P2	P1	P2	P1	P2	P1	P2
Bénin	13.25	23.94	NA	0.24	NA	0,10	NA	0,17	NA	0,17	NA	0,89	NA	NA
Botswana	18.43	22.37	0.27	0.25	0,15	0,12	0,20	0,20	0,20	0,20	NA	0,95	NA	0,16
Burkina Faso	9.65	20.34	0.14	0.19	0,12	0,12	0,07	0,12	0,08	0,12	NA	0,80	NA	NA
Burundi	11.87	17.02	0.12	0.18	0,05	0,12	0,05	0,12	0,05	0,12	NA	0,91	NA	NA
Cameroun	15.54	8.41	0.19	0.18	0,21	0,15	0,13	0,14	0,13	0,14	NA	0,81	NA	NA
Congo	16.48	7.49	NA	0.17	NA	0,08	NA	0,08	NA	0,08	NA	0,92	NA	NA
R. D. Congo	10.59	7.49	NA	0.03	0,02	0,01	0,00	0,02	0,00	0,02	NA	NA	NA	NA
Côte d'Ivoire	23.24	27.78	0.25	0.27	0,27	0,24	0,15	0,17	0,15	0,17	NA	0,85	NA	0,09
Egypte	44.86	78.62	0.46	0.81	0,16	0,35	0,25	0,65	0,28	0,69	NA	0,60	NA	0,22
Gabon	15.64	18.17	0.16	0.18	0,16	0,13	0,10	0,14	0,10	0,14	NA	0,98	NA	NA
Gambie	21.10	23.04	0.22	0.25	0,18	0,12	0,11	0,21	0,11	0,21	NA	1,00	NA	NA
Ghana	18.62	14.20	0.19	0.16	0,06	0,06	0,12	0,12	0,12	0,12	NA	0,79	NA	0,15
Kenya	22.73	34.09	0.35	0.42	0,17	0,21	0,22	0,27	0,26	0,35	NA	0,63	NA	0,14
Malawi	18.97	18.13	0.23	0.20	0,16	0,07	0,16	0,14	0,20	0,17	NA	0,95	NA	0,08
Mali	15.39	21.68	NA	0.21	NA	0,14	NA	0,14	NA	0,14	NA	0,90	NA	NA
Mauritanie	13.48	21.68	NA	0.22	NA	0,29	NA	0,14	NA	0,14	NA	0,90	NA	NA
Maurice	33.46	62.66	0.40	0.63	0,20	0,42	0,27	0,62	0,29	0,62	NA	0,92	NA	0,31
Niger	7.78	15.52	0.12	0.16	0,12	0,09	0,07	0,10	0,07	0,10	NA	0,90	NA	NA
Nigeria	16.13	19.25	0.17	0.21	0,08	0,12	0,11	0,15	0,11	0,15	NA	0,57	0,05	0,09
Rwanda	12.46	15.08	0.10	0.15	0,03	0,08	0,05	0,11	0,05	0,11	NA	0,92	NA	NA
Sénégal	19.05	22.97	0.21	0.22	0,26	0,21	0,14	0,17	0,14	0,17	NA	0,75	NA	NA
Afrique du Sud	55.25	49.59	0.53	0.41	0,46	0,60	0,52	0,50	0,52	0,50	NA	0,93	NA	1,48
Tanzanie	NA	20.94	NA	0.21	0,20	0,19	0,18	0,22	0,19	0,23	NA	0,95	NA	NA
Togo	20.37	32.15	0.28	0.32	NA	0,07	NA	0,14	NA	0,15	NA	0,75	NA	0,05
Ouganda	12.29	9.85	0.08	0.08	0,03	0,04	0,05	0,08	0,05	0,08	NA	0,68	NA	0,01
Zambie	25.92	19.42	NA	0.19	NA	0,06	NA	0,16	NA	0,16	NA	0,75	NA	0,08
Zimbabwe	19.47	21.30	0.38	0.36	0,11	0,15	0,20	0,18	0,36	0,34	NA	0,74	0,06	0,32
Moyenne	19.69	24.93	0.24	0.26	0.15	0.16	0.15	0.19	0.16	0.21	NA	0.84	0.06	0.24
Ecart-type	10.38	15.27	0.12	0.16	0.10	0.13	0.11	0.15	0.12	0.16	NA	0.12	0.01	0.37

P1 et P2 sont respectivement la période avant la libéralisation financière (1970 to 1984) et la période après la libéralisation (1985-1999).

<sup>d</sup> Demande de crédits et épargne monétaire dans les banques commerciales de dépôts en pourcentage du PIB.

<sup>e</sup> Demande de crédits et épargne monétaire dans les banques commerciales et autres institutions monétaires et financières de dépôts en pourcentage du PIB.

<sup>f</sup> Valeur des actifs détenus par les trois principales banques commerciales sur la valeur totale des actifs des banques commerciales.

<sup>g</sup> Valeur en pourcentage du PIB calculée sur la base des entreprises cotées en bourse. NA (donnée non disponible).

Source : Beck, Demirgüç-Kunt et Levine (2000), "A new Database on Financial Development and Structure", IFS.

d'économies réprimées à des économies libéralisées s'est accompagné d'une persistance d'une crise de balance de paiements. Le Tableau 4 est intéressant dans ce sens à plus d'un titre : i) pour montrer la répartition de la dette dans ces pays en pourcentage du PIB selon que cette dette est d'origine domestique ou d'origine extérieure, ii) pour spécifier les instruments sur lesquels reposent la dette publique domestique ; iii) pour marquer la différence entre pays pauvres lourdement endettés et les autres pays de l'échantillon plus développés bénéficiant de plus en plus de sources domestiques de financement depuis la libéralisation.

Enfin, une dernière remarque s'impose bien qu'elle n'apparaît pas encore clairement à ce niveau d'analyse : l'ouverture commerciale a certes conditionné les relatifs succès des pays plus avancés et au total, l'Afrique est en progrès par rapport aux autres PVD. Il existe cependant des disparités propres à cet ensemble avec des incidences macroéconomiques sur l'investissement et la croissance, sans nul doute corrélées aux politiques monétaires et financières poursuivies avec les mouvements de libéralisation financière dans le contexte des PAS. C'est ce que nous allons saisir avec la vérification de la corrélation épargne-investissement, l'hypothèse de Mc Kinnon & Shaw du lien entre Investissement et taux

d'intérêt réel et l'effet de la libéralisation financière sur la croissance et l'investissement des 27 pays de notre échantillon.

Tableau 4 *Dettes extérieures et domestiques 1980-2000 (en pourcentage du PIB)*

Pays	Supports de la Dette Domestique	1980	1990	1995	1980	1990	1995	1980	1990	1995
		1989	1994	2000	1989	1994	2000	1989	1994	2000
		Dettes domestiques			Dettes extérieures			Total Dette		
Bénin	BN	2	8	10	100	102	127	102	110	137
Botswana	BN	0	0	0	5	4	10	5	4	10
Burkina Faso	BN, TB	3	5	6	56	60	61	59	66	62
Burundi	TB, TC	3	2	6	40	96	138	44	98	144
Cameroun	TB, B, TC, DN	10	9	12	102	100	99	112	109	111
Congo		0	0	0	50	126	254	50	126	254
Egypte	BN, TB, B,TC, DN	15	18	25	100	102	100	115	110	125
Gambie	TB, DN, S	3	13	23	80	84	104	83	96	127
Ghana	TB	12	8	24	19	55	83	32	64	106
Côte d'Ivoire	TB, B,TC, DN, BN	8	10	12	80	102	118	88	112	130
Kenya	TB, B, S, DN	21	23	22	61	77	52	81	100	74
Malawi	TB, S	13	8	9	65	100	126	78	109	135
Mali	BN, TB	1	8	10	114	116	100	115	108	114
Mauritanie					200	222	221			
Maurice	TB, S, DN, B	27	29	33	39	21	15	66	50	48
Nigeria	TB, B, TC, S	28	29	16	49	93	80	77	122	97
Rwanda	TB, B	8	9	5	17	55	70	25	65	75
Sénégal	TB, B, TC, DN, BN	7	12	12	84	96	92	91	108	104
Afrique du Sud	TB, B, TC, DN, BN, S	30	37	45	0	0	0	30	37	45
Tanzanie	TB, S	26	6	12	71	131	100	96	137	112
Togo	TB, BN	2	6	3	111	115	127	113	121	130
Ouganda	TB, S	2	1	2	0	73	57	2	74	59
Zaïre					249	257	283	249	257	283
Zimbabwe	TB, B, S	35	29	37	27	34	48	62	63	86
Moyenne		11	12	15	49	87	103	62	102	118
Pays pauvres lourdement endettés		9	6	8	56	124	156	69	138	169
Autres pays		14	18	23	39	40	35	53	59	59

TB= Bons du trésor ; B=Bons négociables ; TC=Certificats de dépôts du Trésor ; S= obligations à long terme; DN=Effets de commerce escomptables, BN = Billets de banque.

Source: *World Bank Debt Tables (2000) & Beaugrand, Loko, Montfort (2002)*

### 3. MODELES ECONOMETRIQUES ET EFFETS DE LA LIBERALISATION FINANCIERE.

Avant de passer à l'examen des modèles économétriques centrés sur l'idée de répression financière et d'effets propres à la libéralisation financière, nous allons tout d'abord renforcer l'approche précédente en présentant d'autres variables macroéconomiques intéressantes pour comprendre certaines évolutions en Afrique, notamment le lien investissement-épargne résumé par le paradoxe de Feldstein-Horioka (3.1) et la pertinence de l'existence d'un marché financier. Deuxièmement le taux d'intérêt réel occupe une place centrale dans le raisonnement traditionnel. Il s'agit alors de mesurer l'impact de ce taux sur l'investissement avant et après libéralisation (3.2). A ce niveau, l'effet de liquidité - des encaisses réelles sur le PIB - est également important. Pour être complet, des retards sont introduits pour les variables explicatives retenues, essentiellement monétaires et financières. Le but est d'intégrer des innovations successives dans la modélisation en panels ou avec la méthode des doubles moindres carrés (OLS) afin de saisir les effets spécifiques par pays et les effets temporels avant et après libéralisation. En troisième lieu, et de la même manière, les effets sur la croissance de la libéralisation sont étudiés (3.3) ; la dimension de la libéralisation ne se réduit pas ici uniquement à des variables financières. Elle intègre par exemple le degré d'ouverture

au commerce international, les fluctuations des termes de l'échange, le taux de change des marchés parallèles. Enfin, nous tirons l'ensemble des implications de notre investigation et nous les complétons par des remarques incidentes sur les conditions d'environnement et de politiques économiques à long terme à même d'entretenir la croissance (3.4).

### **3.1 Statistiques descriptives, caractéristiques des séries utilisées et nature du lien entre Investissement et Epargne dans les pays africains.**

Le Tableau 5<sup>22</sup> indique la source de l'ensemble des variables utilisées dans les différents modèles à spécifier dans les paragraphes suivants, et obtenues à partir des bases de données du FMI, de la Banque Mondiale, de l'Université de Pennsylvanie. Le Tableau 6 fournit les valeurs moyennes pour ces pays et pour les variables retenues. Ces variables sont la croissance du PIB (Growth), l'épargne domestique/GDP (DomS), l'investissement public (PubInv), l'investissement privé (PrivInv), les taux d'intérêt réels (Realint), le coefficient de liquidité ( $M_2$ GDP), la dépense publique/PIB (Pubexp), la dette extérieure/GDP (Debt), les termes de l'échange (Tot), et le degré d'ouverture (Open ou somme des importations et des exportations/GDP) pour 27 pays dont 14 au sens large avec marchés financiers<sup>23</sup>. Dans les tests économétriques, nous utilisons le *spread* entre le marché officiel des changes et le marché parallèle (BMP). La croissance n'est pas uniformément partagée ; elle se situe dans des intervalles extrêmes allant de 2% à 9.73%. Cette diversité de situation en termes de croissance ne s'explique pas uniquement par des facteurs réels, monétaires et financiers. Certains pays vertueux au départ comme la Côte d'Ivoire ont connu des volatilités importantes de taux et des situations de crises qui trouvent leur source notamment dans des facteurs politiques et ethniques. La croissance remarquable de certains pays africains a donc connu des coups d'arrêt liés à des facteurs exogènes<sup>24</sup>. Le taux d'investissement moyen est estimé comme avoisinant 19% avec une répartition sur un intervalle allant de 10.2% à 36.9%.

A l'évidence, comparaison n'est pas raison dans ce genre d'exercice car la taille des pays impliqués et les montants nominaux des investissements ont de réels significations, mais les taux enregistrés par les deux cas extrêmes de répartition (Afrique du Sud et Gambie) de ces investissements permettent de comprendre les efforts entrepris par ces divers pays. Cependant, au regard de ce tableau, il n'est pas exagéré d'affirmer, que les pays avec marchés financiers ont eu de meilleurs résultats que les pays dépourvus de structures de marchés financiers diversifiées. En effet, pour des pays tels que le Botswana, le Cameroun, l'Egypte, la Zambie et le Zimbabwe, l'accroissement conséquent et poursuivi de l'épargne domestique a permis une meilleure collecte, une meilleure mobilisation et une meilleure orientation de celle-ci par rapport à l'objectif de croissance. Ainsi l'épargne est une condition préalable de l'investissement, tout comme l'accumulation du capital est une condition première de la croissance. La capitalisation devient alors un levier de l'épargne financière. Par ailleurs,, il ne faut pas négliger que ces pays ont bénéficié de l'endettement international et d'investissements en provenance de l'étranger. Les séries à niveau ne sont pas stationnaires comme l'indiquent les tests de racine unitaire. Mais pour écarter ce genre d'écueils dans l'estimation de nos modèles, nous utilisons les différences premières<sup>25</sup>. Globalement, la régression linéaire des valeurs moyennes de l'épargne domestique et de l'investissement domestique conduit à distinguer les pays avec marché financier et les pays sans (voir Figure 1). Pour le premier groupe (panel 1), si le coefficient de détermination est plus faible, cela signifie que l'épargne domestique n'a pas été la seule source de financement des investissements contrairement au second groupe (panel 2).

---

<sup>22</sup> Les tableaux 5 à 10 figurent en annexes.

<sup>23</sup> En effet, les pays de l'UEMOA au nombre de 6 disposent d'un seul marché coordonné par Abidjan.

<sup>24</sup> Voir par exemple le Botswana et la pandémie du VIH.

<sup>25</sup> Ces tests ne sont pas présentés ici mais peuvent être fournis à la demande.

### 3.2. Taux d'intérêt réel et investissement

Nous vérifions maintenant l'hypothèse de McKinnon-Shaw et la pertinence des recommandations de libéralisation en Afrique. Dans quelle mesure des résultats probants ont été enregistré en Afrique ? Et pourquoi les *succes stories* n'ont pas été aussi nombreux ? A cet effet, nous mobilisons neuf équations. D'une équation à l'autre nous essayons de capturer des effets spécifiques par pays, des effets temporels des taux d'intérêt réels sur l'investissement. Dans le modèle 1, par exemple, nous introduisons un décalage d'une période y compris pour le taux d'intérêt réel mais également pour la variable expliquée, et nous tenons compte des effets de liquidité (M2GDP). Dans le dernier modèle, le coefficient  $a_i$  désigne l'effet fixe pour le pays i et le coefficient  $b_j$  est relatif à l'effet temporel de l'année j.

*Modèle 1*

$$d\log(inv)_t = \alpha_0 + \alpha_1 d(Realint)_t + \alpha_2 d(Realint)_{t-1} + \alpha_3 d\log(inv)_{t-1} + \alpha_4 d\log(M2GDP)_t + \alpha_5 d\log(M2GDP)_{t-1} + u_t$$

*Modèle 1 avec Effet fixe par pays*

$$d\log(inv)_t = \alpha_0 + a_i + \alpha_1 d(Realint)_t + \alpha_2 d(Realint)_{t-1} + \alpha_3 d\log(inv)_{t-1} + \alpha_4 d\log(M2GDP)_t + \alpha_5 d\log(M2GDP)_{t-1} + u_t$$

*Effet Spécifique du taux d'intérêt réel (par pays)*

$$d\log(inv)_t = \alpha_0 + \alpha_{1i} d(Realint)_t + \alpha_3 d\log(inv)_{t-1} + \alpha_4 d\log(M2GDP)_t + \alpha_5 d\log(M2GDP)_{t-1} + u_t$$

*Effet Spécifique du taux d'intérêt réel et de M2GDP (par pays)*

$$d\log(inv)_t = \alpha_0 + \alpha_{1i} d(Realint)_t + \alpha_3 d\log(inv)_{t-1} + \alpha_4 d\log(M2GDP)_t + \alpha_5 d\log(M2GDP)_{t-1} + u_t$$

*Effet fixe par pays et effet Spécifique du taux d'intérêt réel.*

$$d\log(inv)_t = \alpha_0 + a_i + \alpha_{1i} d(Realint)_t + \alpha_3 d\log(inv)_{t-1} + \alpha_4 d\log(M2GDP)_t + \alpha_5 d\log(M2GDP)_{t-1} + u_t$$

*Effets temporels.*

$$d\log(inv)_t = \alpha_0 + b_j + \alpha_1 d(Realint)_t + \alpha_2 d(Realint)_{t-1} + \alpha_3 d\log(inv)_{t-1} + \alpha_4 d\log(M2GDP)_t + \alpha_5 d\log(M2GDP)_{t-1} + u_t$$

*Effet fixe par pays et effets temporels.*

$$d\log(inv)_t = \alpha_0 + a_i + b_j + \alpha_1 d(Realint)_t + \alpha_2 d(Realint)_{t-1} + \alpha_3 d\log(inv)_{t-1} + \alpha_4 d\log(M2GDP)_t + \alpha_5 d\log(M2GDP)_{t-1} + u_t$$

*Effet Spécifique du taux d'intérêt réel et effets temporels.*

$$d\log(inv)_t = \alpha_0 + b_j + \alpha_{1i} d(Realint)_t + \alpha_3 d\log(inv)_{t-1} + \alpha_4 d\log(M2GDP)_t + \alpha_5 d\log(M2GDP)_{t-1} + u_t$$

*Effet fixe par pays, effet spécifique du taux d'intérêt réel et effets temporels.*

$$d\log(inv)_t = \alpha_0 + a_i + b_j + \alpha_{1i} d(Realint)_t + \alpha_3 d\log(inv)_{t-1} + \alpha_4 d\log(M2GDP)_t + \alpha_5 d\log(M2GDP)_{t-1} + u_t$$

Les estimations données dans le tableau 7 (panel A et panel B) concernent d'une part la première période supposée être celle de la répression financière, et d'autre part l'ensemble de la période d'étude englobant ainsi l'intervalle de la mise en œuvre des politiques économiques libérales. Nous constatons pour la première période que la constante est négative et significative pour l'ensemble des modèles, la valeur moyenne d'estimation étant de -0,10. Toutefois, sur l'ensemble de la période ce coefficient moyen est de -0,03. Par ailleurs, les modèles avec effets temporels indiquent plus de valeurs négatives avant 1985 et attestent de la validité des options arrêtées par les gouvernements, compte tenu des valeurs acceptables des coefficients de détermination (>50%). Les tests de diagnostic des résidus indiquent également le caractère acceptable des spécifications choisies, à la lecture des statistiques de Durbin-Watson.

Ces résultats confirment que la plupart des pays ont abandonné la répression financière sans pour autant tous bénéficier de retombées immédiatement positives. Il n'en demeure pas moins que les pays avec marchés financiers disposent d'avantages comparatifs par rapport aux pays avec de simples systèmes d'intermédiation monétaire. Si le Nigéria et le Cameroun n'exhibent pas d'efficacité nette, l'explication pourrait résider dans la mauvaise qualité de leurs institutions. De plus, il importe de tenir compte de l'étendue du secteur informel et de la formation de taux d'intérêt déterminé sur des marchés parallèles. Toutes choses égales, les taux d'intérêt officiels n'influencent pas dans ces conditions les décisions microéconomiques et macroéconomiques des agents. Dans nos modèles, il reste que l'investissement direct

étranger n'a pas été introduit, et nous avons négligé l'instabilité institutionnelle qui engendre des fuites de capitaux<sup>26</sup>.

### 3.3. La croissance activée par la libéralisation financière ?

Nous considérons deux modèles pour saisir les effets probables de la libéralisation sur la croissance. D'une part, nous ne retenons que des variables exogènes financières sans négliger l'introduction de retard : le niveau de développement financier, la croissance de la dépense publique, la dette publique et le taux d'intérêt réel (équation 10, ci-après). D'autre part, conformément aux recommandations des théoriciens faisant état de séquences optimales de libéralisation, nous rajoutons des variables commerciales : les termes de l'échange, le degré d'ouverture et le BMP (équation 11, ci-après). En effet, les décisions d'ouverture commerciale ont des effets directs sur les variables financières. Les bailleurs de fond accordent une grande importance à de telles politiques lorsqu'il s'agit de réformer les PVD et de restructurer leurs dettes. À chaque étape de raisonnement, nous tenons compte d'effets spécifiques pour l'ensemble des pays et d'effets temporels.

$$Growth_t = \gamma_0 + \gamma_1 Growth_{t-1} + \gamma_2 d(M2GDP)_{t-1} + \gamma_3 d(Realint)_{t-1} + \gamma_4 d(PubExp)_{t-1} + \gamma_5 c \quad Eq10$$

$$Growth_t = \gamma_0 + \gamma_1 Growth_{t-1} + \gamma_2 d(M2GDP)_{t-1} + \gamma_3 d(Realint)_{t-1} + \gamma_4 d(PubExp)_{t-1} + \gamma_5 c + \gamma_6 d(TER)_{t-1} + \gamma_7 d(OPEN)_{t-1} + \gamma_8 d(BMP)_{t-1} \quad Eq11$$

Avant de passer à l'estimation des différents modèles, nous vérifions la non colinéarité des variables exogènes au moyen de leur corrélation-croisée (Tableau 8). Le *scatter-plot* de la croissance avec les différentes variables exogènes (Figure 2), laisse présumer des signes attendus et des incertitudes sur les effets des variables. Ainsi, la croissance est très fluctuante en Afrique et ne permet pas d'affirmer un signe positif durable : la croissance n'est pas auto-entretenue. À l'inverse, la baisse des taux d'intérêt réel (effet négatif) agit positivement sur la croissance.

Le Tableau 9 relatif aux estimations de l'équation 10 centrée uniquement sur des variables financières (panels A, A', B) permet de mettre en évidence les résultats suivants :

1. La dette extérieure est à l'origine d'effets d'éviction et exerce donc des effets négatifs sur la croissance. Néanmoins ce caractère récessif de la dette a été plus sévère durant la période de répression financière.
2. Les politiques de taux d'intérêt réels allant dans le sens d'une plus grande libéralisation du crédit ont contribué à la baisse du coût du capital dans la plupart des pays africains.
3. La discipline budgétaire voulue par les PAS a été bénéfique sur la croissance, même si les coefficients obtenus ne sont pas significatifs.
4. L'effet de liquidité est significatif avant et après libéralisation. Mais les effets bénéfiques ont été intensifiés avec l'amélioration de l'environnement du secteur bancaire, sa modernisation induite par les nouvelles technologies et l'extension de la bancarisation en milieu rural. Le desserrement des conditions d'octroi de crédits a contribué à l'éclosion et à la réalisation de nouveaux projets d'entreprises.
5. Néanmoins, les fluctuations de l'activité d'un pays à l'autre sont importantes et ne permettent pas d'obtenir des prévisions de taux de croissance faibles. Le coefficient d'estimation de la croissance retardée d'une période est de -35%. Ce résultat confirme ceux de Mlambo et Oshikoya (2001).

Pour examiner s'il existe des effets redondants des effets spécifiques et temporels, nous avons soumis le modèle au test de maximum de vraisemblance. Les effets temporels sont

<sup>26</sup> Cela expliquerait la fluctuation des investissements et la valeur négative (-0,6) du coefficient associée à l'investissement retardé d'une période.

communément partagés par tous les pays africains soumis aux mêmes chocs de demande et d'offre. Les effets largement négatifs sont surtout identifiés avant 1980 et surtout avec les crises pétrolières (1973, 1975, 1979). Ces effets négatifs sont moins marquants dans le nouveau contexte de réformes et de libéralisation. Par exemple, les contagions de la crise financière de 1987 et de la crise asiatique de 1997-1998 aux économies africaines n'ont pas été aussi sévères que celle des années de répression financière (Collins, Biekpe, 2003, Biekpe, Adjasi, 2006).

Il existe cependant des périodes favorables aux économies africaines entre les années 80 et 90, avec la mise en place des PAS après 1985, et la restructuration globale de la dette des pays africains en 1994. Ces effets favorables se maintiennent en moyenne 4 années.

Le Tableau 10 résume les estimations relatives à l'équation 11:

1- Les termes de l'échange ont contrarié les performances de croissance durant la première période : une baisse de 1% de ces termes de l'échange induit une perte de croissance de (-8%). En revanche, les termes de l'échange favorables (hausse de 1%) provoqué 2 points de plus de croissance. Les garanties de prix aux producteurs africains de produits bruts doivent faire l'objet d'attentions particulières dans le cadre concerté de l'Organisation Mondiale du Commerce (OMC). En d'autres termes, les fluctuations des termes de l'échange impriment des rythmes de croissance en Afrique qui peuvent être pénalisantes par rapport à l'objectif de stabilité macroéconomique.

2- L'ouverture aux échanges a des effets positifs sur les économies africaines : les pays les plus impliqués dans les échanges internationaux avant et après ont de meilleures performances. Mais la communauté internationale doit davantage appuyer ces politiques d'ouverture par des prêts concessionnels et des dons permettant de supporter la fluctuation des cours mondiaux et ou de diversifier les économies africaines.

3- Les taux de change parallèle ont un effet dépressif sur la croissance mais l'ampleur de cet effet n'est pas importante.

4- Les efforts de restructuration budgétaires sont payants en terme de croissance dans les pays africains.

5- Les signes attendus des élasticités des autres variables financières sont trouvés.

Dans l'ensemble, les facteurs financiers et commerciaux contrariant la croissance se sont plus manifestés durant la période de répression financière. Le test de maximum de vraisemblance montre que la recherche de facteurs redondants des effets fixes et temporels se justifie. Ainsi lorsque nous cherchons les effets temporels des taux d'intérêt réels, nous attestons qu'ils sont de grande ampleur et négatifs en 1972, 1979, 1980, 1984 et 1988 (autour de - 40%). Avec la libéralisation, l'impact diminue, puisqu'il se situe aux alentours de - 10% en moyenne. La libéralisation est donc justifiée.

Toutefois, puisque les économies africaines sont dépendantes de facteurs externes, comme les fluctuations des termes de l'échange, de telles mesures doivent être accompagnées de ressources financières compensatoires dont les modalités de gestion doivent être clairement identifiées pour éviter les détournements de fonds prévus.

### **3.4 Implications et recommandations de politiques économiques**

Au terme de cette analyse, il apparaît que nous ne sommes pas habités par l'*afro pessimisme*, et de ce point de vue nous partageons avec Kenny & Moss (1998) l'idée d'une Afrique plus efficace dans les années à venir. Ce continent avec une dizaine de marchés financiers montre la possibilité de mettre en œuvre des réformes avec crédibilité à même d'améliorer les niveaux d'investissement et d'épargne. Néanmoins les politiques de libéralisation financière rencontrent des résistances et ne produisent pas dans l'immédiat tous les effets escomptés dans les pays dominés par un secteur bancaire oligopolistique et/ou sous contrôle étatique. En

ce sens, les Etats doivent davantage relâcher leur contrôle sur le secteur bancaire et lutter à la fois contre les pressions politiques et la concentration bancaire dans les pays sans marché financier actif. En effet, les performances médiocres de croissance en Afrique s'expliquent entre autres par les préférences idéologiques des gouvernements marquées par le besoin d'interventionnisme (Collier & Gunning, 1999) dans tous les secteurs économiques et dans tous les domaines de la vie sociale.

Force est de suggérer la privatisation des institutions financières et monétaires en espérant qu'elle contribuera à la stabilité macroéconomique. De ce point de vue, Mlambo & Oshikoya (2001) montrent l'incomplétude d'une telle mesure en mobilisant des données sur plus de 20 pays après la mise en place des PAS pour expliquer les déterminants de l'investissement privé en Afrique. Ils insistent plutôt sur le rôle prépondérant des droits de propriété en Afrique à l'origine des fluctuations de l'investissement et de l'activité. Dans cette perspective, le frein au développement de l'entrepreneuriat, de l'investissement et de la croissance est relié à la qualité des institutions africaines, à la stabilité politique et à leur capacité à abandonner des pratiques politiques peu efficaces pour les économies de ces pays.

L'acuité de ces problèmes politiques a fait surface lorsque les Etats africains avec les PAS ont décidé de privatiser les entreprises d'Etat peu rentables, avec des productivités basses et des distorsions dans la gestion de leurs ressources ayant des conséquences sur les déficits publics et les dettes. Dans ce nouveau contexte, les acquéreurs d'entreprises publiques n'ont pas pu se transformer en entrepreneurs avisés, l'inefficience-X a persisté en dépit des ventes de droits de propriété montrant ainsi des limites de la privatisation en Afrique. La principale raison de ces échecs est le caractère inapproprié des conditions de vente de ces droits en l'absence de marchés financiers et ou de fonds de gestion des titres d'Etat de bonne réputation, et dans la plupart des pays ces ventes se sont opérées à des prix de cession peu significatifs, d'où l'idée plus pertinente de transferts de droits. Sans clause de sauvegarde, les Etats ont donné l'occasion aux groupes de pression politiques, religieuses et ethniques de procéder à des captations de rente. Ainsi, les politiques de privatisation ont plus répondu à des soucis idéologiques et opportunistes des bureaucrates et des politiciens. Elles n'ont pas atteint leurs objectifs désirés autoproclamés consistant à réduire de manière conséquente les déficits et la dette publique et à améliorer la redistribution des revenus ; elles ont plus répondu à des agendas politiques et à des intérêts économiques catégoriels (Bennell, 1997). Les coûts fiscaux ne se sont pas alors réduits en l'absence d'institutions appropriées. Pour améliorer leur discipline budgétaire et asseoir une réputation crédible sur le plan international, ces pays ont sans nul doute besoin de clarifier ces conditions de privatisation.

La déliquescence des institutions affecte la stabilité macroéconomique de ces pays et induit sans nul doute des fuites de capitaux. La libéralisation est un succédané pour limiter de telles fuites comme l'ont démontré Lensik, Hermes et Murinde (1998) pour neuf pays africains ayant adopté des mesures de libéralisation financière consistant tout d'abord à déréguler la fixation des taux d'intérêt, puis à diminuer les taux de réserves obligatoire des banques commerciales et enfin à modifier les régimes de change dans le sens d'une plus grande flexibilité. Il apparaît dans leur étude que la libéralisation, à elle seule, n'est pas une panacée pour éradiquer les fuites de capitaux, mais contribue à sédentariser des capitaux. En outre, le respect d'un certain ordre de libéralisation est nécessaire pour ne pas aboutir à une crise financière. Une brutale ouverture du compte de capital dans un contexte d'inflation et de déficit public aggrave l'instabilité financière (Boyce et Ndikumana, 2003).

A la lumière des expériences de la plupart des PVD et des pays émergents, il convient plus d'opérer des mesures graduelles transparentes par l'annonce du calendrier de leur mise en œuvre, que des opérations brutales de modification des règles du jeu dans la sphère financière et monétaire. Cependant, *les mesures effectives pour réduire ces fuites de capitaux ont trait à des modifications profondes de l'environnement politique et économique de ces pays.* Les

réformes structurelles doivent reposer sur un environnement légal stable, la privatisation et la supervision bancaires, la coopération internationale pour définir le degré de contrôle des capitaux et le régime de changes.

Ainsi au delà des facteurs financiers et monétaires, de multiples facteurs expliquent la croissance et l'investissement en Afrique y compris les conflits politiques, ethniques, le manque de moyens de communications, le taux de couverture sanitaire faible. Toutefois, parmi ces facteurs, deux semblent importants à résoudre pour capitaliser les effets d'entraînement propres à la libéralisation : d'une part renforcer le capital humain en Afrique, et d'autre part surmonter le handicap des politiques isolationnistes. En effet, il a été établi que les politiques de libéralisation ont des effets bénéfiques sur la croissance (Bekaert, Harvey, Lundbald, 2001) et sur l'investissement (Ndikumana, 2000) dans des pays à haut niveau d'éducation et à taux de scolarisation élevé. De même Berthlemy & Söderling (2002) ont montré que, si les pays africains n'allaient pas dans l'immédiat avoisiner les succès des *tigres asiatiques* en matière de taux de croissance, les espoirs restaient notamment permis pour les pays dans lesquels les gouvernements ont pris le pari d'améliorer les qualifications, le niveau d'éducation et le niveau de productivité dans l'agriculture. Mais à chaque étape de libéralisation et de politiques d'accompagnement, la question principale sera de savoir quelles sont les instabilités institutionnelles qui en découlent à court terme, et qui peuvent être plus prononcées en Afrique. Toutes choses égales à long terme, nous pouvons raisonnablement espérer qu'il y aura convergence, même si les expériences de chaque pays ne sont pas de nature à être dupliquées dans un autre, à condition que les gouvernements fassent des institutions une question majeure de politique de développement (Kaminsky & Schmukler, 2003).

Pourquoi également davantage de régionalisme en Afrique et de quelle manière ? Les économies africaines sont de petite taille ; elles font face à des problèmes de dette extérieure, de fuites de capitaux et sont dépendantes de facteurs externes. Les investisseurs locaux ne s'intéressent pas toujours aux projets locaux et n'achètent pas forcément des titres domestiques. En réalité, la participation de ceux-ci est importante pour se bâtir une crédibilité internationale : *si les Africains sont réticents à investir chez eux, cela peut être interprété par les non-résidents comme un vote avec les pieds*. Il est donc urgent d'œuvrer pour la paix régionale et la stabilité politique dans chaque pays africain : l'intégration des marchés autour du Nigeria, de l'Afrique du Sud et des pays Méditerranéens est alors digne d'intérêts. L'exemple de l'UEMOA atteste de la pertinence de cet objectif d'ouverture régionale des marchés de biens, de crédits, de capital, de valeurs mobilières sans pour autant que les politiques publiques soient disqualifiées. Elles peuvent être adaptées au besoin d'agrandir la taille des marchés domestiques.

## Annexes

Tableau 5. *Spécification et sources des variables*

Données	Définition	Code	Source
Croissance	Taux de croissance annuel du PIB	Growth	World Development Indicators 2000
M <sub>2</sub> /PIB	M <sub>2</sub> en pourcentage du PIB	M2GDP	IFS
Épargne domestique/PIB	Épargne domestique/PIB	DomS	WBI2000
Investissement publique/PIB	Investissement publique/PIB	PubInv	Pfeffermann G.P. et allii (1998) Bruno et Easterly (1998).
Investissement	Investissement privé/PIB	PrivInv	Global Development Finance & World

privé/PIB											Development Indicators
Dépense Publique	Dépense Publique réelle /PIB					PubExp					Penn World table 6.1
Taux d'intérêt réel	Taux nominal moins taux d'inflation					RealInt					IFS
Dette extérieure totale	Dette extérieure totale					Debt					Global Development Finance & World Development Indicators
Terme de l'échange	ratio de l'indice des exportations sur l'indice des importations					ToT					Global Development Finance & World Development Indicators
Ouverture	Degré d'ouverture					Open					WBI2000
Prime du marché parallèle	Différentiel entre taux de change officiel et taux de change sur le marché informel (vis-à-vis du dollar US)					BMP					WBI2000

Tableau 6. Valeurs moyennes des données macroéconomiques (entre 1970 et 1999)

	Growth	Doms	PubInv	PrivInv	RealInt	M2GDP	PubExp	Debt	ToT	Open	BMP
Benin	3.258	1.239	8.692	6.940	9.672	17.363	16.757	55.180	92.281	74.349	3.420
Botswana	9.739	25.914	-	-	1.875	20.618	18.476	23.232	100.268	83.022	13.201
Burkina Faso	3.488	2.750	-	-	8.970	13.763	21.636	31.005	72.172	41.793	3.427
Burundi	2.618	2.045	10.366	2.350	5.556	14.078	27.712	56.708	129.699	33.594	22.991
Cameroun	3.474	19.155	8.868	12.426	10.176	16.642	7.741	56.258	99.994	40.778	3.427
Côte d'Ivoire	0,228	10,745	5,530	8,494	9,003	9,526	13,481	123,632	141,251	71,647	3,427
Congo	4,328	20,343	9,549	20,997	-	16,868	42,030	93,675	124,457	159,010	2,856
R D Congo	3,386	1,776	8,450	14,100	10,547	20,942	27,910	164,089	90,643	42,305	96,396
Egypte	4,649	23,210	7,742	9,801	2,738	24,984	-	74,437	137,839	58,544	39,296
Gabon	5,520	13,040	12,377	11,339	9,455	57,844	8,621	66,619	128,677	93,433	1,729
Gambie	5,487	46,754	12,686	24,273	12,376	16,574	26,443	86,184	122,313	137,962	6,476
Ghana	4,097	4,094	8,994	8,148	-17,566	21,959	20,964	55,415	132,492	100,145	248,299
Kenya	2,507	8,580	5,565	5,211	6,292	16,921	13,339	64,312	103,179	75,891	15,744
Malawi	4,798	16,798	8,309	13,851	3,527	27,214	16,538	85,454	166,438	74,200	36,720
Mali	4,382	6,961	10,418	10,378	7,824	18,600	10,581	87,061	107,910	38,104	3,395
Mauritanie	2,888	3,609	5,621	10,577	3,043	18,249	45,256	163,157	99,492	87,874	53,893
Maurice	3,984	11,216	13,160	12,791	8,076	16,635	11,601	36,965	102,896	115,625	4,887
Niger	5,148	19,364	7,410	17,727	9,773	44,693	24,762	54,390	122,182	46,456	3,456
Nigeria	1,743	5,376	5,720	8,198	-6,105	10,760	9,241	69,582	140,667	75,468	95,927
Rwanda	3,474	17,858	8,844	10,999	7,499	17,329	22,135	30,919	66,612	23,677	38,728
Tanzanie	3,322	2,436	7,435	6,153	9,930	13,582	-	133,874	98,882	54,666	87,135
Togo	2,532	5,905	4,895	8,673	9,167	20,556	25,881	85,394	147,466	70,185	3,427
Ouganda	3,210	21,386	9,443	13,232	-12,824	52,750	31,282	59,324	94,701	17,719	198,596
Sénégal	4,157	16,621	10,196	11,946	7,825	24,904	19,280	63,509	108,896	88,025	3,427
Afrique du Sud	5,294	7,693	3,763	6,487	2,776	11,351	22,696	17,824	94,621	44,836	4,229
Zambie	1,869	23,476	6,326	6,406	-4,517	23,405	37,960	163,559	148,817	132,426	85,565
Zimbabwe	4,174	17,428	6,519	12,089	5,089	20,614	14,103	35,261	99,857	85,006	73,669

Sources: WDI2000, IFS et PEW 6.1

Tableau 7. Modèle de Panels : taux d'intérêt réel et investissement domestique.

Panel A : Estimations sur la première période 1970-1985

	Éq1	Éq2	Éq3	Éq4	Éq5	Éq6	Éq7	Éq8	Éq9
Constante	-0.1236*	-0.1424*	-0.0885**	-0.0897	-0.1025	-0.1169*	-0.1340*	-0.0825	-0.0947
d(Realint)	0.0166**	0.0160**	-	-	-	0.0125**	0.0121	-	-
d(Realint)(-1)	0.0095	0.0072	-	-	-	0.0069	0.0055	-	-
dlog(M2GDP)	0.0383	0.0525	0.0253	-	0.0386	0.0288	0.0416	0.0142	0.0235
dlog(M2GDP)(-1)	0.0007	0.0203	0.0171	-	0.0321	0.0029	0.0193	0.0177	0.0350
dlog(Inv)(-1)	-0.6662*	-0.6962*	-0.5507*	-0.5561*	-0.5798	-0.6533*	-0.6892*	-0.5796*	-0.6152
R <sup>2</sup>	49,20 %	54,16 %	58,48 %	61,17 %	60,08 %	56,10 %	61,09 %	64,26 %	66,93 %

$R^2$ adj	47,55 %	44,78 %	51,42 %	47,34 %	46,55 %	50,50 %	48,01 %	54,31 %	49,84 %
MLV	-164,01	-155,79	-156,26	-150,24	-150,90	-152,32	-142,67	-142,76	-135,77
HQ	2,171	2,515	2,230	2,547	2,573	2,289	2,615	2,318	2,643
DW	2,082	2,245	2,15	2,036	2,237	2,104	2,288	2,089	2,204
F	29,830*	5,776*	8,28*	4,424*	4,428*	10,012*	4,671*	6,456*	3,916*

Panel B : Estimations sur l'ensemble de la période 1970 1999

	Éq1	Éq2	Éq3	Éq4	Éq5	Éq6	Éq7	Éq8	Éq9
Constante	-0.0478	-0.0477	-0.0342	-0.0304	-0.03474	-0.0460	-0.0450	-0.0348	-0.0347
$d(\text{Realint})$	0.0052	0.0044	-	-	-	0.0039	0.0033	-	-
$d(\text{Realint})(-1)$	0.0033	0.0028	-	-	-	0.0023	0.0021	-	-
$d\log(M2GDP)$	0.0162	0.0161	0.0140	-	0.0129	0.0100	0.0079	0.0102	0.0072
$d\log(M2GDP)(-1)$	-0.0042	-0.0049	-0.0002	-	-0.0000	-0.0021	-0.0045	-0.0008	-0.0010
$d\log(\text{Inv})(-1)$	-0.6260*	-0.6454*	-0.5482*	-0.5528*	-0.5638*	-0.6206	-0.6417*	-0.5757	0.5945*
$R^2$	41,35 %	44,42 %	48,87 %	50,50 %	50,23 %	50,83 %	53,76 %	55,99 %	57,45 %
$R^2$ adj	40,51 %	39,86 %	45,08 %	43,45 %	42,97 %	46,14 %	45,67 %	48,95 %	47,06 %
MLV	-259,07	-249,46	-238,55	-232,42	-233,46	-227,59	-216,62	-210,22	-203,84
HQ	1,510	1,675	1,516	1,682	1,696	1,592	1,749	1,611	1,785
DW	1,980	2,056	2,100	2,030	2,144	2,003	2,087	2,041	2,096
F	49,494*	9,740*	12,905*	7,164*	6,918*	10,838*	6,647*	7,952*	5,529*

\*, \*\*, \*\*\* coefficients significatifs aux seuils 1%, 5% et 10%.

$R^2$  est le coefficient de détermination.  $R^2$  adj est le coefficient de détermination ajusté. MLV la valeur de la fonction de vraisemblance. HQ est le critère d'information de Hannan-Quinn. DW est la statistique de Durbin Watson. F est la statistique de Fisher de la régression dans son ensemble.

Tableau 8. Matrice des corrélations croisées des variables exogènes et test de significativité

Variable exogène	Growth(-1)	RealInt(-1)	M2GDP(-1)	Debt	Open	PubExp(-1)	ToT(-1)	BMP(-1)
Growth(-1)	1							
	---							
RealInt(-1)	-0.029 (-0.452)	1						
		---						
M2GDP(-1)	-0.065 (-1.008)	-0.121*** (-1.874)	1					
			---					
Debt	0.028 (0.426)	0.018 (0.271)	-0.068 (-1.051)	1				
			---					
Open	0.056 (0.865)	-0.038 (-0.577)	-0.015 (-0.226)	0.049 (0.750)	1			
				---				
PubExp(-1)	-0.134** (-2.085)	-0.019 (-0.286)	0.198* (3.110)	0.029 (0.445)	0.037 (0.574)	1		
					---			
Tot(-1)	0.009 (0.132)	-0.060 (-0.931)	-0.122*** (-1.884)	-0.026 (-0.400)	0.174** (2.709)	-0.072 (-1.105)	1	
						---		
BMP(-1)	-0.006 (-0.085)	-0.032 (-0.487)	0.198* (3.104)	-0.039 (-0.602)	-0.088 (-1.358)	0.020 (0.309)	-0.027 (-0.408)	1
							---	

La valeur entre parenthèse indique le t-student de la significativité de la corrélation croisée.

\*, \*\*, \*\*\* coefficients significatifs aux seuils 1%, 5% et 10%.

Tableau 9. Croissance et effets des variables financières

Panel A : Estimations des coefficients pour la période 1970 1984							
	OLS	F.E	T.E	F.E + T.E	S.T.E.R.	S.T.E.M2	
Constante	0.3985	0.7435	0.5136	0.9871	0.9186	0.8157	
$Growth(-1)$	-0.3375*	-0.3586*	-0.3328*	-0.3507*	-0.3303*	-0.3244*	
$d(M2GDP)(-1)$	0.6809**	0.9730*	0.6421**	0.8825**	0.7242**	-	
$d(\text{Realint})(-1)$	-0.1577**	-0.1564**	-0.1687**	-0.1581**	-	-0.1406**	
$d(\text{PubExp})(-1)$	0.0654	-0.1866	-0.0056	-0.2910	0.0308	0.0638	
$d(\text{Debt})(-1)$	-0.2479**	-0.3348*	-0.2656*	-0.3731*	-0.2578*	-0.2720*	
$R^2$	32 %	42 %	40 %	49 %	46 %	40 %	
$R^2$ adj	29 %	27 %	31 %	28 %	37 %	31 %	

<i>MLV</i>	-425.351	-415.070	-417.229	-406.452	-410.970	-417.6963
<i>SW</i>	6.820	7.452	7.146	7.770	7.049	7.154024
<i>DW</i>	2.069	2.261	2.037	2.214	2.155	2.049075
<i>F</i>	11.926	2.908	4.466	2.345	5.587	4.387492

Panel A : Estimations des coefficients pour la période 1985 1999

	OLS	F.E	T.E	F.E + T.E	S.T.E.R.	S.T.E.M2
<i>Constante</i>	-0.0229	-0.0175	-0.0632	-0.0578	-0.2137	0.0615
<i>Growth(-1)</i>	-0.3490*	-0.3500*	-0.3529*	-0.3538*	-0.3159*	-0.3486*
<i>d(M<sub>2</sub>GDP)(-1)</i>	0.1750	0.2015	0.1733	0.2045	0.1832	-
<i>d(Realint)(-1)</i>	-0.0876*	-0.0926*	-0.0685**	-0.0728**	-	-0.0856
<i>d(PubExp)(-1)</i>	0.0677	0.1050	0.0826	0.1193	0.1764	0.1011**
<i>d(Debt) (-1)</i>	-0.0517*	-0.0508*	-0.0429*	-0.0425*	-0.0490*	-0.0612*
<i>R<sup>2</sup></i>	18 %	22 %	28 %	31 %	23 %	21 %
<i>R<sup>2</sup> adj</i>	17 %	13 %	23 %	19 %	17 %	15 %
<i>MLV</i>	-859.574	-853.430	-841.746	-835.167	-920.939	-854.863
<i>SW</i>	6.420	6.848	6.577	7.001	6.648	6.673
<i>DW</i>	1.849	1.920	1.862	1.926	2.047	1.860
<i>F</i>	12.160	2.476	5.313	2.563	4.131	3.606

Panel B : Estimations des coefficients pour la période 1970 1999

	OLS	F.E	T.E	F.E + T.E	S.T.E.R.	S.T.E.M2
<i>Constante</i>	-0.1357	-0.1435	-0.1606	-0.1699	-0.1709	0.0497
<i>Growth(-1)</i>	-0.3493*	-0.3518*	-0.3560*	-0.3586*	-0.3564*	-0.3417*
<i>d(M<sub>2</sub>GDP)(-1)</i>	0.3115***	0.3644***	0.2766	0.3368	0.2603	-
<i>d(Realint)(-1)</i>	-0.1146*	-0.1201*	-0.1035*	-0.1085*	-	-0.1094*
<i>d(PubExp)(-1)</i>	0.1009	0.1068	0.0923	0.0929	0.1243	0.1135
<i>d(Debt) (-1)</i>	-0.0659**	-0.0662**	-0.0601**	-0.0609***	-0.0598*	-0.0800*
<i>R<sup>2</sup></i>	21 %	24 %	30 %	33 %	30 %	27 %
<i>R<sup>2</sup> adj</i>	20 %	18 %	24 %	22 %	24 %	20 %
<i>MLV</i>	-1294.503	-1288.094	-1270.334	-1263.320	-1269.581	-1280.973
<i>SW</i>	6.529	6.841	6.812	7.120	6.808	6.865
<i>DW</i>	2.075	2.128	2.067	2.123	2.107	2.081
<i>F</i>	22.126	4.273	5.106	3.108	5.168	4.248

Tests de rapport de vraisemblance d'effets spécifiques par pays et d'effets temporels redondants.

	Première période A		Seconde période A'		Période entière B	
	$\chi^2$	F	$\chi^2$	F	$\chi^2$	F
Test d'effets fixes (FE)	21.555	0.779	13.159	0.493	14.028	0.534
Test d'effets temporels (TE)	17.237	1.072	36.526*	2.351*	49.547*	1.680*
Test d'effets fixes et effets temporels	37.799	0.928	48.814***	1.217	62.365	1.161

F.E Effets fixes par pays; T.E Effets fixes temporels ; F.E+T.E effets fixes par pays et effets fixes temporels ; S.T.E.R Effet spécifique temporel du taux d'intérêt réel; S.T.E.M2 Effet spécifique temporel du développement financier (M2 en pourcentage du PIB).

\*, \*\*, \*\*\* coefficients significatifs aux seuils 1%, 5% et 10%.

R<sup>2</sup> est le coefficient de détermination. R<sup>2</sup> adj est le coefficient de détermination ajusté. MLV la valeur de la fonction de vraisemblance. SW est le critère d'information de Schwarz. DW est la statistique de Durbin Watson. F est la statistique de Fisher de la régression dans son ensemble.

<sup>a</sup> Sous l'hypothèse nulle les statistiques du test suivent respectivement  $\chi^2_{(21)} , F(21,90); \chi^2_{(22)} , F(12,90)$  and  $\chi^2_{(23)} , F(33,90)$ .

<sup>b</sup> Sous l'hypothèse nulle les statistiques du test suivent respectivement  $\chi^2_{(20)} , F(20,230); \chi^2_{(24)} , F(14,230)$  and  $\chi^2_{(24)} , F(34,230)$ .

<sup>c</sup> Sous l'hypothèse nulle les statistiques du test suivent respectivement  $\chi^2_{(23)} , F(23,346); \chi^2_{(27)} , F(27,346)$  and  $\chi^2_{(30)} , F(30,346)$ . 4, 230).

Tableau 10. Croissance et effets des variables financières et commerciales.

Panel A : Estimations des coefficients pour la période 1970 1984					
	OLS	F.E	T.E	F.E + T.E	S.T.E.R.
Constante	0.4849	0.7032**	0.5547	0.8887**	0.9907
Growth(-1)	-0.3351*	-0.3546*	-0.3255*	-0.3379*	-0.3155*
d(M2GDP)(-1)	0.8021*	1.0765*	0.8055*	1.0646**	0.8751*
d(Realint)(-1)	-0.2334*	-0.2521*	-0.2429*	-0.2566*	-
d(PubExp)(-1)	0.0968	-0.1653	0.0423	-0.2402	0.0462
d(Debt)	-0.2529*	-0.3204*	-0.2716*	-0.3582**	-0.2696*
d(Open)	0.0565	0.0423	0.0392	0.0269	0.0060
d(ToT)(-1)	-0.0791**	-0.0827**	-0.0726**	-0.0763	-0.0617*
d(BMP)(-1)	-0.0027***	-0.0031**	-0.0026***	-0.0030**	-0.0027
R <sup>2</sup>	41 %	50 %	46 %	56 %	50 %
R <sup>2</sup> adj	37 %	36 %	37 %	35 %	41 %
MLV	-411.160	-399.738	-404.652	-392.459	-400.220
SW	6.780	7.401	7.135	7.744	7.066
DW	1.952	2.186	1.929	2.154	2.046
F	11.820	3.603	4.946	2.743	5.711
Panel A' Estimations des coefficients pour la période 1985 1999					
Constante	-0.0242	-0.0158	-0.0557	-0.0464	-0.1787
Growth(-1)	-0.2927*	-0.2943*	-0.2909*	-0.2905*	-0.3235*
d(M2GDP)(-1)	0.2603***	0.3199**	0.2612	0.3330**	0.2309
d(Realint)(-1)	-0.1119*	-0.1179*	-0.0942*	-0.1008*	-
d(PubExp)(-1)	0.1261	0.1587	0.1453	0.1777	0.1829
d(Debt)	-0.0519	-0.0506	-0.0438	-0.0428	-0.0487*
d(Open)	-0.0847	-0.0798	-0.0734	-0.0691	0.0152
d(ToT)(-1)	0.0162	0.0218	0.0154	0.0218	0.0186
d(BMP)(-1)	-0.0028	-0.0026	-0.0030*	-0.0030**	-0.0040**
R <sup>2</sup>	19 %	22 %	27 %	31 %	23 %
R <sup>2</sup> adj	17 %	14 %	22 %	18 %	17 %
MLV	-928.371	-921.624	-911.648	-904.672	-876.496
SW	6.448	6.846	6.624	7.020	6.747
DW	2.044	2.121	2.011	2.085	2.015
F	9.742	2.601	4.775	2.508	3.630
Panel B : Estimations des coefficients pour la période 1970 1999					
Constante	-0.1709	-0.1774	-0.1964	-0.2045	-0.1655
Growth(-1)	-0.3489*	-0.3515*	-0.3565*	-0.3590*	-0.3575*
d(M2GDP)(-1)	0.3115***	0.3640***	0.2928	0.3539	0.3003***
d(Realint)(-1)	-0.1240*	-0.1296*	-0.1133*	-0.1185*	-
d(PubExp)(-1)	0.0960	0.1029	0.0919	0.0947	0.1132
d(Debt)	-0.0689**	-0.0692**	-0.0628**	-0.0636**	-0.0625*
d(Open)	0.0046	0.0054	-0.0001	0.0006	0.0210
d(ToT)(-1)	-0.0280	-0.0271	-0.0225	-0.0215	-0.0176
d(BMP)(-1)	-0.0021	-0.0021	-0.0020	-0.0020	-0.0018
R <sup>2</sup>	22 %	25 %	31 %	33 %	31 %
R <sup>2</sup> adj	21 %	19 %	25 %	22 %	25 %
MLV	-1286.399	-1279.930	-1262.817	-1255.674	-1218.093
SW	6.552	6.864	6.838	7.147	6.886
DW	2.070	2.125	2.063	2.121	2.077
F	16.532	4.155	4.909	3.062	4.776

Tests de rapport de vraisemblance d'effets spécifiques et d'effets temporels redondants.

	Première période a		Seconde période b		Période entière c	
	$\chi^2$	F	$\chi^2$	F	$\chi^2$	F
Test d'effets fixes	24.388	0.867	13.952	0.524	14.285	0.540
Test d'effets temporels	14.558	0.870	33.904*	2.021**	48.511*	1.633**
Test d'effets fixes et effets temporels	37.403	0.892	47.398	1.142	61.449	1.135

\*, \*\*, \*\*\* coefficients significatifs aux seuils 1%, 5% et 10%.

R<sup>2</sup> est le coefficient de détermination. R<sup>2</sup> adj est le coefficient de détermination ajusté. MLV la valeur de la fonction de vraisemblance. SW est le critère d'information de Schwarz. DW est la statistique de Durbin Watson. F est la statistique de Fisher de la régression dans son ensemble.

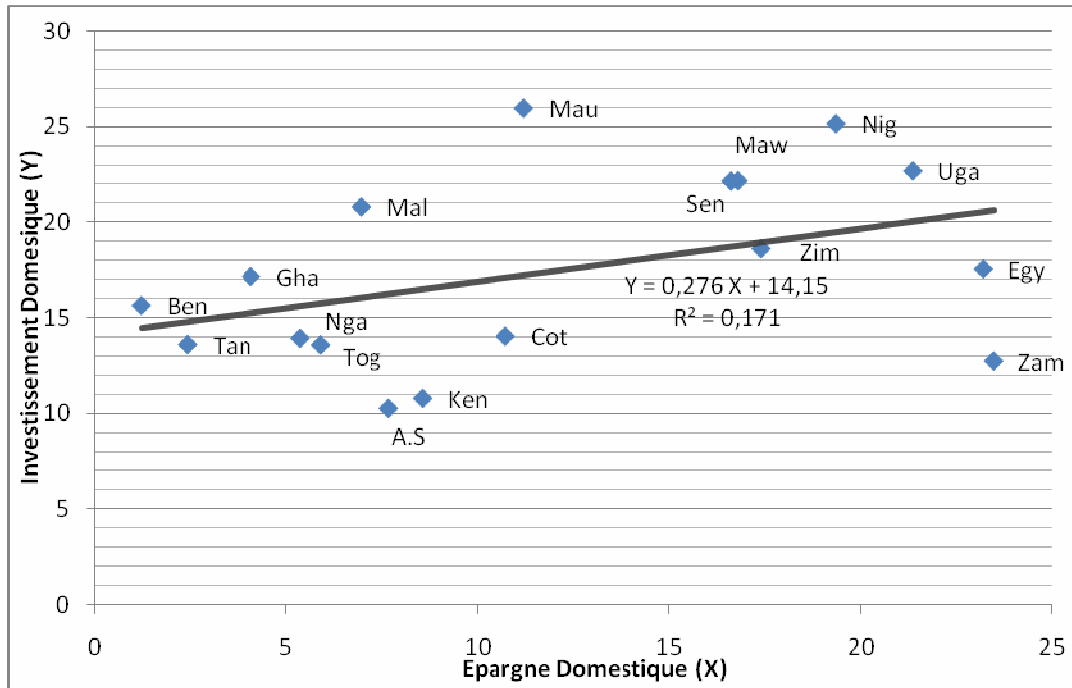
<sup>a</sup> Sous l'hypothèse nulle les statistiques du test suivent respectivement  $\chi_2^{(1)}, F(21,86); \chi_2^{(2)}, F(12,86)$  and  $\chi_2^{(3)}, F(33,86)$ .

<sup>b</sup> Sous l'hypothèse nulle les statistiques du test suivent respectivement  $\chi_2^{(0)}, F(20,230); \chi_2^{(4)}, F(14,230)$  and  $\chi_2^{(4)}, F(34,230)$ .

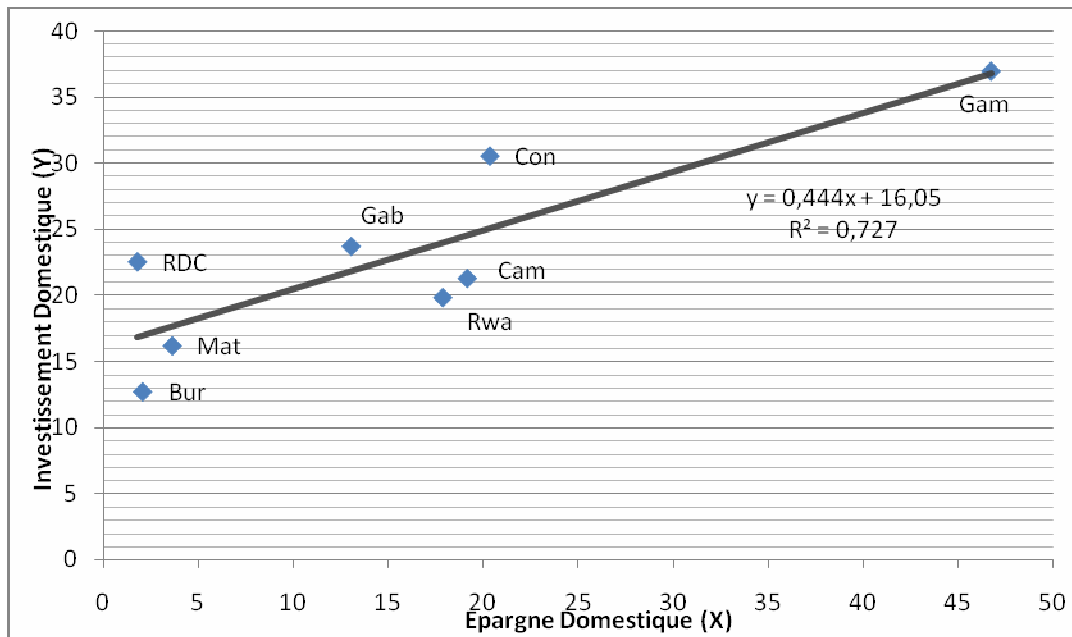
<sup>c</sup> Sous l'hypothèse nulle les statistiques du test suivent respectivement  $\chi_2^{(28)}, F(23,346)$ ;  $\chi_2^{(27)}, F(27,346)$  and  $\chi_2^{(20)}, F(50,346)$ .

Figure 1. : Régression OLS épargne domestique/investissement domestique.

Panel 1: Pays africains avec marché financier



Panel 2 : Pays africains sans marché financier

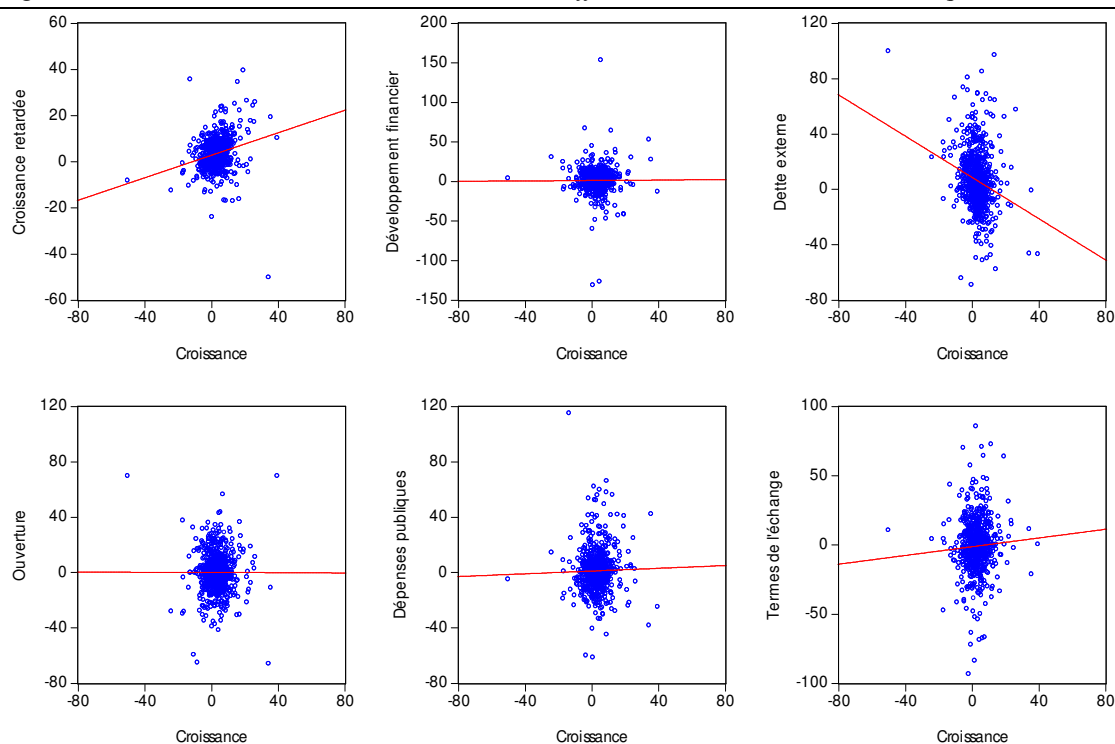


Légende : Afrique du Sud (A.S), Benin (Ben), Cameroun (Cam), Côte d'Ivoire (Cot), Congo (Con), Égypte (Egy), Gabon (Gab), Gambie (Gam), Ghana (Gha), Kenya (Ken), Mali (Mal), Malawi (Maw), Niger (Nig), Nigeria (Nga), R.D du Congo (RDC), Rouanda (RWA), Sénégal (Sen), Tanzanie (Tan), Togo (Tog), Ouganda (Uga), Zambie (Zam), Zimbabwe (Zim).

Les panels 1 et 2 illustrent respectivement, la relation entre épargne domestique et investissement dans les PVD africains avec marchés financiers, et sans marchés financiers (en 2000).

R<sup>2</sup> est le coefficient de détermination de la régression

Figure 2. : Scatter-Plot de la croissance vis-à-vis de différentes variables macroéconomiques.



Les figures illustrent l'évolution de la croissance par rapport aux variables exogènes du modèle sur toute la période. De la gauche vers la droite et de haut en bas : croissance retardée (*Growth(-1)*), développement financier (*M2/PIB*), dette externe (*Debt*), ouverture économique (*Open*), dépenses publiques (*Gdep*) et termes de l'échange (*Tot*).

## RÉFÉRENCES

- ADEMOLA A., AFEKHEINA J. (1999), "Privatization in Africa: An Appraisal", *World Development*, Vol 27, n°1, pp201-213.
- ARYEETAY E., SENBET L., UDRY CH. (1997), "Financial Liberalization and Financial Markets in Sub-Saharan Africa: a Synthesis", *Journal of African Economies*, Vol 6 (1), p1-28.
- BEAUGRAND PH, LOKO B., MONTFORT M. (2002), " The Choice Between External and Domestic Debt in Financing Budget Deficits: The Case of Central and Western African Countries ", *IMF Working Papers* 02/79, Washington D.C.
- BECK T., LEVINE R., LOAYZA N. (2000), "Finance and Source of Growth", *Journal of Financial Economics*, Vol 58, p261-300.
- BECK T., DEMIRGÜC-KUNT A., LEVINE R. (2000), " A new Database on Financial Development and Structure", International Financial System.
- BEKAERT G., HARVEY C.R., LUNDBALD CH. (2001), "Emerging Equities Markets and Economic Development", *Journal of Development Economics*, Vol 66, Issue 2, pp465-504.
- BENCIVENGA V., SMITH B., STARR R. (1995), "Transaction Costs, Technological Change and Endogenous Growth", *Journal of Economic Theory*, 67 (1), pp 153-177.
- BENNELL P. (1997), "Privatization in Sub-Saharan Africa: Progress and Prospects during the 1990s", *World Development*, 23 (11), pp 1785-1803.
- BERNANKE B.S, GETLER M. (1990), "Financial Fragility and Economic Performance", *Quarterly Journal of Economics*, Vol 105, pp 87-114.

- BERTHELEMY J.C., VAROUDAKIS A. (1996), "Economic Growth, Convergence Clubs, and the Role of Financial Development", *Oxford Economic Papers*, 48 (2), pp 308-328.
- BERTHELEMY J.C, SÖDERLING L. (2002), *Will there be New Emerging Market in Africa by the year 2020?* IMF Working Papers, WP/02/131.
- BIEKPE N. B., ADJASI C. K. D. (2006), "Stock Market Development and Economic Growth: The Case of Selected African Countries", *African Development Review*, Vol 18, Issue 1 pp 144-161.
- BORTOLOTTI B., FANTINI M., SINISCALCO D. (2001), "Privatization: Politics, Institutions, and Financial Markets", *Emerging Markets Review*, Vol 2, Issue 2, pp 109-137.
- BOYCE J.K.,NDIKUMANA L., (2003), "Public Debts and Private Assets: Explaining Capital Flight from Subsaharan Countries", *World Development*, Vol 31, n°1, pp 107-130.
- BRUNO, M., EASTERLY, W. (1998). "Inflation crises and long-run growth". *Journal of Monetary Economics*, 41(1), February, 3-26.
- CAMERON R. (1967), *Banking in the Early Stages of Industrialization: A Study in Comparative Economic History*, New-York: Oxford University Press.
- COLLIER P., GUNNING J. (1999), "Explaining Economic Performance", *Journal of Economic Literature*, 37 (1), pp 64-111.
- COLLINS D., BIEKPE N. (2003), "Contagion and Interdependence in Africa Stock Market", *The South African Journal of Economics*, Vol 71, Issue 1, pp181-194.
- DEMIRGÜÇ-KUNT A., LEVINE R. (1996), "Stock Market Development and Financial Intermediation: Stylized Facts", *The World Bank Economic Review*, Vol 10, n°2, pp291-321.
- DURHAM B.J. (2002), "The Effects of Stock Market Development on Growth and Private Investment in Lower-Income Countries", *Emerging Markets Review*, Vol 3, Issue 1, pp 211-232.
- ENRIQUE G., LEITE S.P (1999), *Measuring financial development in Sub-Saharan Africa*, IMF Working Paper, n° 99/105.
- FELDSTEIN M, HORIOKA C (1980), "Domestic saving and international capital flows", *Economic Journal*, June, 90, pp 314-329.
- GERSCHENKRON A. (1962), *Economic Backwardness in Historical Perspective*, Cambridge Harvard University Press.
- GOLDSMITH R. (1969), *Financial Structure and Development*, Yale University Press, New Haven.
- GREENWALD B., STIGLITZ J.E. (1993), "Financial Market Imperfections and Business Cycles", *Quarterly Journal of Economics*, Vol 108, pp 77-114.
- HENRY P.H. (2000), "Stock Market Liberalization, Economic Reform, and Emerging Market Equity Prices", *Journal of Finance*, Vol 55, pp 25-66.
- HICKS J. (1969), *A Theory of Economic History*, Oxford, Clarendon Press.
- IMF COUNTRY REPORT (2000), n°00/107, Côte d'Ivoire: Selected Issues and Statistical Appendix, International Monetary Fund, Washington.D.C.
- IMF COUNTRY REPORT (2001), n°01/132, Nigeria: Selected Issues and Statistical Appendix, International Monetary Fund, Washington, Whashington D.C.
- KAMINSKI G.L.,SCHMUKLER S.L.(2003), "Short-Run Pain, Long-Run Gain: The Effects of Financial Liberalization", *NBER Working Paper 9787*, June.
- KENNY J.CH., MOSS T.J. (1998), "Stocks Markets in Africa: Emerging Lions or White Elephants?" *World Development*, Vol 26, n°5, pp829-843.
- LEVINE R. (1997),"Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda", *Journal of Economic Literature*, Vol 35, June, pp 688-726.

- LENSIK R., HERMES N., MURINDE V. (1998), "The Effect of Financial Liberalization on Capital Flight in African Economies", *World Development*, Vol 26, n° , pp 1349-1368.
- LEVINE R., ZERVOS S. (1998), "Stock Markets, Banks, and Economic Growth", *American Economic Review*, 88, p 537-558.
- LUCAS R. (1988), "On the Mechanics of Economic Development", *Journal of Monetary Economics*, 22 (1), pp 3-42.
- MC KINNON R. (1973), *Money and Capital in Economic Development*, Washington D.C, The Brookings Institution.
- MLAMBO K., OSHIKOYA T. (2001), "Macroeconomics Factors and Investment in Africa", *Journal of African Economies*, Vol 10, supplement 2, September, pp 12-47.
- NDIKUMANA L. (2000), "Financial Determinants of Domestic Investment in Sub-Saharan Africa: Evidence from Panel Data", *World Development*, Vol 28, n°2, pp381-400.
- OMRAN M., POINTON J. (2001), "Does the Inflation Rate Affects the Performance of the Stock Market? The Case of Egypt", *Emerging Markets Review*, Vol 2, Issue 3, pp 263-279.
- PAGANO M. (1993), "Financial Market and Growth: An Overview", *European Economic Review*, 37 (2-3), pp 613-622.
- PILL H., PRADHAN M. (1995), *Financial indicators and financial changes in Africa and Asia*, IMF Working Paper, n° 95/123.
- PFEFFERMANN G.P., KISUNKO G. VSUMLINSKI M.(1998), "Trends in Private Investment in Developing Countries: Statistics for 1970-97".
- ROE A.R., SUWA N. (1997), "From Direct to Indirect Monetary Control in Sub-Saharan Africa", *Journal of African Economies*, Vol 6, AERC-World Bank, supplement, pp 212-264.
- SCHUMPETER J.(1912), *The Theory of Economic Development*, Cambridge: Havard University Press.
- SHAW E. S. (1973), *Financial Deepening in Economic Development*. New York, Cambridge, Oxford University Press.
- SOYIBO A. (1996), " Banking Sector Reforms in Africa: Effects on Savings, Investment and Financial Development", *Senior Policy Seminar*, Abidjan, November, 14-15<sup>th</sup>.
- VAN WIJNBERGEN S. (1985), "Macroeconomic Effects of Changes in Bank Interest Rates: Simulations Results for South Korea", *Journal of Development Economics*, Vol 18, pp 541-554.