



Munich Personal RePEc Archive

Institutional infrastructures and financial development in zone CEMAC

Mpabe Bodjongo, Mathieu Juliot

Université de Yaoundé 2 soa

2012

Online at <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/37824/>
MPRA Paper No. 37824, posted 09 Apr 2012 22:12 UTC

Infrastructures institutionnelles et développement financier en zone CEMAC

Mpabe Bodjongo¹

Résumé

Ce travail se propose d'évaluer l'impact du développement institutionnel sur le développement financier dans la communauté économique et monétaire de l'Afrique centrale (CEMAC) entre 1990 et 2007. Une démarche économétrique et statistique est utilisée afin de réaliser cet objectif. Suivant la méthodologie proposée par Demirguc-Kunt & Levine (1996) et par Chouchane Verdier (2004), la démarche statistique permet de construire l'IDF des pays de cette zone. Elle révèle le retard que ces pays accusent en termes de développement financier sur des pays émergents tels que la Corée du sud. Suivant la méthodologie proposée par Demetriades & Luintel (1996) et d'Ito (2005), la démarche économétrique, à l'aide de l'estimateur GMM, du test d'autocorrelation des erreurs d'Arellano & Bond (1991) et du test de suridentification de Sargan, sur données de panels dynamiques, met en évidence l'impact négatif de la faiblesse du niveau de développement institutionnel sur le développement financier. Ceci peut expliquer pourquoi la libéralisation financière n'est que faiblement bénéfique au développement financier.

Mots clés

Libéralisation financière, développement financier, développement institutionnel, CEMAC, données de panels dynamiques

Introduction

L'idée selon laquelle le développement financier est un facteur important de la croissance économique et du développement économique apparaît dans de nombreux travaux théoriques et empiriques (Schumpeter, 1912, Gurley & Shaw, 1960 ; Goldsmith, 1969 ; etc.). Le système financier favorise l'allocation optimale des ressources à l'économie. A la suite de ces travaux, Mc Kinnon (1973) et Shaw (1973) se sont intéressés à la relation entre libéralisation financière, développement financier et croissance économique. Tout en reconnaissant le rôle majeur de l'approfondissement financier dans la croissance économique, ils mettent l'accent sur l'importance de la libéralisation financière. La libéralisation du système financier favorise : une forte mobilisation de l'épargne, l'accroissement des investissements, l'amélioration de la

¹ Doctorant à l'université de Yaoundé II-soa ; [email](mailto:mpabebodjongo@yahoo.fr) : mpabebodjongo@yahoo.fr

qualité des investissements réalisés, etc. Cette thèse de Mc Kinnon (1973) et de Shaw (1973) va faire office de débats théoriques entre les partisans de l'école de la répression financière ¹(Kapur, 1976 ; Galbis, 1977 ; Roubini & Sala-i-Martin, 1992 ; etc.) et leurs « adversaires » (les neostructuralistes, Stiglitz & Weiss, 1981 ; Eboué, 1990 ; etc.). Sur le plan empirique, le débat met en opposition d'une part les travaux qui justifient que les mesures de libéralisation financière favorisent le développement financier (Lehmussaari, 1990 ; Fry, 1995 ; Ary Tanimoune, 2001), et d'autre part ceux qui montrent que ces mesures ne favorisent pas le développement financier (CNUCED, 1991 ; Bandiera & al, 2000). La libéralisation financière n'a donc pas produit les mêmes effets dans tous les pays. Cette politique n'est pas une condition suffisante du développement financier d'où la nécessité d'adopter d'autres mesures.

Certaines études montrent le rôle important des différents systèmes politiques (Laporta & al, 1996), du cadre institutionnel (Engermant & Sokoloff, 1996 ; Chinn & Ito, 2002), du développement des infrastructures de télécommunication, de l'informatique et des politiques sectorielles (Merton, 1992) sur la qualité et la structure des institutions financières dans un pays.

Suite à la crise économique et financière des années 80, les pays de la CEMAC ont souscrit aux programmes d'ajustement structurel proposés par les institutions de Bretton Woods. Sur le plan financier, l'objectif visé par ces programmes est la libéralisation des systèmes financiers. Ces pays vont, afin de réaliser l'objectif susvisé, adopter des réformes à caractères monétaire, financier et institutionnel². L'observation de base de données proposée par Kaufmann & al (2007) révèle que les autorités de la CEMAC ont porté peu d'intérêts au développement institutionnel et légal d'où la mauvaise qualité de l'environnement institutionnel et légal dans cette zone. Contrairement aux pays de la CEMAC, les pays de l'Asie du sud-est (Chine, Malaisie, Corée du sud, etc.) ont adopté la politique du « sequencing »³ en mettant aussi en œuvre des mesures visant le développement institutionnel et légal. C'est ce qui justifie, d'après certaines études, l'écart de développement financier qui existe entre les pays du sud-est asiatique et ceux de la CEMAC.

Cette étude a un objectif double : il vise à analyser d'une part l'impact du niveau de développement institutionnel et légal des pays de la CEMAC sur leur développement financier, et d'autre part il vise à montrer comment les effets des mesures internes et externes de libéralisation financière sur le développement financier se modifient en fonction du niveau de développement institutionnel.

L'organisation de cette étude s'articule autour de trois sections. La première section se consacre à une relecture de la relation théorique entre développement financier et développement institutionnel. La

¹ Les partisans de l'école de la répression financière corroborent la thèse de Mc Kinnon (1973) et de Shaw (1973)

² Les réformes à caractère institutionnel évoquées ici concernent la création des organismes de supervision des activités financières (COBAC, COSUMAF)

³ Le sequencing consiste à procéder à une libéralisation financière par étapes, sans précipitation et progressivement.

seconde présente l'état du système financier en zone CEMAC depuis l'adoption des réformes financières. La troisième section s'intéresse à l'analyse économétrique sur données de panel.

I – Développement institutionnel et développement financier : les fondements théoriques

Il ressort de ce qui précède que la relation entre développement financier et les mesures de libéralisation financière est fortement ambiguë. Depuis quelques années, quelques études révèlent l'importance de la prise en compte du niveau de développement institutionnel et légal dans l'analyse de la relation entre libéralisation financière et développement financier. La présence d'un niveau « minimum » de développement institutionnel s'est trouvé être nécessaire dans un environnement de globalisation financière depuis la survenance des crises financières asiatiques et latino-américaines. Les économistes Krugman (2004) et Stiglitz (2002) prescrivent une forte transparence pour faire face à une crise financière.

De nombreux théoriciens (La Porta & al, 1998 ; Rajan & Zingales, 1998 ; Guiso & al, 2004) ont développé quelques théories qui montrent le rôle des infrastructures institutionnelles dans le développement financier. Ils ont ainsi montré comment le système juridique (théorie de la loi et de la finance), les facteurs politiques et le capital social influencent le développement des marchés financiers.

- Système juridique et système financier : la théorie de la loi et de la finance

La prise en compte du cadre légal et institutionnel peut permettre d'expliquer la différence du niveau de développement financier observée entre les pays. Dans un pays où, le système légal et judiciaire assure rigoureusement le respect des droits de propriété privée, l'exécution des contrats entre les différents agents économiques et la protection des droits légaux des investisseurs, des actionnaires et des épargnants, les marchés financiers se développent (La Porta & al, 1998 ; Beck & Levine, 2004). En effet, un tel système va restaurer la confiance auprès des différents agents économiques (épargnants, actionnaires, investisseurs). Les épargnants vont accroître leurs dépôts auprès des établissements financiers, et ceci peut entraîner la hausse du niveau des investissements. D'après l'étude de Wurgler (2000), les pays où, les droits des créanciers et des actionnaires sont respectés, bénéficient d'une allocation efficiente du crédit par rapport ceux pays où ces droits ne le sont pas. Donc moins le système judiciaire et légal d'un pays est développé, plus les niveaux d'épargne et d'investissement y sont faibles. Les investisseurs et les actionnaires ont « peur » ; et cette « peur » entraîne le sous développement financier et la réduction de la croissance économique. En collectant les données concernant des firmes dans 20 pays, Love (2000) montre que les contraintes financières sont plus développées dans les pays où le système légal et judiciaire est défectueux (origine des lois, efficacité du système légal, risque d'expropriation, corruption). L'étude de La Porta & al (1998) montrent que comparativement aux autres législations (droits civils français, anglais et scandinaves), le Common law est plus enclin à favoriser le développement financier.

- **L'importance des facteurs politiques**

Les facteurs politiques peuvent jouer un rôle majeur dans la détermination du niveau de développement financier dans un pays. Lorsqu'un groupe de personnes détient le pouvoir, il crée un environnement (politique, institutionnel, économique) qui lui est profitable. Les travaux de Rajan & Zingales (1998) révèlent que lorsque la classe dirigeante d'un pays est fortement constituée de propriétaires terriens aristocrates, les marchés financiers sont faiblement développés. Par contre, lorsque le pouvoir est en grande partie détenu par les hommes d'affaires (commerçants, dirigeants d'entreprise, industriels, etc.), les marchés financiers se développent. En effet, les hommes d'affaires ont besoin de moyens financiers pour booster leurs activités économiques. Ils vont donc pour cela établir un climat ou un environnement favorable à l'attrait des capitaux.

En reprenant la thèse de Gunnar Myrdal (1963), Touna mama (2006) montre qu'il est nécessaire et souhaitable de mettre en place un « Etat fort » et de tuer l' « Etat mou ». La corruption, la gabegie, l'incompétence et l'inefficacité des services publics, les lenteurs administratives, le non respect des lois en vigueur, les détournements des deniers publics qui caractérisent un « Etat mou » sabrent le développement financier dans de nombreux pays africains. En effet, dans un « Etat mou », les pouvoirs politiques peuvent déstabiliser le fonctionnement des marchés financiers puisqu'ils empruntent excessivement auprès des établissements financiers sans rembourser le crédit.

- **Le rôle du capital social**

Le terme capital social revêt plusieurs connotations dans la littérature des sciences sociales. Les termes généralement utilisés dans sa définition sont : normes coopératives (Putnam, 1993 ; Knack & Keefer, 1997), confiance (Putnam, 1993 ; Knack & Keefer, 1997) et les réseaux qui permettent aux individus d'agir collectivement (Putnam, 1993). L'efficacité d'une économie de marché repose sur l'information parfaite. Les marchés financiers sont imparfaits (Stiglitz & Weiss, 1981) et caractérisés par des asymétries d'information entre prêteurs et emprunteurs. En situation d'information imparfaite dans les marchés financiers, les qualités morales (la confiance, la loyauté, etc.) peuvent jouer un rôle important dans le développement financier. De nombreux échanges entre agents économiques ne s'effectuent que sur la base de la confiance qui permet une réduction considérable des coûts de transactions, des coûts de monitoring et des coûts d'information (Fukuyama, 1995). La confiance est donc le complément naturel des institutions (Knack & Keefer, 1997). La perte de confiance des agents économiques (prêteurs et déposants), résultant de la crainte de non remboursement des capitaux prêtés et de la méfiance vis-à-vis des institutions et des contrats financiers, entraîne la diminution des crédits octroyés à l'économie, et par ailleurs l'étranglement des marchés financiers. Il est manifeste que la confiance des agents économiques vis-à-vis des contrats financiers établis et de l'environnement economico-institutionnelle joue un rôle majeur dans l'épanouissement des marchés financiers même en cas de non respect des lois (Calderon, Chang,

Galindo, 2001). En analysant l'effet de la confiance sur l'approfondissement financier dans les régions du nord et du sud de l'Italie, l'étude de Guiso & al (2004) révèle que dans les régions, où la confiance entre agents économiques est élevée, les individus ont facilement accès aux crédits, les taux d'investissement sont élevés, et le recours au marché financier informel est faible. Le développement et le succès de la finance informelle dans bon nombre de pays reposent sur les liens familiaux, sociaux et communautaires (les réseaux) et sur la confiance qu'entretiennent ces individus.

II- Paysage financier et institutionnelle en zone CEMAC depuis 1990

Sous la houlette du FMI, les pays de la CEMAC ont entrepris de nombreuses reformes visant l'amélioration du paysage financier et de l'environnement institutionnelle.

a) Le paysage financier

Les autorités politiques et monétaires de la CEMAC ont adopté, dans le cadre du processus de libéralisation financière, des reformes à caractères monétaire et financier, et des reformes à caractère réglementaire. Ces reformes ont quelque peu modifié son environnement financier.

Les reformes à caractères monétaire et financier ont consisté à la mise en œuvre des mesures internes¹ et des mesures externes² de libéralisation financière.

Les mesures internes de libéralisation financière adoptées en zone CEMAC sont:

- la suppression des taux d'escompte privilégié de la banque – la libre fixation des taux d'intérêt par les banques en fonction du marché (mais les taux débiteurs ne doivent pas dépasser le taux plafond et les taux créditeurs ne doivent pas dépasser les taux plancher) – la programmation monétaire – la dévaluation du Franc CFA – la suppression de la taxe sur la distribution du crédit – la création du marché monétaire en 1994 – la liquidation des banques sinistrées, la fusion des banques, la recapitalisation bancaire et la réhabilitation des banques jugées viables – le désengagement de l'Etat de la gestion active des banques commerciales – la fixation des critères de délivrance des licences et des agréments aux dirigeants de banques – la libéralisation des commissions sur les transactions bancaires.

Les mesures externes de libéralisation financière ici adoptées sont :

- la création de la BVMAC³ et de la Douala Stock Exchange – la décision prise par la BEAC de ne plus racheter les billets exportés hors de sa zone d'émission – la parité fixe entre le F CFA et le FF et la garantie du trésor français d'assurer la convertibilité du F CFA.

Les reformes à caractère réglementaire concernent les mesures juridiques et institutionnelles visant à assurer une bonne réglementation et une bonne supervision bancaire. La COBAC est créée en 1992 dans

¹ Les mesures internes sont des règles adoptées dans le but de favoriser la libéralisation des taux d'intérêt, la libération du crédit et l'instauration de la concurrence bancaire.

² Les mesures externes sont règles qui visent à favoriser la libéralisation des marchés financiers et la libéralisation du compte capital.

³ Bourse des valeurs mobilières de l'Afrique centrale

le but de surveiller et de contrôler les activités bancaires. La COSUMAF voit le jour en 2001 dans le but de surveiller et de contrôler les activités du marché financier. Le gouverneur de la BEAC a également vu son pouvoir s'étendre.

Les pays de la sous région sous l'égide du FMI ont pratiqué une libéralisation financière à outrance, non ordonnée. Les étapes de la libéralisation financière (Gassab, 1997) n'ont pas été honorées. Stiglitz (2002) reconnaît que « de toutes les bévues du FMI, ce sont peut-être les erreurs de calendriers et de rythme, et de l'insensibilité au contexte social, qui ont le plus retenu l'attention : imposer la libéralisation avant de mettre en place des filets de sécurité, d'instaurer un cadre réglementaire adéquat, de donner aux pays les moyens de faire face aux effets néfastes des brusques changements d'humeur du marché, inhérents au capitalisme moderne ». De nombreuses « erreurs d'étapes » apparaissent lorsqu'on observe l'ordre dans lequel ces différentes réformes ont été mises en œuvre en zone CEMAC. On s'aperçoit ici que la création d'un cadre réglementaire adéquat et des organismes de surveillance des activités financières n'ont pas précédé par exemple la libéralisation des taux d'intérêt. Les récents détournements de fonds et des mauvais placements effectués par la BEAC en 2009 montrent l'incompétence des autorités monétaires et les défaillances de la COBAC et de la COSUMAF.

Des années après le début de la libéralisation financière, le système financier dans ces pays est resté segmenté et fragmenté¹.

b) L'environnement institutionnel

C'est vers la fin de la décennie 1990 et le début des années 2000, que de nombreuses études économiques et certaines organisations internationales², ont reconnu la nécessité du développement institutionnel ou de la bonne gouvernance dans l'activité économique. Selon Kaufman & al (2007), le développement institutionnel dans un pays s'appréhende à travers les 6 composantes suivantes : l'expression et la responsabilité – une stabilité politique – l'efficacité du gouvernement – la qualité du cadre réglementaire – l'autorité de la loi – le contrôle de la corruption.

Le FMI, en prescrivant aux économies africaines la libéralisation financière au début de la décennie 90, a fait fi de la mise en œuvre des infrastructures institutionnelles. L'observation du tableau 1 révèle le faible niveau de développement institutionnel³ des pays de la CEMAC. Leur « sous développement institutionnel » se caractérise par :

- une présence accrue de la pratique de la corruption dans les sphères publique et privée
- une instabilité politique caractérisée par de nombreux coups d'Etat, des guerres civiles, etc.

¹ Cette segmentation du système financier est due à la coexistence entre le système financier formel et le système financier informel. La fragmentation du système financier s'explique par l'inexistence des relations importantes entre les systèmes financiers formel et informel.

² Banque mondiale (1992, 2000), ONU (2000), PNUD (2002)

³ Les signes des indicateurs de Kaufmann & al (2007) sont toujours restés négatifs en zone CEMAC.

- une inefficacité des actions gouvernementales marquées par l'incompétence de certains fonctionnaires, la mauvaise qualité des services publics, la bureaucratie « avancée », la non crédibilité des engagements des décideurs publics et la dépendance vis-à-vis des pressions politiques.
- un manque d'expression et de responsabilité des citoyens qui s'observe à travers l'absence de la liberté de la presse, et le non respect des libertés civiles et des droits politiques.
- un cadre réglementaire de moins bonne qualité marqué par une supervision insuffisante des activités financières, le non respect des lois de concurrence, etc.
- un faible indice de l'autorité de la loi. Les citoyens ne font pas confiance aux lois qui régissent la société et ne les respectent pas. De plus les droits de propriété des individus sont bafoués.

Tableau 1 : Evolution de l'indicateur composite de développement institutionnel

	Cameroun	R.C.A	Tchad	Congo	Guinée Eq.	Gabon
1996	-1,2	-0,351	-0,671	-0,945	-1,123	-0,64
1997	ND	ND	ND	ND	ND	ND
1998	-0,986	-1,146	-0,965	-1,473	-1,25	-0,281
1999	ND	ND	ND	ND	ND	ND
2000	-0,855	-0,93	-0,923	-1,328	-1,272	-0,28
2001	ND	ND	ND	ND	ND	ND
2002	-0,368	-1,315	-0,993	-1,135	-1,235	-0,281
2003	-0,831	-1,423	-1,041	-0,605	-1,173	-0,373
2004	-0,863	-1,366	-1,088	-1,041	-1,256	-0,528
2005	-0,883	-1,305	-1,273	-1,22	-1,255	-0,5
2006	-0,811	-1,336	-1,378	-1,118	-1,228	-0,57
2007	-0,821	-1,291	-1,436	-1,13	-1,216	-0,538

Source : Base de données de Kaufmann & al (2007)

c) Analyse comparative de l'évolution du développement financier par rapport à la Corée du sud

De nombreux pays de l'Asie du sud-est, à l'instar de la Corée du sud, ont connu au début des années 60, des niveaux de développement financier et économique semblables à ceux des pays de la CEMAC. Mais de nos jours, comme nous le montre le tableau 2, il existe un gap très important entre l>IDF de la Corée du sud et celui des pays de la CEMAC. L>IDF de la Corée du sud a connu une forte ascension depuis 1970. Ce progrès important s'explique par le fait que contrairement aux pays de la CEMAC, la Corée du sud a opté pour une libéralisation économique et financière ordonnée, progressive et disciplinée dans laquelle l'Etat joue un rôle important. La libéralisation financière s'est bâtie autour de la stratégie dite du « sequencing » et des réformes axées sur la pratique de la bonne gouvernance ou du développement

institutionnel. Le « sequencing »¹ et les réformes institutionnelles adoptés lui ont permis d'éviter l'instabilité économique et financière, ainsi que la crise financière qui a frappé de plein fouet plusieurs pays de l'Asie du sud-est à la fin des années 90. Ces mesures ont également stimulé la confiance des épargnants et des banques commerciales. Cette confiance des épargnants s'est traduite par une augmentation de leurs dépôts auprès des banques commerciales. Les banques ont octroyé de nombreux crédits aux agents économiques du secteur privé ; ceci a permis l'envolée du volume des investissements et une accélération de la croissance économique.

Tableau 2 : Evolution comparative de l'IDF des pays de la CEMAC par rapport à la Corée du Sud

PAYS	PÉRIODE I		PÉRIODE II		ENSEMBLE PÉRIODE	
	1970-1989	RANG	1990-2007	RANG	1970-2007	RANG
CORÉE DU SUD	0,96557	1	3,07188	1	2,01873	1
CAMEROUN	-0,03138	3	-0,06430	2	-0,04784	2
RCA	-0,22975	6	-0,34418	5	-0,28697	6
TCHAD	-0,42612	7	-0,46423	7	-0,44518	7
CONGO	-0,09265	4	-0,20893	4	-0,15079	4
GUINÉE EQUATORIALE	0,09576	2	-0,43329	6	-0,16876	5
GABON	-0,12245	5	-0,08481	3	-0,10363	3

Source : calculs effectués à partir des données statistiques fournies par WDI (2008)

L'observation du tableau 2 affiche bien, par rapport à la Corée du sud, la dépréciation de l'indice de développement financier des pays de la CEMAC entre la période I (période de pré libéralisation financière) et la période II (période de libéralisation financière).

III- Analyse économétrique sur données de panel

a) Méthodologie

Les méthodes de moments généralisés (GMM) en panel dynamiques² disposent de plusieurs vertus : ils permettent de résoudre les problèmes de biais de simultanéité, de causalité inverse et de variables omises. L'estimateur GMM est meilleur que l'estimateur des MCO³. Il existe formes d'estimateurs GMM en panels dynamiques : l'estimateur GMM en différence première et l'estimateur GMM en système.

Le modèle d'Arellano & Bond (1991) propose un estimateur GMM en différence première. Il consiste à prendre pour chaque période la différence première de l'équation à estimer pour éliminer les effets spécifiques pays, et à instrumenter par la suite les variables explicatives de l'équation en différence première par leurs valeurs en niveau retardées d'une période ou plus. Le modèle de Blundel & Bond

¹ Le « sequencing » est une stratégie de libéralisation financière ordonnée, progressive et réglementée telle que présentée par Gassab (1997)

² Dans un modèle dynamique de données de panel, la variable dépendante est assimilée à une variable explicative.

³ Moindres carrés ordinaires

(1998) détermine un estimateur GMM en système qui combine les équations en différence première avec les équations en niveau dans lesquelles les variables sont instrumentées par leurs différences premières. L'estimateur GMM en système semble meilleur que l'estimateur GMM en différence première puisque ce dernier donne des résultats biaisés dans le cas des échantillons finis lorsque les instruments sont faibles. Le choix de la période 1990-2007 est dû au fait que les mesures de libéralisation financière pour la plupart ont été mise en œuvre dès 1990 ; en plus, les données relatives au niveau de développement institutionnel n'ont été publiées que jusqu'à 2007 (Kaufman et al, 2007). Les données utilisées dans cette étude proviennent pour la plupart de la Banque Mondiale.

b) Le modèle à estimer

L'équation de base retenue pour les estimations économétriques s'inspire des travaux de Demetriades & Luintel (1996) et d'Ito (2005) sur le développement financier.

Cette équation, de manière plus spécifique, se présente de la façon suivante :

$$DF_t^i - DF_{t-1}^i = (\alpha - 1)DF_{t-1}^i + \delta DI_t^i + \beta X_t^i + u_i + v_t + \varepsilon_t^i \quad (1)$$

Où :

DF représente l'indice de développement financier, DI représente l'indice composite de développement institutionnel, X représente les variables de contrôle telles que : PIB par tête (PIB), ILF un indice composite de libéralisation financière, le niveau d'inflation (INF), une variable qui capte l'interaction entre le développement institutionnel et la libéralisation financière ; u représente l'effet spécifique pays, v l'effet spécifique temporel et ε le terme d'erreurs.

Avant d'estimer le modèle, on peut réécrire l'équation ci-dessus sous une forme dynamique :

$$DF_t^i = \alpha DF_{t-1}^i + \delta DI_t^i + \beta X_t^i + u_i + v_t + \varepsilon_t^i \quad (2)$$

- L'indice composite de développement financier (DF)

Plusieurs indicateurs de développement financier ont été recensés dans la littérature économique depuis les travaux de King & Levine (1993). Mais en raison de la disponibilité de données statistiques, cette étude ne fait recours qu'à 3 de ces indicateurs de développement financier : la masse monétaire sur PIB (M2/PIB), Crédit à l'économie sur PIB (CI/PIB), Crédit au secteur privé sur PIB (CSP/PIB). Le développement financier renvoie à une forte mobilisation de l'épargne et au financement de l'économie par les établissements financiers. (M2/PIB) permet de capter la mobilisation de l'épargne, tandis que (CI/PIB) et (CSP/PIB) permettent de mesurer le financement de l'économie. Ces trois indicateurs ont été construits à partir des données statistiques de la banque mondiale (2008).

Pour capter globalement le développement financier, il a semblé opportun de calculer son indice composite ; ce dernier s'obtient de la manière suivante : $DF_t = \frac{1}{3} \left(\frac{M2_t}{PIB_t} + \frac{CSP_t}{PIB_t} + \frac{CI_t}{PIB_t} \right)$

- L'indice composite libéralisation financière

La libéralisation financière a deux dimensions : une dimension interne (captée par l'indice des MILF) et une dimension externe (captée uniquement ici par l'indice KAOPEN¹). D'après les partisans de l' « école de la répression financière », la libéralisation financière influe positivement sur le développement financier. Les deux dimensions de la libéralisation financière vont être captées par un indice composite de libéralisation financière, construit suivant la méthodologie proposée par Demetriades & Luintel (1996). Cette méthodologie consiste à recenser d'abord les différentes mesures internes de libéralisation financière. Ensuite on codifie ces différentes mesures. Par exemple, concernant les taux d'intérêt débiteurs, on attribue la valeur 0 à la période durant laquelle ils ont été réprimés et 1 lorsqu'ils ont été libéralisés. La codification de la composante externe de la libéralisation financière va être assimilée à l'indice KAOPEN, qui est issu de la base de données de Chinn & Ito (2007). Enfin, on construit un indice synthétique sur la base des composantes principales pondérées par les proportions d'inertie respectives. Sous ces conditions de codification, une évolution ascendante indique une libéralisation financière et le cas échéant une répression financière. Dans la CEMAC, nous avons identifié seize mesures susceptibles d'agir sur la composante interne de la libéralisation financière (voir annexe). L'analyse en composante principale révèle une évolution ascendante de cet indice pour chaque pays de la CEMAC entre 1990 et 2007 ; ceci dénote une libéralisation financière de manière générale (voir annexe).

Certains économistes (Edison & al, 2002) ont construit des indices de libéralisation du compte capital, mais l'indice de Chinn & Ito (KOAPEN) présente l'avantage de mesurer l'intensité de l'ouverture du compte capital.

- **L'indice composite de développement institutionnel**

Le développement institutionnel influe positivement sur l'approfondissement financier. Des 6 indicateurs de développement institutionnel issus de la base de données de Kaufmann & al (2007), seuls 5 semblent susceptibles d'influer sur le développement institutionnel : contrôle de la corruption (CC), stabilité politique (SP), autorité de la loi (AL), qualité du cadre réglementaire (QCR), efficacité gouvernementale (EG).

Dans le cadre de cette étude, pour éviter le recours à une multitude de modèles économétriques intégrant chacun un indicateur du développement institutionnel, il a semblé judicieux d'utiliser plutôt un indice composite de développement institutionnel (DI) qui s'obtient de la manière suivante : $DI_t = \frac{1}{5}(CC_t + SP_t + AL_t + QCR_t + EG_t)$

- **les variables macroéconomiques**

Les variables macroéconomiques prises en compte dans le cadre de ce travail sont : le PIB par tête et l'inflation. Le PIB par tête qui capte la croissance économique peut poser un problème de causalité

¹ Ceci en raison de l'état embryonnaire des marchés financiers

inverse dans ce modèle. En effet, des études ont montré que la croissance économique influe le développement financier (Schumpeter, 1992 ; King & Levine, 1993 ; Beck, Levine & Loayza, 2000) tandis que d'autres (Joan Robinson, 1952) ont révélé le contraire. Toutefois, l'utilisation de l'estimateur GMM permet de pallier cette difficulté.

La prise en compte de l'inflation dans l'analyse tient du fait qu'elle est susceptible d'influencer les décisions économiques notamment en matière de placement. En effet, un taux d'inflation élevé risque de décourager le recours à l'intermédiation financière, et d'encourager par contre les placements dans des actifs réels (tels que l'immobilier, l'or, le pétrole, etc.). Le niveau d'inflation est souvent considéré comme un indicateur de répression financière, notamment à cause du seignuriage¹ (Mc Kinnon, 1973). World Development Indicator (2008) est la banque de données de ces deux variables macroéconomiques.

c) Résultats de l'estimation

Avant de procéder à l'estimation des résultats par la méthode d'Arellano & Bond (1991), le test d'autocorrelation des erreurs, le test de suridentification de Sargan et le test de stationnarité sur données de panel ont été d'abord effectués (Kpodar, 2007).

Le test de Hansen (p=) ne permet pas de rejeter l'hypothèse de validité des variables retardées en niveau et en différence comme instruments. Le test d'autocorrelation des erreurs de premier (p=) commande le non rejet de l'hypothèse d'autocorrelation des erreurs.

- Test de stationnarité d'Im-Pesaran-Shin sur données de panel

Dans la littérature en économétrie, il existe de nombreux tests de stationnarité sur données de panel (voir Hurlin & Mignon, 2005). Parmi cette multitude de tests de stationnarité, c'est celui d'Im-Pesaran-Shin² (2002) qui est le plus utilisé en raison de certains avantages relatifs qu'il possède. Par exemple, contrairement au test de Levin & Lin (1992), le test IPS autorise sous l'hypothèse alternative une hétérogénéité de la racine autoregressive et une hétérogénéité relative à la présence d'une racine unitaire dans le panel.

Ce modèle, qui consiste donc à appliquer des tests de stationnarité ADF séparément pour chaque pays, s'écrit :

- Modèle sans trend: $\Delta Y_{i,t} = \alpha_i + \rho_i Y_{i,t-1} + \sum_{j=1}^{\rho_i} \beta_{i,j} \Delta Y_{i,t-j} + \epsilon_{i,t}$
- Modèle avec trend : $\Delta Y_{i,t} = \alpha_i + \rho_i Y_{i,t-1} + \delta_i t + \sum_{j=1}^{\rho_i} \beta_{i,j} \Delta Y_{i,t-j} + \epsilon_{i,t}$

Où α_i est l'effet individuel, $\epsilon_{i,t} \rightarrow N(0; \sigma_\epsilon^2)$; $i=1 \dots \dots \dots N$; $t=1 \dots \dots \dots T$.

Le test IPS (2002) spécifie :

$H_0 : \rho_i = 1$ pour tous les pays (non stationnarité)

¹ C'est la raison pour laquelle les IFI accordent de l'importance à la maîtrise de l'inflation.

² IPS

HA : $\rho_i < 1$ pour au moins un pays (stationnarité)

Les conclusions du test IPS (2002) concernant la stationnarité du panel se basent sur la IPS-statistique t qui représente la moyenne des N ADF-statistiques individuelles.

Séries de variables	modèle sans trend	Modèle avec trend
DF	I(1)	I(0)
ILF	I(1)	I(0)
DI	I(0)	I(0)
PIB	I(1)	I(0)
INF	I(0)	I(0)
DILF	I(1)	I(0)

I(1) signifie que la série en question n'est pas stationnaire en panel ;

I(0) signifie que la série est stationnaire en panel au seuil de 5 %.

Lorsque la tendance n'est pas prise en compte, les séries (DF, ILF, PIB et DILF) ne sont pas stationnaires. Elles sont intégrées d'ordre 1. Les séries DI et INF sont par contre stationnaires. Mais dès lors que la tendance est prise en compte, on rejette l'hypothèse de non stationnarité : toutes ces séries sont donc stationnaires autour d'une tendance déterministe.

- Résultats du modèle d'Arellano & Bond

à l'aide du logiciel Stata, les estimations de ce modèle ont été effectuées et elles sont présentées dans le tableau ci-dessous :

	Coefficient	standard error	t cal	P> t cal
DF _{retardé}	0.32	0.093667	3.31	0.001*
ILF	0.00074	0.00044	3.23	0.001*
DI	- 0.00416	0.00003	- 2.42	0.015*
PIB	- 0.00043	0.00082	- 0.57	0,568
INF	5.14*10 ⁻⁶	0.00034	0.98	0.327
DILF	- 0.00013	5.20*10 ⁻⁶	- 2.73	0.006*
constante	0.02749	0.0043	4.8	0.000*

Sargan test of overid. restrictions: Prob > chi2 = 0.1228
 Arellano-Bond test for AR(2) in first differences: z = - 3.6 Pr > z = 0.9189
 Arellano-Bond test for AR(1) in first differences: z = -2.69 Pr > z = 0.0072

(*) représente la significativité d'un coefficient au seuil de 5% et (**) la significativité au seuil de 10%

DF_{retardé} est la valeur retardé du développement financier (DF). Le PIB par tête a été considéré comme une variable endogène ; tandis que les autres variables du modèle sont supposées, prédéterminées.

L'estimateur du modèle en panel dynamique a donné la valeur α du coefficient de développement financier initial. Mais, il faut calculer la valeur du coefficient de cette variable qui est $\alpha - 1$ le modèle.

A l'aide de la commande « lincom » sur Stata, la valeur de ce coefficient et sa significativité apparaissent dans le tableau suivant :

D.DF	Coefficient	Standard error	t cal	P> t cal
LD.DF	- 0.6715	0.0991	- 6.77	0.000*

(*) représente la significativité d'un coefficient au seuil de 5% et (**) la significativité au seuil de 10%

Le coefficient du développement financier initial est donc significativement négatif (égal à -0.6715) au seuil de 5%. Ceci signifie qu'un faible niveau de développement financier initial est favorable à l'amélioration de l'indice de développement financier dans le temps.

La libéralisation financière est faiblement et significativement bénéfique au développement financier. Ce résultat corrobore la thèse de Mc Kinnon (1973) et Shaw (1973) selon laquelle la politique de libéralisation financière favorise l'approfondissement financier.

Le faible niveau de développement institutionnel des pays de la CEMAC influe négativement et de manière significative leur niveau de développement financier. En effet, la corruption, l'instabilité politique, l'inefficacité des actions gouvernementales, la non fiabilité du cadre réglementaire des activités financières qui caractérisent ces pays de la CEMAC contribuent à son sous-développement financier. Les épargnants potentiels affichent souvent une réticence à faire des dépôts auprès des établissements financiers. De plus, les établissements financiers affichent une certaine frilosité, ils rationnent le crédit (Fouda Owoundi, 1992). Cette mauvaise qualité des infrastructures institutionnelles dans la CEMAC est aussi en partie responsable. Cette analyse est renforcée par le coefficient de la variable d'interaction entre le développement financier et la libéralisation financière (DILF). Ce coefficient est négatif et non significatif au seuil de 5%. Les pays de la CEMAC n'ont pas mis en place une libéralisation financière par étape qui nécessite la mise en place au préalable des infrastructures institutionnelles fortes : ceci explique la faiblesse du développement financier dans cette zone.

Une augmentation du PIB par tête contribue de manière non significative à la réduction du niveau de développement financier. Ce résultat corrobore la thèse de Lucas (1988) qui ne croit pas à l'importance de la relation entre la finance et la croissance économique. Il pense que certains économistes (Schumpeter, 1992, King & Levine, 1993) surévaluent le rôle des facteurs financiers sur la croissance économique.

Un taux d'inflation élevé est favorablement mais de manière non significative au développement financier.

Le test de suridentification des instruments de Sargan ($P = 0.1228$) n'autorise pas le rejet de l'hypothèse de validité des variables retardées en niveau et en différence comme instruments. De même, il y'a une absence d'autocorrelation des erreurs d'ordre 2 ($P = 0.9189$) ; mais une autocorrelation des erreurs est présente à l'ordre 1 ($P = 0.0072$) tel est le résultat attendu pour que l'estimateur GMM soit meilleur.

Conclusion

En somme, après la crise économique et bancaire qu'elles ont connue au milieu des années 80, les pays de la CEMAC sous l'égide des institutions de Bretton Woods ont été mis sous programmes d'ajustement structurel. Ces derniers ont préconisé une libéralisation totale de l'économie dans sa dimension financière

et commerciale. Contrairement à celle qui a été appliquée en Asie au Sud du Pacifique, la libéralisation financière en zone CEMAC ne s'est pas faite par étapes : la mise en place des infrastructures institutionnelles n'a pas été préalablement privilégiée. La libéralisation financière agit favorablement mais faiblement sur le développement financier. Elle aurait pu plus améliorer le niveau du développement financier si le niveau de développement institutionnel était aussi élevé. Malheureusement tel n'est pas le cas. Les pays de la CEMAC ont donc intérêt à mettre en œuvre des stratégies qui favorisent la lutte contre la corruption et la stabilité politique et qui améliorent, par ailleurs, l'efficacité des actions gouvernementales et la qualité du cadre réglementaire

Bibliographie

- Arellano M. & Bond S. (1991)** : « Some Tests of Specification for Panel Data : Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations », *Review of Economic Studies*, Vol 58, P 277-297
- Ary Tanimoune (2001)**, « Impact de la Libéralisation Financière Sur l'Intermédiation Bancaire Dans l'UEMOA », Document de Recherche, Laboratoire d'Economie d'Orléans.
- Banque mondiale (2000)**, *Reforming Public Institutions And Strengthening Governance: A World Bank Strategy*. Washington, D.C., July
- Banque mondiale (2008)**, *World Development Indicators*, CD Rom
- Bandiera O., Capio G., Honohan P. & Schiantarelli F. (2000)**, « Does Financial Reform Raise Or Reduce Savings? », *Review of Economics and Statistics*, 82(2), pp. 239-263
- BEAC (1991)**, *Revue Etudes et Statistiques*
- Beck T et Levine, R. (2004)**, « Legal Institutions and Financial Development », in Claude Menard, Shirley. M (eds) *Handbook of New Institutional Economics*, Kleuver Dordrecht, The Netherlands.
- Beck T.; Levine R. & Loayza (2000)**: "Finance and the Source of Growth"; *Journal of Financial Economics*, Elsevier, vol 58; pp 261-300
- Blundell R. & Bond S. (1998)**: "Initial Conditions and Moment Restriction in Dynamic panel Data Models", *Journal of Econometrics*, Vol 87, n° 1, pp 115-143
- Calderon C., Chong A. & Galindo A. (2001)**, "Structure And Development of Financial Institutions And Links With Trust: Cross-Country Evidence", Inter-American Development Bank, Research Department Working Papers No 444.
- Chinn M. & Ito H. (2002)**, "Capital Account Liberalization, Institutions and Financial Development: Cross Country Evidence", National Bureau of Economic Research Working Paper, No. 8967
- C.N.U.C.E.D (1991)**, *Rapport sur le Développement*
- Chouchane Verdier A. (2004)**, *Analyse Empirique de l'Impact de la Libéralisation Financière en Afrique Subsaharienne sur la Période 1983-1996*, *Revue Tiers Monde*, no 79
- Demetriades P. & Luintel K. (1996)**, "Financial Development, Economic Growth and Banking Sector Control: the Evidence from India", *The Economic Journal*, no 106, pp.359-374
- Demirguc_Kunt A. & Levine R. (1996)**, "Stock Markets Development And Financial Intermediation: Stylized Facts", *The World Bank Economic Review*, Vol 10, No 2, pp 291-321
- Eboue C. (1990)**, « Les Effets Macro-économiques de la Répression Financière dans les Pays en Développement », *Economie Appliquée*, tome LXIII, n° 4, pp. 93-117.
- Edison & al (2002)**, « Capital Account Liberalization and Economic Performance : Survey and Synthesis », NBER Working Paper 9100, <http://www.nber.org/papers/w9100>
- Engermant S.L & Sokoloff K.L. (1996)**, « Factor Endowments, Institutions and Differential Path of Growth Among New World Economies: a View from Economic Historian Of the United States », in *How Latin America Fell Behind*, edition: Stephen Habe Stanford, Stanford University Press, pp.260-304.
- Fouda Owoundi J.P. (1992)**, « Accès au Crédit Bancaire, Développement du Système Informel et Mobilisation de l'Épargne en Afrique », *L'Actualité Economique*, *Revue D'Analyse Economique*, vol.68, no 4, pp.665-696.

Fry M. (1995), « Money, Interest and Banking in Economic Development », Second Edition, London, the Johns Hopkins University Press.

Fukuyama F. (1995), Trust: The Social Virtues And The Creation of Prosperity. New York, United States: Free Press.

Galbis V. (1977), « Financial Intermediation and Economic Growth in Less-Developed Countries: a Theoretical Approach », Journal of Development Studies, Vol. 13, n° 2, pp.58-72.

Gassab M. (1997), La Libéralisation Financière Dans les Pays en Développement; Des Fondements Economiques aux Analyses d'Economie Politique, Thèse, Paris-I.

Goldsmith R.W. (1969), « Financial Structure and Development », New Haven : Yale University Press.

Guiso, L., P. Sapienza and L. Zingales (2004), “The Role of Social Capital in Financial Development”, American Economic Review, 94. pp : 526-556.

Gunnar Myrdal (1963), Planifier Pour Développeur, Paris, Les Editions Ouvrières.

Gurley J. & Shaw E. (1960), « Money in a Theory of Finance ». Washington, D.C. :Brookings Institution

Hurlin C. & Mignon V. (2005): “Une Synthèse des Tests de Racine Unitaire sur Données de Panel”, Economie & Prévision, n° 169-170-171, pp 253-294

Im K.S., Pesaran M.H. & Shin Y. (2002) : « .Testing for Unit Roots in Heterogenous Panels », revised version of the DAE, Working Paper 9526, University of Cambridge

Ito H. (2005), “Financial Development and Financial Liberalization: Thresholds, Institutions and the Sequence of Liberalization”, the North American Journal of Economics and Finance, Vol.17

Joan Robinson (1952): The Generalisation of the General Theory, in *The Rate of Interest and Other Essays*, London, Macmillan, 1952, p.67-142. Reproduit in *The Generalisation of the General Theory and Other Essays*, London, Macmillan, 1979, p.1-76.

Kapur B. (1976), “Alternative Stabilization Policies for Less-Developed Economies”, Journal of Political Economy, 84, pp 777-795

Kaufmann D, Kraay A. & Mastruzzi. M (2007), “Governance Matters V: Governance Indicators for 1996 to 2005”, www.worldbank.org/wbi/governance/govmatters5

Knack S. & Keefer, P. (1997), “Does Social Capital Have An Economic Payoff? A Cross-Country Investigation.”, Quarterly Journal of Economics ? 112(4): 1251-88.

King R. & Levine R. (1993), « Financial Intermediation and Economic Development » In Capital Markets and Financial Intermediation, edited by Colin Mayer & Xavier Vives. Cambridge : Cambridge University Press for the Centre for Economic Policy Research, pp.156-189.

Kpodar K. (2007): “Manuel d’initiation à Stata (version 8)”, Centre d’Etudes et de Recherches sur le Développement International (CERDI), Clermont-Ferrand

Krugman P. (2004), Economie Internationale, 4e Edition, De Boeck Université.

Laporta R. et al (1996), « Law and Finance », National Bureau of Economic Research, Working Paper, no 5661.

Lehmusaari O. P. (1990): “Deregulation and Consumption Saving Dynamics in the Nordic Countries”, IMF Staff Papers, 37, pp. 71-93

Levin A. & Lin C-F (1993) : « Unit Root Tests in Panel Data : New Results » in *University of California SD Discussion Paper*, 93-56

Love I. 2000 , “Financial Development and Financing Constraints: International Evidence From The Structural Investment Model.” New York, United States: Columbia University Department of Economics. Mimeographed Document.

Mc Kinnon R.I. (1973), Money and Capital in Economic Development, Washington,D.C, Brooking Institution.

Merton R.C. (1992), Financial Innovation and Economic Performance », Journal Applied Corporate Finance, vol.4, No 4, pp 12-22.

ONU (2000), Déclaration du Millénaire, 54^{ième} Session – Assemblée du Millénaire de l’Assemblée Générale Des Nations Unies, 6 au 8 Septembre 2000, New York, Document A/55/L.2.

Patrick Hugh (1966), « Financial Development and Economic Growth in Underdeveloped Countries », Economic Development and Cultural Change, vol.14, no2, pp.174-189.

PNUD (2002), Rapport Mondial Sur le Développement Humain 2002

Putnam R. (1993), Making Democracy Work: Civic Traditions in Modern Italy. Princeton, United States: Princeton University Press.

Rajan. R. G ; Zingales. L (1998), « Financial Dependence And Growth », Chicago University And NBER

Roubini N. & Sala-i-Martin X. (1992), « financial repression and economic growth », Journal of Development Economics, Vol. 39, pp. 5-30

Schumpeter J.A. (1912), The Theorie of Economic Development, Cambridge, Mass: Havard University Press

Shaw E.S. (1973), Financial Deepening in Economic Development. New-York ; Oxford University Press.

Stiglitz J. (2002), La Grande Désillusion, Edition Fayard

Stiglitz J & Weiss A. (1981), Credit Rationing in Markets With Imperfect Information », Journal of Economic Review, pp.393-410

Touna Mama (2006), «Pour La Mort de l'Etat en Afrique : De Quel Etat Faut-il Souhaiter La Mort ? », Dans 'Mondialisation, Exclusion et Développement Africain : Stratégies Des Acteurs Publics et Privés', Tome 2, Africaine d'Édition, pp.453-463

Wurgler, J. 2000, "Financial Markets And The Allocation of Capital.", Journal of Financial Economics, 58, pp. 187-214.

Annexes : Les résultats de l'analyse en composante principale et évolution de l'indice composite de libéralisation financière

Tableau 3 : Corrélation des variables avec les axes

Libellé de la variable	Axe 1	Axe 2	Axe 3	Axe 4	Axe 5
A	-0,72	0,58	-0,11	-0,14	0,20
D	0,89	0,14	-0,30	-0,07	0,19
E	-0,88	0,02	0,35	-0,06	-0,24
G	-0,81	-0,44	-0,12	0,18	0,22
I	-0,55	0,62	-0,38	0,34	-0,19
L	-0,80	0,40	0,13	-0,29	0,15
M	0,61	0,48	0,51	0,33	0,18
P	-0,85	-0,38	0,02	0,22	0,18

Source : estimations effectuées à partir des données statistiques fournies par WDI (2008)

MATRICE DES CORRELATIONS

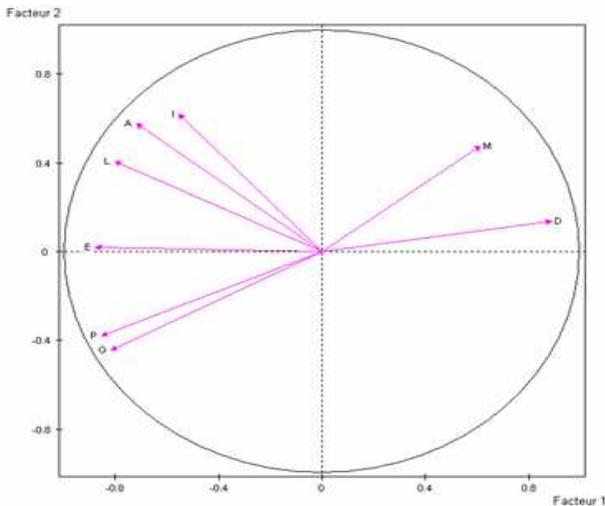
	A	D	E	G	I	L	M	P
A	1.00							
D	-0.50	1.00						
E	0.57	-0.88	1.00					
G	0.35	-0.71	0.62	1.00				
I	0.69	-0.34	0.39	0.24	1.00			
L	0.79	-0.63	0.72	0.45	0.54	1.00		
M	-0.23	0.47	-0.41	-0.66	-0.16	-0.30	1.00	
P	0.40	-0.79	0.69	0.89	0.27	0.50	-0.59	1.00

Histogramme des valeurs propres

HISTOGRAMME DES 8 PREMIERES VALEURS PROPRES

NUMERO	VALEUR PROPRE	POURCENTAGE	POURCENTAGE CUMULE	
1	4.7919	59.90	59.90	*****
2	1.4652	18.31	78.21	*****
3	0.6600	8.25	86.46	*****
4	0.4133	5.17	91.63	*****
5	0.3073	3.84	95.47	*****
6	0.1674	2.09	97.56	***
7	0.1088	1.36	98.92	**
8	0.0862	1.08	100.00	**

Graphique des variables



Nous procéderons ici à la recherche de l'influence des variables explicatives sur la variable expliquée dans la CEMAC. L'avantage d'une telle approche réside dans sa capacité à révéler, parmi les variables suggérées par la théorie économique et compte tenu de la qualité des données disponibles, celles qui pourraient expliquer de façon significative le phénomène étudié.

Listes des variables susceptibles d'influencer les mesures internes de libéralisation financière

A (rémunération fixe des crédits bancaires), B (rémunération fixe des dépôts bancaires), C (rémunération minimale des dépôts bancaires), D (rémunération maximale des crédits bancaires), E (marché monétaire), F (fixation des critères de délivrance des licences), G (restructuration et libéralisation des commissions sur les transactions bancaires), H (suppression de la taxe sur la distribution du crédit), I (suppression des taux d'escompte privilégié), J (suppression des taux d'avances aux trésors), K (privatisation et liquidation des banques commerciales), L (supervision bancaire), M (introduction de la politique de réserves obligatoires), N (programmation monétaire), O (suppression du programme préférentiel de crédit), P (obligation faite aux banques commerciales d'afficher le barème des conditions minimales et maximales applicables aux opérations avec la clientèle).

Graphique : évolution de l'indice composite de libéralisation financière en zone CEMAC entre 1990 et 2007

évolution de l'ILF des pays de la CEMAC

