

Modou DIENG

*Laboratoire de Recherches Economiques et Monétaires (LAREM)
Université Cheikh Anta Diop (UCAD) - Email: diengmo@yahoo.fr*

La Contribution de la Bourse Régionale de Valeurs Mobilières (BRVM) à la croissance économique de l'Union Economique et Monétaire Ouest Africaine (UEMOA)

Résumé : Cet article étudie la relation entre le développement de la BRVM et la croissance économique des huit pays de l'UEMOA sur la période 2000-2012. Les estimations effectuées avec la méthode des moments généralisés (GMM) en panel dynamique révèlent une relation positive et significative entre le développement de la BRVM et la croissance économique dans l'UEMOA. Quant aux effets spécifiques pays, seule la Côte d'Ivoire bénéficie de l'impact positif de cette relation. En prenant cette dernière comme référence, le Sénégal apparaît comme le pays qui s'en rapproche le plus.

Mots clés : Marchés de capitaux, croissance économique, causalité, UEMOA.

The Contribution of the Regional Securities Exchange (BRVM) to the Economic growth of the West African Economic and Monetary Union (WAEMU)

Abstract: *The purpose of this article is to study the relationship between the development of BRVM and economic growth in the WAEMU. Our study covers the eight WAEMU countries and the period 2000-2012. Estimates made using the generalized method of moments (GMM) dynamic panel show a positive and significant relationship between the development of capital markets and economic growth in the WAEMU. As for specific country effects, only Ivory Coast benefits from the positive impact of this relationship. Taking it as a reference, Senegal is the country which is closer to the latter.*

Keywords: *Capital markets, Economic growth, Causality, UEMOA.*

JEL Classification : *F34 - G10- G19.*

Received for publication: 20150615.

Final revision accepted for publication: 20160312

1. Introduction générale

Dans les années 50, les théoriciens du développement étaient largement adeptes de la théorie du « Big Push » (Rosenstein-Rodan, 1943): les pays les plus pauvres sont enfermés dans une trappe à pauvreté et leur décollage était conditionnel à un effort massif d'investissement financé par l'aide internationale.

Les tests menés par l'économiste américain W. Easterley (2005), concluent que l'influence de l'aide sur l'investissement et la croissance est plus qu'incertaine. Quant aux rares pays à avoir décollé, l'aide n'y apparaît pas comme un facteur déterminant. De quoi remettre largement en cause cette approche. C'est ainsi que les nouveaux économistes du développement montrent que la qualité d'un système financier est un facteur bien plus important pour le développement qu'une arrivée d'aides massives.

Beaucoup de travaux soulignent les gains économiques liés à une diversification du système financier (Goldsmith, 1969 ; Merton, 1995 ; Levine, 2005). Selon Saidane, 1995, le développement substantiel des marchés de capitaux est une condition nécessaire pour une libéralisation « complète ». En effet, dès 1972, Saint Marc avait montré que les pays les plus riches de l'UMOA se caractérisaient par des ratios d'approfondissement financiers plus élevés. Dans ce contexte, Les marchés de capitaux peuvent promouvoir l'expansion des entreprises privées et, par suite, une croissance plus forte des économies nationales.

Dans les années 1990, de nombreux pays en Afrique ont érigé des bourses comme condition préalable à l'introduction de l'économie de marché dans le cadre de la propagation des programmes d'ajustement structurel par les institutions monétaires internationales (Fonds Monétaire International et Banque Mondiale) et comme outil de facilitation de la privatisation des entreprises publiques. Aujourd'hui, plus de 50% des pays africains possèdent leur propre bourse, contre moins de 25% il y a dix ans.

L'objectif de ces pays était clair : faciliter les privatisations, attirer les capitaux étrangers et diversifier les services financiers. Cette politique a eu effectivement des effets positifs dans certains pays (Afrique du Sud, Nigéria, Egypte...).

Ce constat nous a amené à formuler une problématique de recherche dans cet article : **« *Quelle est la contribution de la BRVM dans la croissance de l'UEMOA et quel serait son impact au niveau de chaque pays?* ».**

Notre hypothèse principale de recherche est que « la taille des marchés de capitaux facilite la croissance, en d'autres termes, plus les marchés de capitaux sont larges, plus la contribution sur la croissance est significative ».

A travers ce travail nous visons deux objectifs principalement :

- Identifier les freins au développement de la BRVM;
- Voir dans quelle mesure le développement de la BRVM peut assoir une croissance durable dans l'UEMOA.

La suite de cet article s'articule en trois sections. La deuxième section traite de la relation entre le développement des marchés de capitaux et la croissance économique. La troisième section dresse un état des lieux de la BRVM. La quatrième section examine la contribution de la BRVM dans la croissance économique des pays de l'UEMOA à travers une modélisation économétrique sur données de panel. Une dernière section conclut.

2. Relations entre développement des marchés de capitaux et croissance

Ce chapitre sera scindé en deux sections, le premier fera une revue de la littérature sur l'importance des marchés de capitaux et le deuxième abordera la situation des marchés de capitaux africains.

2.1. Revue de la littérature sur l'importance des marchés de capitaux

Le marché des capitaux au sens large est le marché sur lequel s'effectue l'ensemble des opérations financières, c'est le « lieu » de confrontation des besoins et des capacités de financement des agents économiques.

La création de marchés de capitaux a l'avantage d'offrir aux investisseurs et aux épargnants une panoplie plus riche d'actifs financiers (elle participe à la diversification financière), permettant une meilleure mutualisation des risques ; elle brise d'une certaine façon le monopole des intermédiaires financiers qui en l'absence de concurrence encouragent les entreprises à réaliser des projets peu innovateurs et donc peu risqués, en prélevant des rentes importantes (Khan et Senhadji, 2003).

Les marchés de capitaux peuvent donc promouvoir l'expansion des entreprises privées en leur procurant des ressources longues nécessaires pour obtenir croissance plus forte des économies nationales. En postulant que les marchés de capitaux offrent une autre voie pour la mobilisation de l'épargne dans une économie, il est sous-entendu que ceci permettrait de stimuler l'investissement productif, contribuant ainsi à la croissance économique.

Levine et Zervos (1996), à l'issue d'une étude internationale (41 pays), concluent que les indicateurs du développement d'un marché boursier sont positivement et significativement associés à la croissance économique à long terme. Bencivenga et al. (1996) et Levine (1991) soutiennent que les marchés de capitaux liquides réduisent le risque et baissent le coût de l'investissement dans des projets à long terme, renforçant ainsi les perspectives de croissance.

A l'instar de Kyle (1984), pour qui les marchés financiers ont un impact positif sur la productivité des entreprises, Saint-Paul (1992) puis Samba (2001) souscrivent au postulat de l'existence d'une corrélation positive entre le développement des marchés de capitaux et la croissance économique. Ces auteurs font valoir que les économies avec des marchés financiers développés seront en mesure d'atteindre un niveau plus élevé de développement que des économies dotées de marchés moins avancés.

Les principaux avantages qui permettent aux marchés financiers de contribuer au développement économique peuvent être résumés de la manière suivante : (i) les

systèmes financiers basés sur les marchés possèdent une dimension internationale (Levine et Zervos (1998) ; (ii) les systèmes basés sur les marchés financiers sont dynamiques ; (iii) les systèmes basés sur les marchés financiers assurent une bonne évaluation des activités productives (Berthélemy et Varoudakis, 1996).

Depuis, un consensus s'est établi entre les diverses autorités nationales et internationales sur la nécessité d'encourager l'expansion des marchés de capitaux nationaux dans un but de diversifier la structure du système financier.

2.2. Handicaps et enjeux de la vitalité des marchés de capitaux africains

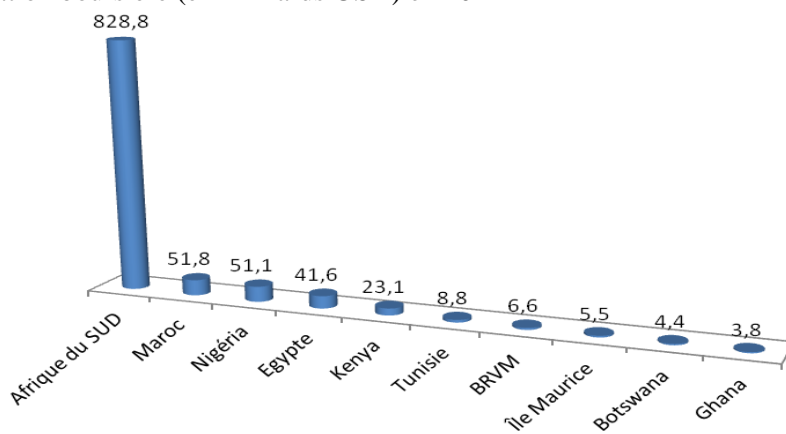
Dans les années 1990, de nombreux pays en Afrique ont érigé des bourses comme condition préalable à l'introduction de l'économie de marché dans le cadre de la propagation des programmes d'ajustement structurel par les institutions monétaires internationales (Fonds Monétaire International et Banque Mondiale) et comme outil de facilitation de la privatisation des entreprises publiques. Aujourd'hui, plus de 50% des pays africains possèdent leur propre bourse, contre moins de 25% il y a dix ans (cf. Annexe).

L'objectif de ces pays était clair : faciliter les privatisations, attirer les capitaux étrangers et diversifier les services financiers. Cette politique a eu effectivement des effets positifs dans certains pays (Afrique du Sud, Nigéria, Egypte...).

2.2.1. Taille des marchés de capitaux africains

La plupart des marchés de capitaux africains sont encore minuscules et embryonnaires surtout lorsqu'on les compare à leurs homologues d'autres régions (Cf. Graphique N° 1).

Graphique 1 : Classement des 10 premières bourses africaines en termes de capitalisation boursière (en milliards USD) en 2012



Source : Agence Ecofin, 2013

Les capitalisations boursières de ces places excède rarement les 10 milliards de dollars qui reste inférieure aux 11 milliards de capitalisation boursière d'Unibail Rodamco l'une des plus petites valeurs du Cac 40 l'indice phare de Paris (Cf. Tableau N° 1).

Tableau 1 : Indicateurs financiers de quelques marchés dans le monde en 2008 (en milliards USD)

Opérateur de marché	Capitalisation Boursière	Capitaux échangés	Taux de rotation (en %)
Nasdaq	2396	36445	1521%
NYSE group	9208	33638	356%
Deutsche Borse	1110	3880	350%
London SE	1868	6473	347%
Euronect	2101	6473	212%
Shanghai SE	1425	2586	181%
Tokyo SE group	3125	5586	179%
Hong Kong Exchange	1328	1629	123%
Bombay SE	647	309	48%

Source : Jacquillat B., B. Solnik et C. Pérignon (2009), p.13.

2.2.2. Autres handicaps des marchés de capitaux africains

Malgré l'augmentation récente de la capitalisation boursière, du volume des transactions et du nombre de sociétés cotées, les marchés de capitaux africains sont généralement petits et fragmentés. Même, si l'attractivité des marchés africain est indiscutable, les investisseurs étrangers relèvent en général un risque de contrepartie élevé (faible liquidité) et des plateformes transactionnelles pas encore à niveau en termes de technologie.

De plus, la plupart de ces marchés ne semblent pas attirer les investisseurs internationaux malgré le fait que les marchés boursiers en Afrique et d'autres marchés émergents semblent avoir des rendements plus élevés que les marchés boursiers développés. Il semblerait de ce fait que les principaux obstacles à une croissance soutenue des marchés financiers en Afrique soient une faible liquidité, une faible capitalisation, un faible nombre de sociétés cotées et un compromis risque-rendement non attractif.

Tableau 2 : Faiblesses des bourses africaines

Caractéristiques des bourses africaines	
Caractéristiques	Causes éventuelles
Absence de liquidité	Faiblesse des transactions Taille réduite des marchés (41 entreprises à la BRVM, 02 à Douala ...)
Volatilité des cours	Instabilité politique Faible diversification des branches Carence informationnelle
Déconnexion des autres bourses	Absence de relation avec les autres bourses
Absences d'investisseurs étrangers	Mauvaise organisation générale de l'économie Contraintes réglementaires et faible protection des investissements et des épargnants

Source : Bayala (2002), Bittner (1999) et Leslie (1998).

Peu de marché entre dans le classement et le calcul des indices de marchés émergents¹ (Indices de Morgan Stanley Capital International (MSCI) ou de International Finance Corporation/Standard and Poors (IFC/S&P)). Ce privilège est parfois donné aux bourses de l'Afrique du Sud, de l'Egypte, du Maroc et du Nigeria. Les autres bourses sont classées dans l'étiquette de marchés en développement.

Des chercheurs, comme M. Sing (1999) estiment, cependant que les liens entre marchés de capitaux et croissance économique sont ténus, voire inexistantes en Afrique, quand ils n'ont pas un impact négatif. Ils recommandent que les pays se préoccupent donc en priorité d'améliorer leurs systèmes bancaires avant d'agrandir encore leurs marchés de capitaux. Selon M. Sing (1999), « *Créer ou élargir des marchés de capitaux à ce stade serait "à la fois inutile et coûteux" et ne ferait qu'ajouter aux difficultés des structures financières déjà fragiles de l'Afrique, où les systèmes bancaires sont généralement à peine développés et médiocrement réglementés* ».

Il conseille aux pays africains de ne plus consacrer leurs maigres ressources et leurs efforts à promouvoir aujourd'hui la croissance de ces marchés, car il y a beaucoup de problèmes plus sérieux à traiter en Afrique : des indices élevés de pauvreté, des services sociaux inadéquats et une infrastructure très peu développée. Même si les ressources existaient, ajoutent certains, les marchés de capitaux pourraient exposer des économies en développement déjà fragiles à d'autres effets déstabilisateurs.

¹Les bases de données classifient les marchés en déterminant un classement de développement relatif se fondant sur la capitalisation boursière, le volume de transactions, la valeur négociée et le nombre d'actions.

3. Etat des lieux de la BRVM

La Bourse régionale des valeurs Mobilières (BRVM) est une bourse électronique centralisée dirigée par les ordres que partagent les huit pays de l'UEMOA et a son siège à Abidjan avec une représentation au niveau de chaque Etat (Antenne Nationale de Bourse). La date de démarrage de ses activités remonte au 16 Septembre 1998.

La BRVM dispose, depuis le démarrage de ses activités, d'un compartiment pour les emprunts obligataires et d'un autre pour les actions subdivisé en deux.

3.1. Situation du marché obligataire de la BRVM

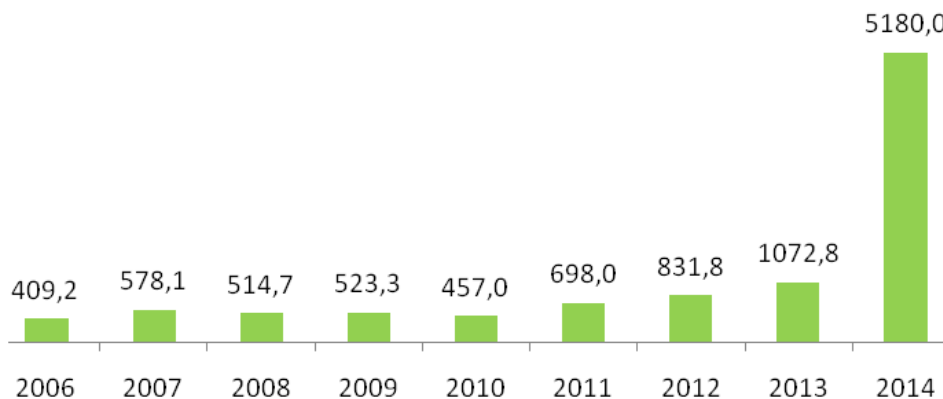
Les modalités d'émission des emprunts obligataires de la BRVM sont de deux sortes. D'un côté, on distingue les emprunts obligataires faisant appel public à l'épargne (A.P.E.) et de l'autre côté, les emprunts par placement privé (P.P.).

Les titres obligataires de la BRVM sont regroupés en quatre catégories :

- les obligations émises par le trésor public d'un des États membres de l'UEMOA (Obligation d'États) ;
- les obligations émises par une institution sous régionale (Obligations Régionales) ;
- les obligations émises par des sociétés de droit privé (Obligations Corporates) ;
- les obligations émises par les organismes internationaux dont les centres de décision sont en dehors de la zone UEMOA (Obligations Kolas).

Les émissions de titres obligataires sur la BRVM sont en forte croissance depuis 2005.

Graphique 2 : Evolution de la capitalisation boursière du compartiment obligataire de 2006 à 2014



Source: Bilans boursiers CGF-Bourse, Rapports annuels CREPMF, calculs auteur

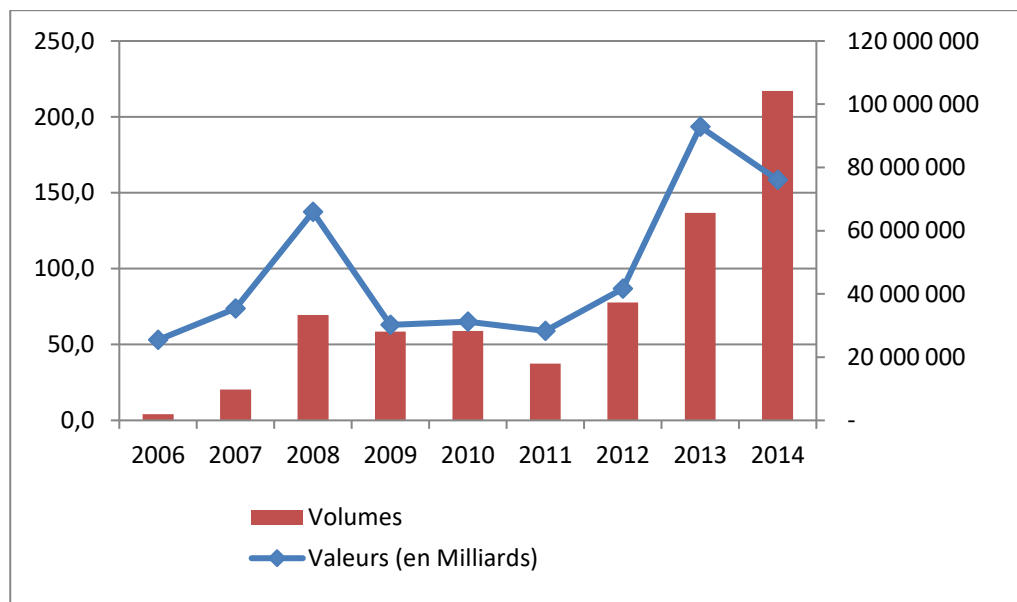
La capitalisation boursière du marché obligataire indique une nette progression entre 2006 et 2014. Sur les deux années, le marché affiche des capitalisations respectives de 409,2 milliards FCFA et 5180 milliards de FCFA, soit une croissance de 1166 %. Le compartiment obligataire connaît sa plus forte capitalisation boursière en 2014.

Les Etats se présentent au premier rang des émetteurs de titres d'emprunts obligataires avec une domination incontestable. La domination du marché par les Etats de l'Union s'explique par l'utilisation du marché obligataire comme source de mobilisation de ressources pour le financement des déficits budgétaires. De plus, les procédures d'émissions des Etats sont moins rigoureuses que celles des entreprises. Les entreprises de l'UEMOA – pour l'essentiel ne sont pas notées - ont du mal à trouver des garanties (100% du montant des emprunts).

Aussi, la diversification des lignes obligataires reste problématique sur le marché car les détenteurs des plus importants lignes obligataires (banques et établissements financiers) restent sur les mêmes émetteurs depuis (souverains).

Le marché secondaire informe sur l'évolution des transactions ainsi que celle de la liquidité du marché obligataire de la BRVM.

Graphique 3 : Evolution des valeurs et volumes échangés de 2006 à 2014



Source : CGF Bourse, bilans annuels, calcul auteur.

Dans son ensemble, le marché obligataire a enregistré une évolution significative entre 2006 et 2014 aussi bien en volume qu'en valeur. Il s'avère aussi important de noter que la majorité des transactions s'est portée sur les titres souverains. En effet, les obligations d'Etat constituent des supports de refinancement pour les banques de second rang auprès de la BCEAO. De plus, les produits des émissions des Etats sont

exonérés d'impôt contrairement aux autres émissions de titres obligataires.

Cette analyse nous révèle que les détenteurs de titres obligataires ont tendance à les garder jusqu'à l'échéance, ce qui entraîne un problème de liquidité du marché. Ainsi, pour les acteurs du marché secondaire, il est presque impossible d'acquérir des titres obligataires.

En poussant notre analyse sur les échanges de titres sur la capitalisation boursière, sur la période 2006-2014, il ressort qu'à peine 5% des émissions obligataires sont échangés sur le marché secondaire. Ce qui signifie que 95% des titres restent détenus jusqu'à échéance par les acteurs du marché primaire.

La BRVM est constituée de deux (02) compartiments de titres de capital (actions). Les modalités d'admission des titres de capital pour les entreprises privées sont régies par des conditions spécifiques. Toutefois, on observe l'existence de conditions générales imposables aux entreprises quelle que soit la cote de demande d'admission

Le marché des actions de la BRVM est le premier compartiment en termes de capitalisation boursière avant celui des obligations. Cependant il est moins dynamique que son confrère en termes de levée de fonds.

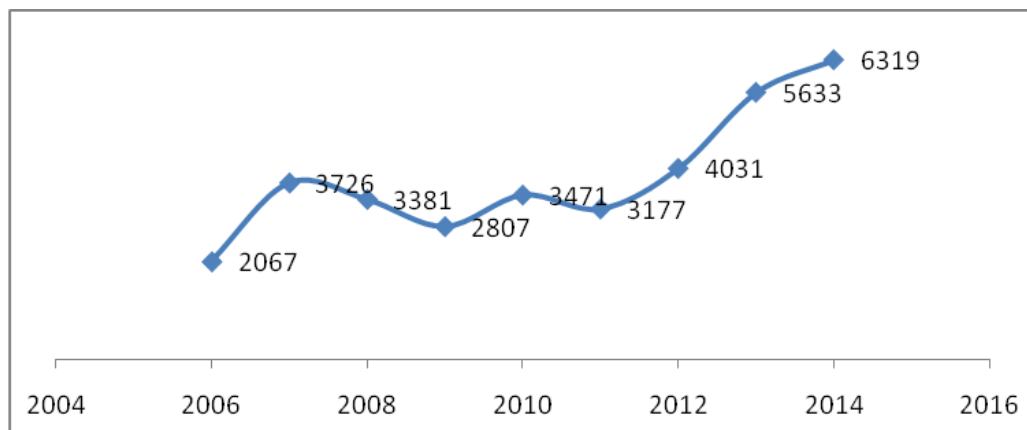
Tableau 3 : Evolution du marché primaire de la BRVM (en millions de FCFA) de 2008 à 2012

Rubriques	2008	2009	2010	2011	2012	Total	%
Emprunts obligataires (a)	96 009	136 628	264 629	380 763	341 602	1 440 942	65,45%
Etats	61 416	107 328	163 179	349 763	253 732	654 375	29,72%
Organisations Régionales et Int.	22 793	6 000	42 000	0	43 370	114 163	5,19%
Secteur Privé	1 800	23 300	19 450	31 000	44 500	622 404	28,27%
Entreprises Publiques	10 000	0	40 000	0	0	50 000	2,27%
Opérations sur titres de capital (b)	51 190	87 845	11 340	178 590	207 838	760 572	34,55%
Offres Publiques de Vente	50 076	86 894	10 826	178 419	207 734	585 995	26,60%
Placement Etrangers	1 114	946	514	171	104	174 572	7,93%
Offres Publiques de Retrait	0	5	0	0	0	5	0,02%
Total mobilisé (a) + (b)	147 199	224 473	275 969	559 353	549 440	2 201 514	100,00%

Source : Rapport annuel CREPMF, 2012.

La capitalisation boursière du marché actions de la BRVM a connu une augmentation de 205 % entre 2006 et 2014.

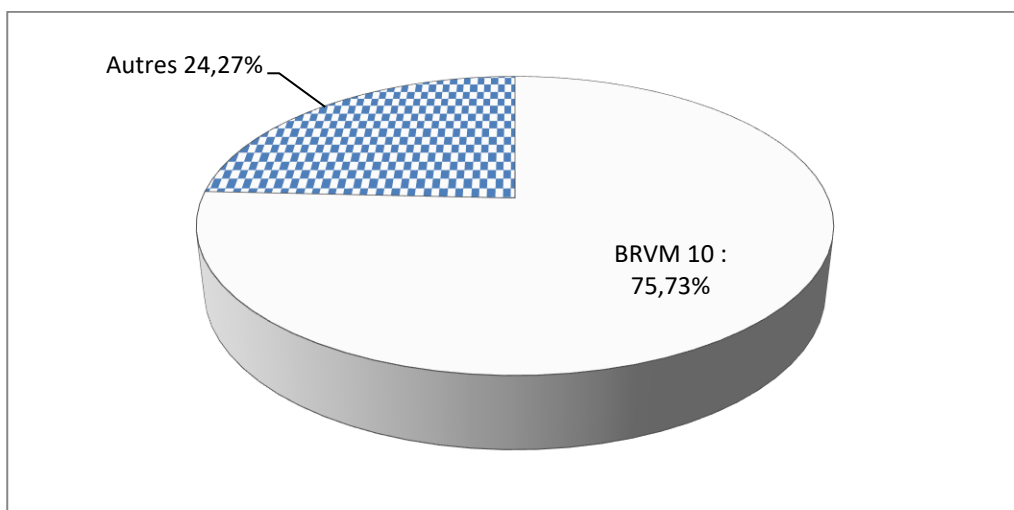
Graphique 4 : Evolution de la capitalisation boursière marché actions en milliards entre 2006 et 2014



Sources : BRVM, Bulletin Officiel de la Cote, 2014.

En 2014, Sonatel et Ecobank représente plus de la moitié de la capitalisation boursière de la BRVM avec des par respectivement de 36,08% et 14,27% et les dix plus grandes sociétés représentent 75,73% de la capitalisation totale du marché.

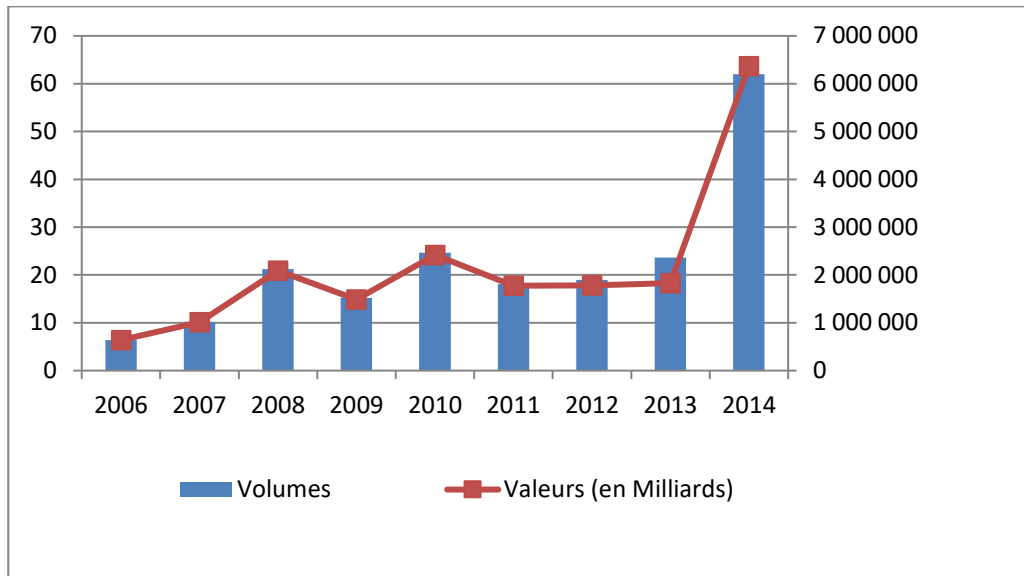
Graphique 5 : Part BRVM 10 sur la capitalisation du marché en 2014



Source : CGF bourse, lettre mensuelle et bilan boursier 2014.

Même si elles restent encore modestes, les transactions ont connu une croissance exponentielle de l'ordre de 199% entre 2006 et 2014.

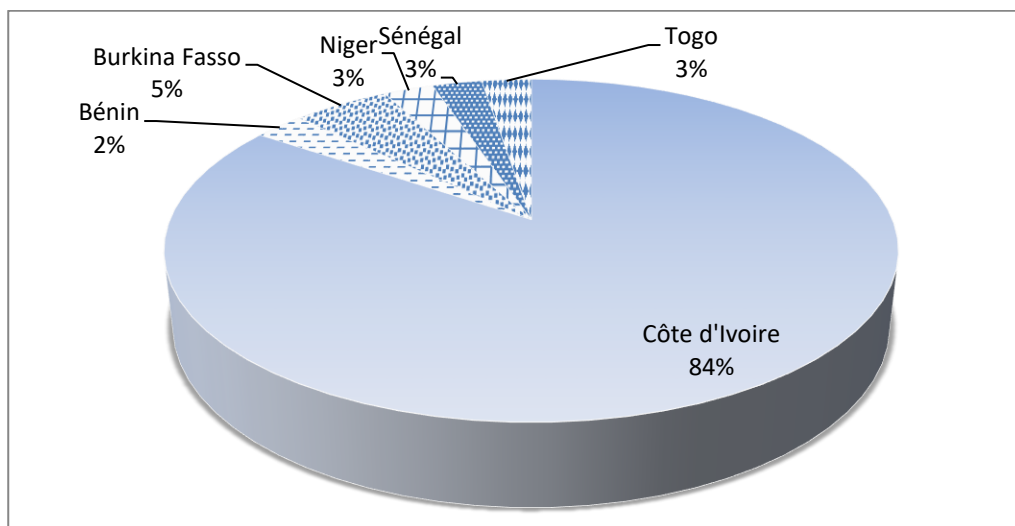
Graphique 6 : Transactions en volume et en valeur entre 2006 et 2014



Sources : BRVM, Bulletin Officiel de la Cote, 2014.

La BRVM est globalement concentrée sur les sociétés ivoiriennes, ce qui est un facteur important de risque (insuffisance de diversification géographique) pouvant limiter son attractivité. En 2011, sur les 39 entreprises cotées, 33 sont ivoiriennes soit 84,6%.

Les autorités du marché voudraient étoffer au maximum le tissu boursier, mais les conditions actuellement applicables ne permettent qu'à un nombre très réduit d'entreprises de se lister à la cote. La rigidité des critères d'éligibilité des titres à la bourse ces derniers à un dilemme: le choix entre la densité du portefeuille d'entreprises du marché et la qualité des entreprises qui y sont admises. Ce problème est également rencontré par la plupart des marchés de capitaux émergents du continent.

Graphique 7 : Répartition géographique des sociétés cotées à la BRVM en 2014

Source : CGF bourse, lettre mensuelle N° 181, Bilan boursier 2014, janvier 2015.

4. Analyse empirique du lien entre le développement de la BRVM et la croissance économique dans l'UEMOA

Dans notre essai empirique, nous estimerons, à travers une équation linéaire, l'impact du développement des marchés de capitaux sur la croissance économique. Notre échantillon est composé de 8 pays de l'UEMOA et s'étend sur la période allant de 2000 à 2012.

Afin d'estimer notre modèle de croissance, nous utilisons l'approche du modèle de panel dynamique afin d'exploiter les dimensions inter-individuelle et inter-temporelle des données. D'autre part, cette approche permet de résoudre le problème d'endogénéité engendré par la corrélation entre la variable endogène retardée et le terme d'erreur de la spécification.

4.1. Description des variables et sources de données

L'équation qu'on va utiliser prend la spécification générale suivante :

$$\ln\text{PIB}_t - \ln\text{PIB}_{t-1} = \beta \ln\text{PIB}_{t-1} + \gamma_1 \text{CB}_t / \text{PIB}_t + \gamma_2 \text{InvesPort}_t / \text{PIB}_t + \lambda_1 \ln\text{Degre_Ouv}_t + \lambda_2 \text{SoldBugd}_t / \text{PIB}_t + \lambda_3 \text{Taux_Inf}_t + \mu_t + \Delta \varepsilon_{it} \quad (1)$$

avec :

- $\ln\text{PIB}_t$: le logarithme du PIB l'instant t
- $\ln\text{PIB}_{t-1}$: le logarithme du PIB à $t-1$, on introduit ici la variable endogène retardée d'une période dans les variables explicatives de manière à tester l'effet de comportements dynamiques.
- $\text{CB}_t / \text{PIB}_t$: le rapport Capitalisation boursière/PIB mesure la profondeur financière ou la taille globale des marchés de capitaux c'est-à-dire l'importance des financements apportés par les marchés de capitaux.
- InvesPort_t : le rapport Investissements de portefeuille/PIB mesure le degré d'ouverture des marchés de capitaux aux Investisseurs étrangers.

Le vecteur de variables de contrôle comprenant :

- Degre_Ouv_t : le ratio (Exportations+importations)/PIB qui mesure le coefficient d'ouverture commerciale.
- $\text{SoldBugd}_t / \text{PIB}_t$: le ratio Solde budgétaire primaire/PIB.
- Taux_Inf_t : le taux d'inflation calculé à partir de l'indice de prix à la consommation.
- α_i : est un effet spécifique pays non observable.
- ε_{it} : représente le terme d'erreur.

Les indices i et t représentent respectivement les pays et les années.

Nous introduisons aussi dans notre modèle des variables dummies (μ_t) afin de tenir compte des effets spécifiques temporels.

La validité des instruments retenus peut être confirmée ou infirmée, à partir des tests de Hansen et de Sargan.

Par ailleurs, Les données qui seront utilisées dans toutes les régressions, proviennent de la BRVM, de la BCEAO, de CGF Bourse et de Hudson & Cie. Nous avons en outre constitué une base de données proprement macroéconomique, à l'aide des séries macroéconomiques internationales disponibles dans « *World Development Indicators* » de la Banque Mondiale et « *World Economic Outlook Database* » du Fonds Monétaire International.

4.2. Analyse et interprétation des résultats des estimations économétriques

Les résultats du tableau ci-dessous présument que Le PIB par tête en niveau ($L.InPIB$), la capitalisation boursière rapportée au PIB ($CBPIB$) et le degré d'ouverture ($lnDegre_Ouvert$) ont un impact significatif sur le taux de croissance économique au seuil de 5% alors que le taux d'inflation ($Taux_Inflation$) ne l'est qu'au seuil de 10%.

Tableau 5 : Résumé des résultats des estimations

Variable dépendante: DlnPIB (taux de croissance du PIB)			
Variables explicatives	Coefficients	Stat. Z	P-value
l.lnPIB	-0,1895981	-4,74	0,000
lnDegre_Ouvert	0,0555602	2,54	0,011
CBPIB	0,425818	4,00	0,000
SoldBugdPIB	-0,1706002	-0,57	0,569
InvestissementPortPIB	-0,000299	-0,55	0,581
Taux_Inflation	0,458891	1,77	0,077
Tests d'autocorrélation des résidus			
Arellano Bond test for AR(1)	Z = -1,66	0,097	
Arellano Bond test for AR(2)	Z = 0,32	0,747	
Tests de Validité des instruments			
Test de Sargan	Chi2(69) = 75,47	0,277	
Test de Hansen	Chi2(69) = 2,53	1,000	
Test de Significativité globale			
Test de Wald	Chi2(13) = 54,86	0,000	

Source : Calcul de l'auteur.

4.2.1. Effets globaux sur l'UEMOA

D'une part, Le PIB par tête en niveau retardé a un effet négatif sur le taux de croissance du produit intérieur brut de la période courante. En effet, une augmentation d'un pourcent du PIB retardé conduit à une perte de 0,189 point de pourcentage du taux de croissance du PIB.

D'autre part, la capitalisation boursière, le degré d'ouverture commerciale et le taux d'inflation ont un impact positif statistiquement significatif sur la croissance économique des pays de l'UEMOA.

Pour la capitalisation boursière qu'on nous avons pris comme indicateur de développement des marchés de capitaux, les résultats montrent qu'une augmentation d'un point de pourcentage du ratio CB/PIB entraîne une hausse du taux de croissance du PIB de 0,425 point de pourcentage. Le développement des marchés de capitaux joue donc un rôle prépondérant dans la vie économique des pays de l'UEMOA. Vu son impact important et significatif, les pays de l'UEMOA ont intérêt à développer ces

marchés, surtout dans chaque pays, afin de favoriser la croissance économique de chaque pays et par ricochet celle de l'UEMOA en général. L'accent devrait être mis essentiellement sur l'augmentation du nombre et de la taille des entreprises cotées à la BRVM.

Les échanges commerciaux entre les pays de l'UEMOA et le reste du monde ont un effet positif significatif sur le niveau de revenu dans la zone UEMOA. En effet une hausse du taux d'ouverture commerciale des pays de la zone envers le reste du monde d'un pourcentage améliore la situation économique de ces pays. Suite à cette amélioration, le taux de croissance du PIB connaît une hausse de 0,055 point de pourcentage. Ce résultat montre que les pays de l'UEMOA ont un intérêt à accroître ou intensifier leurs échanges avec le reste du monde en instaurant des réformes d'amélioration des termes des échanges, du climat économique et de la stabilité politique. Malgré la faible valorisation des produits primaires des pays de l'UEMOA sur le marché international, les résultats nous montrent que ces pays ont un grand intérêt à tisser un accord de partenariat stable avec les autres pays du monde. Ce résultat vient corroborer les conceptions du FMI, de la BM et de l'OCDE selon lesquelles l'ouverture commerciale génère des conséquences prévisibles positives sur la croissance économique. Il corrobore également les résultats de Matthias (2012) qui stipulent que l'expansion du commerce a un impact positif significatif sur la croissance du revenu aussi bien dans les pays développés que dans les pays en développement.

Par ailleurs, les résultats sur le taux d'inflation stipulent que ce dernier a un impact positivement significatif sur le taux de croissance des pays de l'UEMOA. En effet, lorsque le taux d'inflation augmente d'un point de pourcentage, cela conduit à une amélioration de la situation économique de ces pays. Suite à cette amélioration, le taux de croissance du PIB connaît une hausse de 0,458 point de pourcentage. Ce résultat montre que l'inflation est une source de croissance pour les pays de l'UEMOA. Ce résultat vient corroborer les travaux de Tagba et Koala (2013) qui stipulent que pour des valeurs très élevées du taux d'inflation, les pays de l'UEMOA connaissent une hausse de la croissance économique.

Quant aux autres variables du modèle, elles n'ont pas un effet significatif sur la croissance économique des pays de la zone. Toutefois, on note que le solde budgétaire a un effet négatif sur la croissance. Ce qui montre que les pays de la zone ont intérêt à creuser plus de déficit pour accroître leur richesse économique. Pour cette variable, une augmentation d'un point de pourcentage entraîne une baisse de 0,17 point de pourcentage du taux de croissance. L'effet des investissements de portefeuille est négligeable pour favoriser la croissance économique des pays de l'UEMOA. En effet, son augmentation d'un point de pourcentage entraîne une baisse du taux de croissance de 0,0002 point de pourcentage.

4.2.2. Spécificité des pays

Les pays de la zone ont des comportements spécifiques différents les uns des autres en matière de causalité entre le développement des marchés de capitaux et la croissance économique. En effet, en prenant la Côte d'Ivoire (seul pays de l'étude qui présente une causalité positive entre les deux variables) comme pays de référence du fait de son avance en termes de développement des marchés de capitaux en premier rang dans la zone, il ressort que tous les pays ont un comportement différent par rapport à ce pays de référence.

On peut noter que seul le Sénégal a un comportement assez similaire à celui de la Côte d'Ivoire même si l'impact est négatif. Ceci peut se justifier, comme nous l'avons vu dans la partie descriptive, par le fait que c'est le pays qui suit la Côte d'Ivoire en matière de développement des marchés de capitaux.

Quant aux autres pays de l'UEMOA (Bénin, Burkina Faso, Guinée Bissau, Mali, Niger et Togo), nous notons un impact négatif du développement des marchés de capitaux sur la croissance économique.

5. Conclusion

L'objectif final derrière la création des marchés de capitaux dans l'UEMOA est la mobilisation de l'épargne et son affectation vers des investissements productifs afin d'instaurer une croissance longue et durable.

Les résultats des estimations économétriques de cette recherche montrent un impact positif du développement des marchés de capitaux sur la croissance économique dans la zone UEMOA de façon générale puisqu'une augmentation d'un point de pourcentage du ratio CB/PIB entraîne une hausse du taux de croissance du PIB de 0,425 point de pourcentage. Cependant ce résultat global masque les spécificités entre les différents pays. Seul la Côte d'Ivoire profite positivement du développement des marchés de capitaux, l'impact est négatif sur les autres pays et seul le Sénégal semble se rapproché de la Côte d'Ivoire que nous avons pris comme benchmark.

Malgré le caractère régional et son fort potentiel de croissance, nous constatons des points de faiblesse dans le MFR:

- L'insuffisance de ressources générées par le marché. Cela révèle les faibles volumes au regard des besoins de financement des économies de l'UEMOA ;
- L'absence d'émetteurs réguliers et la faible fréquence d'émissions de titres financiers de même qu'une insuffisance d'intervenants financiers en dehors de la BOAD se traduisant par un problème de benchmarking sectoriel ;
- Le faible niveau de transactions des titres cotés se traduisant par un marché secondaire peu profond, peu liquide et peu dynamique ;
- Le déficit d'accès aux informations fiables et structurées sur le marché ainsi que sur les différents émetteurs ;

- L'insuffisance des agences de notation², synonyme de l'inexistence d'une appréciation par une structure indépendante du risque intrinsèque aux émetteurs et aux émissions ;
- La forte contrainte administrative dans le processus de demande de visa auprès du Conseil Régional ;
- Le problème de diversification de portefeuille (géographique, sectorielle, etc.) ;
- L'absence d'arbitrage et le choix des stratégies "buy and hold" des investisseurs institutionnels ne favorisent pas le développement du marché secondaire

Pour assoir le développement des marchés de capitaux, les autorités doivent mener quelques mesures supplémentaires. Il s'agirait de notamment :

- Procéder à la révision de sa réglementation prenant en compte l'importance des PME ;
- Répondre à la nécessité d'une réforme des garanties surtout pour les émissions obligataires corporate ;
- Stimuler les émissions à long terme qui ont plus d'impact significatif sur la croissance économique ;
- Organiser des campagnes de communication afin de renforcer la culture boursière.

² Il n'existe que deux agences de notation dans l'UEMOA : Bloomfield Finance et West African Rating Agency.

6. Références Bibliographiques

- Banque Mondiale (2014), « financial inclusion a path to empowerment and opportunity », Making Finance Work for Africa.
- Barthelemy. J. C et A. Varoudakis (1998), « Développement financier, réformes financières et croissance – une approche en données de panel », *Revue Economique*, vol. 49, n° 1, pp. 195-206.
- Deidda L. et B. Fattouh (2006), « Banks, Financial Markets and Growth », *Journal of Financial Intermediation*.
- Easterley W. (2005), « Reliving the '50s: the Big Push, Poverty Traps and Takeoffs in Economic Development », Center for Global Development, Working Paper n° 65.
- Eichengreen B., R. Gullapalli et U. Panizza (2009), « Capital Account Liberalization, Financial Development and Industry Growth: A Synthetic View », Department of Public Policy and Public Choice, Working Paper n° 144.
- Goldsmith, R.W. (1969), « Financial Structure and Development », Yale University Press.
- Haber S. (2010), « The Finance-Growth Nexus: Theory, Evidence, and Implications for Africa », in African Finance for the 21st Century, eds. M. Quintyn and G. Verdier. Palgrave MacMillan.
- Hartmann P., F. Heider, E. Papaïonnou ET M. Lo Duca (2007), « The Role of Financial Markets and Innovation in Productivity and Growth in Europe », ECB Occasional Paper 72.
- Honohan P. (2010), « Finance in Africa: A Diagnosis », in African Finance for the 21st Century, eds. M. Quintyn and G. Verdier. Palgrave MacMillan.
- Isern J. E. Lahaye et A. Linthorst (2010), « Access to Finance in Africa—Consolidating the Positive Trends », in African Finance for the 21st Century, eds. M. Quintyn and G. Verdier. Palgrave MacMillan.
- Jacquillat B., B. Solnik, C. Pérignon (2009), « *Marchés financiers : Gestion de portefeuille et des risque* », Dunod.
- Kawai M. et S. Takagi (2009), « Why was Japan Hit So Hard by the Global Financial Crisis? », ADBI Working Paper Series, n°153, October.
- Kinda T. (2008), « The determinants of private capital inflows in WAEMU: A panel data approach », *Revue MPRA, Paper N°19159*.
- King R. G., Levine R. (1993), « Finance and Growth : Shumpeter might be right » *Quarterly Journal of Economics*, PP. 717-738.
- Koffi K. S. (2008), « Les déterminants du différentiel des taux d'intérêt débiteurs entre les pays de l'UEMOA », BCEAO, *Revue économique et monétaire (REM)* – N°3, juin 2008.

- Levine R., Zervos S. (1998), « Stock Markets, Banks and Economic Growth », *American Economic Review*, pp. 537-558.
- Levine R. (2005), « Finance and Growth: Theory and Evidence », chapitre 12 dans Aghion P. et Durlauf S. (eds.), *Handbook of Economic Growth*, Elsevier.
- Lukonga I. (2010), « Regulatory Frameworks in sub-Saharan Africa: Ensuring Efficiency and Soundness », in *African Finance for the 21st Century*, eds. M. Quintyn and G. Verdier. Palgrave MacMillan.
- Merton R. C. (1995), « Financial innovation and the management and regulation of financial institutions », *Journal of Banking & Finance*, Elsevier, vol. 19 (3-4).
- Milesi-Ferretti G.-M., F. Strobbe et N. Tamirisa (2010), « Bilateral Financial Linkages and Global Imbalances: a View on the Eve of the Financial Crisis », IMF Working Papers n° 10/257.
- Nissanke M. et E. Aryeetey (2006), « Institutional Analysis of Financial Market Fragmentation in Sub-Saharan Africa. A Risk-Cost Configuration Approach », UNU-WIDER Research Paper n° 87.
- Nord R., Y. Sobolev, D. Dunn, A. Hajdenberg, N. Hobdari, S. Maziad et S. Roudet (2009), « Tanzania—The Story of an African Transition », Washington DC: International Monetary Fund.
- Nord R. (2010), « Le défi du financement dans les pays en développement », Cinquième Colloque BCEAO – Universités et Centres de Recherche
- Patrick T. H. (1966), « Financial Development and Economic Growth in Underdeveloped Countries », *Economic Development and Cultural Change*, Vol. 14, n° 2, pp.174-189.
- Rosenstein-Rodan P. N. (1943) « Problems of Industrialization of Eastern and South-Eastern Europe », *Economic Journal*, 53, pp. 202-213.
- Saint-Paul G. (1992), « Technological Choice, Finance Markets and Economic Development », *European Economic Review*, vol.36, pp. 763-781.
- Venet B. (2005), « Libéralisation financière et développement économique. Une revue critique de la littérature », *Revue d'économie financière*, N° 29, pp. 87-111

7. Annexe : Bourses africaines

Les 23 Bourses africaines sont :

Bolsa de Valores de Cabo Verde (Cap Vert),

BSE (Botswana),

Bourse de Tunis (Tunisie),

Bourse régionale des valeurs mobilières (BRVM : Côte d'Ivoire, Bénin, Burkina Faso, Mali, Niger, Sénégal, Togo, Guinée-Bissau),

Bourse des valeurs mobilières de l'Afrique centrale (BVMAC : Cameroun, Congo, Centrafrique, Gabon, Guinée équatoriale, Tchad), CSE (Maroc),

Dar es Salam SE (Tanzanie), Douala Stock Exchange (Cameroun), EGX (Égypte), GSE (Ghana),

JSE (Afrique du Sud),

Khartoum SE (Soudan),

Libyan Stock Market (Libye),

LSE (Zambie),

Malawi SE (Malawi),

Mozambique SE (Mozambique),

Nairobi SE (Kenya),

Namibian SE (Namibie),

Nigerian SE (Nigeria),

SE of Mauritius (Maurice),

Swaziland SE (Swaziland),

USE (Ouganda),

ZSE (Zimbabwe).

L'ASEA (Association des Bourses de valeurs africaines) en regroupe 21 sur 23 (la BVMAC et la Bourse du Swaziland n'en sont pas membres).