

Determinants Du Developpement Financier Dans Les Pays De La Zone Franc Cfa: Le Role De La Qualite Des Institutions

Kos à Mognol Alice

Etudiante en thèse PhD, Faculté des Sciences Economiques et de Gestion,
Université de Dschang (Cameroun).

Pr Kamajou François

Professeur Emérite, Faculté des Sciences Economiques et de Gestion,
Université de Dschang (Cameroun).

doi: 10.19044/esj.2016.v12n28p285 [URL:http://dx.doi.org/10.19044/esj.2016.v12n28p285](http://dx.doi.org/10.19044/esj.2016.v12n28p285)

Abstract

This paper aims at analysing the role of the quality of institutions (institutional factors) on financial development within the fourteen countries of the CFA Franc zone. For that purpose, the Pool Mean Group (PMG) method is used in order to estimate a linear model in dynamic panel data over the period 1996-2011. Findings show that the quality of some institutions (corruption, political stability, quality of regulation...) conditions or affects the improvement level of financial system of the above-listed countries. To contribute to the emergence of better developed finance and of course more productive, the paper stands for an “institutional convergence” as one of the assets of financial development in the CFA Franc countries.

Keywords: Quality of the institutions, financial development, panel data, PMG, CFA Franc zone

Résumé

L'objectif de cet article est d'analyser le rôle de la qualité des institutions (facteurs institutionnels) sur le développement financier dans les quatorze pays de la zone Franc CFA. L'étude utilise la méthode Pool Mean Group pour estimer un modèle linéaire en données de panel sur la période 1996-2011. Les résultats montrent que la qualité des institutions (corruption, stabilité politique, qualité de la réglementation,...) conditionne le niveau de développement financier dans les pays susmentionnés. Pour contribuer à l'émergence d'une finance plus productive, l'étude propose une « convergence institutionnelle » dans les pays de la zone Franc CFA.

Mots clés : Qualité des institutions, Développement financier, Données de panel, PMG, Zone Franc CFA.

Introduction

Les études visant à identifier et analyser les facteurs qui affectent le développement financier ne sont devenues que très récemment un sujet d'intérêt pour les chercheurs. Cet intérêt découle de l'idée selon laquelle le développement financier est un facteur important de la croissance économique et du développement économique comme l'ont montré de nombreux travaux théoriques et empiriques (Schumpeter, 1912, Gurley et Shaw, 1960 ; Goldsmith, 1969 ; etc.). En effet, le système financier favorise l'allocation optimale des ressources à l'économie. Néanmoins, une question essentielle demeure : si le développement financier a ainsi un impact favorable sur la croissance économique, pourquoi a-t-on plusieurs pays présentant un sous-développement financier ? Autrement dit, pourquoi certaines économies sont financièrement plus développées alors que d'autres ne le sont pas ?

De nombreuses études ont été consacrées aux déterminants du développement financier en disséquant le rôle que jouent dans celui-ci les variables comme l'ouverture commerciale et financière, l'externalité spatiale, l'inflation, l'origine légale, la technologie, les différences culturelles, la qualité des institutions,

Tout en reconnaissant le rôle majeur de l'approfondissement financier dans la croissance économique, Mc Kinnon (1973) et Shaw (1973), à la suite des travaux cités plus haut, se sont intéressés à la relation entre libéralisation financière, développement financier et croissance économique en mettant un 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 qualité des investissements réalisés, etc.

Certaines études ont montré le rôle important des différents systèmes politiques (Laporta et al, 1997), du cadre institutionnel et des ouvertures commerciale et financière (Engermant et Sokoloff, 1996 ; Chinn et Ito, 2002 ; Huang et Temple, 2005), 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. Les travaux de recherche relatifs au rôle des institutions dans le développement financier ont été considérables, spécifiquement ceux relatifs aux effets de l'environnement légal et réglementaire. Un système légal et réglementaire impliquant la protection des droits de propriété, l'applicabilité des contrats et de bonnes pratiques comptables a été identifié comme étant

essentiel pour le développement financier. En effet La Porta et al. (1997, 1998) défendent que les origines du code légal influencent substantiellement le traitement des crédateurs et l'efficacité de l'applicabilité des contrats. Ils ont montré que les pays possédant un code légal comme la « Common Law » tendent à protéger les détenteurs de la propriété privée alors que ceux appliquant le droit civil français tendent à protéger beaucoup plus les droits de l'Etat et moins ceux des masses. Ainsi, les pays de droit civil français sont caractérisés par une applicabilité des contrats inefficace, des niveaux de corruption très élevés et des systèmes financiers moins développés alors que ceux d'origine légale britannique (« Common Law ») atteignent des niveaux très élevés de développement financier (Huang, 2008).

L'importance des institutions dans le développement financier a été largement discutée dans la littérature empirique. Plusieurs chercheurs à l'instar d'Acemoglu et al. 1998, Rajan et Zingales (1998, 2003), Roe et Siegel (2008) ont employé des techniques empiriques pour montrer le lien entre développement financier et certains facteurs institutionnels. La qualité des institutions est susceptible d'affecter le développement financier via la capacité du secteur financier à canaliser les ressources pour financer les activités productives. Ainsi en l'absence d'un cadre et d'une supervision adéquats, la capacité du secteur financier à mobiliser des fonds pourrait être lourdement minée par un manque de confiance de la part des déposants. Ce qui entraînera le transfert des fonds à l'étranger et généralement au détriment des opportunités fiables d'investissements. De plus une meilleure qualité des institutions réduit considérablement les coûts de transactions auxquels les agents économiques font face et conduit à des résultats plus efficaces (North, 1990, 1991). Un pas supplémentaire dans cette direction serait de quantifier le rôle des facteurs institutionnels sur le développement financier dans les quatorze pays de la zone Franc CFA qui présentent en général un sous-développement financier. Ces pays pour la plupart, sont également caractérisés 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'état, des guerres civiles etc. Les épargnants potentiels affichent souvent une réticence à faire des dépôts auprès des établissements financiers. Ces derniers affichent eux aussi une certaine frilosité et procèdent au rationnement du crédit (Fouda-Awoundi, 1992).

Les violentes crises économiques et bancaires des années 1980s et les débuts 1990s ont obligées certains pays d'Afrique subsaharienne en général et ceux de la zone Franc CFA à mettre sur pied des réformes sous les auspices du « consensus de Washington », et des thèses néolibérales proposées dans le cadre des programmes d'ajustement structurels. 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 et financier. De même, ces réformes devaient permettre de relancer l'activité financière dans ces pays pour soutenir les stratégies de croissance économique. Leurs systèmes financiers ont donc subi de profondes restructurations caractérisées essentiellement par la liquidation de nombreuses institutions financières, la privatisation des établissements restants, la fin de la régulation directe du crédit et des établissements financiers par les Etats, la mise en place d'autorités de régulation monétaires indépendantes, l'adoption de réglementation prudentielle plus contraignantes etc... (Joseph, 2002).

Cependant, les résultats de ces politiques sont restés mitigés et souvent décevants (Mahar et Williamson, 1998 ; Bandiera et *al.*, 2000). Concernant les pays d'Afrique sub-saharienne, ces politiques (après plus d'une décennie de réformes) n'ont permis ni l'approfondissement financier ni l'augmentation des taux d'épargne, d'investissement et de croissance (Diery et Yasim, 1993 ; Chouchane-Verdier, 2004 ; Reinhart et Tokatlidis, 2003). Par exemple, le ratio M2/PIB y est passé de 32% en 1990 à 37% seulement en 2003. Pour l'Asie de l'Est, ce taux est passé de 63,1% en 1990 à 158,8% en 2003 (Banque Mondiale, 2008). Par ailleurs, alors que le taux d'épargne excède 30% du PIB dans les pays d'Asie de l'Est sur la période 1985-1994, il se situe à moins de 15% pour l'Afrique subsaharienne (Loayza et *al.*, 2000). On note spécifiquement que les systèmes financiers des pays de la Zone Franc CFA sont caractérisés par leur faible approfondissement se matérialisant par des ratios d'intermédiation très faibles, et continuent de présenter d'énormes difficultés à répondre aux besoins des agents économiques. En effet, le total des bilans des banques de l'UEMOA et de la CEMAC est inférieur à la somme des actifs de la première banque sud-africaine. Etant donné que dans ces pays les banques constituent la pièce maîtresse des systèmes financiers locaux, les systèmes bancaires de la zone franc CFA contribuent entre deux et quatre fois moins au financement de l'économie que ceux des autres pays en développement (Micco et *al.* 2006). La faiblesse des crédits à l'économie est frappante en zone Franc CFA (9 % du PIB dans la CEMAC et 17 % dans l'UEMOA) quand on la compare à d'autres pays en développement : 35 % du PIB au Brésil, 37 % en Inde, 65 % en Tunisie et 120 % en Chine. Le présent papier apporte donc une contribution empirique à la recherche économique qui réside en deux points : premièrement elle évalue dans quelle mesure l'environnement institutionnel (ou facteurs institutionnels) des pays de la zone Franc CFA influence leur développement financier. Deuxièmement l'étude utilise une technique d'estimation relativement performante par rapport aux méthodes usuelles en données de panel (Keho, 2012) toujours dans le contexte des pays sus-mentionnés. Plus précisément, nous utilisons les méthodes *Pool Mean Group* (PMG) et *Mean Group* (MG) proposées respectivement par Pesaran et *al.*

(1999) et Pesaran et Smith (1995). L'avantage de ces méthodes d'estimation par rapport aux méthodes classiques (effets fixes ou moments généralisés) est d'introduire une hétérogénéité dans certains coefficients à estimer.

Revue de littérature

La littérature sur les déterminants du développement financier s'est enrichie de travaux qui diffèrent les uns des autres par la diversité des variables considérées. Dans de nombreuses études, le développement financier et les différences de niveaux du dit développement sont expliqués par des facteurs économiques.

Ce sont entre autres les tensions ethniques (Easterly et Levine, 1997), la protection des investisseurs minoritaires (Wurgle, 2000), l'inflation (Dehesa et al., 2007), les investissements directs étrangers (IDE) et le taux de change nominal (Adam et Tweneboah, 2008), la taille et la densité de la population autant que de l'existence des centres offshore (Beck et al., 2008), l'externalité spatiale (Mobolaji, 2008), l'ouverture commerciale et du compte capital (Baltagi et al., 2007 ; Seetanah et al., 2010) et l'importance des crédits accordés au secteur public (Huaner, 2006). En dehors de ces facteurs traditionnels, une attention particulière est consacrée au rôle des institutions. Beck et al. (2003) ont tenté d'évaluer empiriquement les théories du développement financier que sont la théorie de la loi et de la finance et celle des dotations naturelles, en effectuant des régressions croisées (« *cross-country regressions* ») sur un échantillon de 70 anciennes colonies. Leurs résultats indiquent que la théorie de la loi et de la finance est celle qui prévaut le plus ; c'est-à-dire que les systèmes légaux constituent un déterminant important du développement financier. En outre, les pays de droit civil français tendent à avoir de faibles niveaux de développement financier par rapport aux pays appliquant la *Common law* britannique. Ces conclusions rejoignent celles que La porta et al. (1997) ont obtenu sur un échantillon de 49 pays, et corroborent celles des travaux de Djankov et al. (2007) sur un échantillon de 129 pays. Une série d'études portant sur des données de panel a analysé à l'aide des MCO, des GMM et des MCG, les facteurs susceptibles d'expliquer le niveau de développement de certains groupes de pays. Pour Girma et Shortland (2008), le niveau de développement financier des pays développés et en développement est déterminé par le degré de démocratie et la stabilité politique ; mesurés par les indices du « Polity IV ». A leur suite, Siegel et Roe (2009) font usage des indicateurs de stabilité politiques provenant de quatre sources distinctes, pour soutenir que le niveau de développement financier est inversement lié au niveau d'instabilité politique. En faisant appel aux indicateurs de la qualité des institutions de l'ICRG, Gries et al. (2009) corroborent l'importance de la stabilité politique et montrent que cette dernière ainsi que la protection des

droits de propriété privée sont les plus important déterminants du développement financier dans 14 pays d'ASS. Gazdar (2011) a construit un indice de la qualité des institutions avec des indicateurs du risque politique, de la loi et la règle, de la crédibilité démocratique et de la qualité de la bureaucratie. Il montre que ces facteurs expliquent fortement le niveau de développement financier de 18 pays de l'espace MENA. De plus, le secteur bancaire est plus sensible à ces facteurs que le marché boursier. C'est aussi grâce à un indice de la qualité des institutions que Mpabe (2012) parvient à montrer que la mauvaise qualité des institutions des pays de la CEMAC explique largement leur faible développement financier. Singh et al., (2009) expliquent quant à eux la faiblesse de l'approfondissement financier dans la zone Franc CFA comparativement aux autres pays d'ASS, par les différences de qualité des institutions liées à la protection des droits de propriété et à la diffusion des informations sur le crédit. Une autre série d'études a permis d'apprécier l'importance de la qualité des institutions à travers ses effets sur des indicateurs du développement financier. Ainsi, Galindo et Micco (2001), développent un modèle suggérant que la profondeur du marché de crédit dépend de l'état de l'environnement légal prévalant sur ce dernier. Ils arrivent aux résultats qu'une amélioration efficace de la protection des droits des créiteurs réduit la volatilité du cycle de crédit, et a un effet positif sur la taille du marché de crédit. Himmelberg et al. (2002) ont mis un accent sur l'importance des institutions légales dans la détermination de *l'allocation du capital*. Pour cela, ils fournissent une évidence empirique selon laquelle une protection élevée et effective de l'investisseur réduit le coût du capital, améliore son allocation. Beck et al. (2002) abondent dans ce sens. Ils trouvent que tout niveau de développement financier accompagné des mécanismes d'application de contrats efficace favorise une allocation plus efficiente du capital. Ainsi, avec des systèmes légaux efficaces les industries qui utilisent le plus de financement externe croissent plus vite. Dans une étude relative à l'expropriation des actionnaires minoritaires dans les pays d'Asie de l'Est, Claessens et al. (2002) ont montré que tout accroissement dans l'efficacité du système légal et la protection des créiteurs entraîne le développement des intermédiaires financiers. Law et Azman-Sani (2008) partage les conclusions de Gazdar (2011) évoqué plus haut. Ils montrent que la qualité des institutions apparait comme un déterminant important pour le développement du secteur bancaire alors qu'elle n'a pas d'effet sur le développement du marché boursier. De plus, l'indicateur de la qualité de la régulation bancaire est crucial pour l'expansion du secteur bancaire. Law et Habibullah (2009) soutiennent que la qualité des institutions a un effet positif sur le crédit au secteur privé fournie par les banques et sur la capitalisation boursière. Yartey (2008) va dans le même sens et montrent que la qualité institutionnelle est un déterminant important de développement du marché

boursier dans les économies émergentes. Pour Anayiotos et Toroyan (2009) l'approfondissement financier et l'accès aux services financiers sont tributaires des facteurs institutionnels. De même, leurs résultats indiquent que la stabilité politique affecte le plus l'accès au crédit. Ahokpossi et al., (2012) dans une étude comparée entre les pays de l'UEMOA et d'autres pays de l'ASS, montrent qu'une règle de loi et une infrastructure institutionnelle fortes de même que la collecte et la diffusion d'informations sur le crédit conduit à un accroissement du prêt bancaire au secteur privé. Ayadi et al. (2013), dans un échantillon constitué des pays nordiques et sudistes sur la période 1985 -2009, montrent que des institutions légales fortes, une bonne gouvernance et une implémentation adéquate des réformes financières peuvent avoir un impact positif substantiel sur le développement financier uniquement lorsqu'ils sont tous pris ensemble. La présente étude note la diversité des résultats obtenus dans la littérature selon la période et l'espace retenu ainsi que les lacunes méthodologiques (estimateurs à effets fixes/aléatoires ou GMM qui imposent l'homogénéité des coefficients à l'exception de la constante qui est supposée capter les effets spécifiques). Elle tente alors de saisir les déterminants du développement financier à long terme avec un accent sur les facteurs institutionnels dans les pays de la zone Franc CFA, en prenant en compte les spécificités de chaque pays, et en considérant l'éventualité que des facteurs communs (comme la monnaie) contribuent à éliminer la variabilité des résultats. C'est donc à cet égard que la méthode PMG est mise en avant dans ce travail, d'autant qu'elle permet l'analyse à long terme des relations hétérogènes et non stationnaires.

Methodologie

Cette étude emploie l'économétrie des données de panel dynamique sur un échantillon constitué des 14 pays de la zone Franc CFA⁸ et l'Afrique du Sud.

Spécification du modèle

Pour évaluer les effets de la qualité des institutions sur le développement financier dans les pays de la zone Franc CFA, nous nous sommes inspirés du modèle spécifié par Mobolaji (2008) qui intègre l'externalité spatiale dans le cadre d'une approche de panel dynamique. Il se présente comme suit :

$$\ln DF_{it} = \alpha_0 + \beta_1 \ln DF_{it-1} + \beta_2 \ln PIBPT_{it} + \beta_3 (1 - \lambda)_i * DF_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

⁸ Cameroun, Gabon, Congo, Tchad, Guinée Equatoriale, République Centrafricaine, Sénégal, Côte d'Ivoire, Mali, Burkina-Faso, Guinée –Bissau, Togo, Niger, Benin.

Où DF_{it} est l'indicateur de développement financier, λ_i est la distance qui sépare le pays i (pays de la zone Franc CFA) de l'Afrique du Sud (AFS) exprimée par le ratio de la distance la plus éloignée de tous les pays de l'échantillon (celle du Mali) de l'Afrique du Sud. Ainsi $(1 - \lambda)_i$ est le degré de proximité à l'Afrique du Sud. $DF_{AFS_{t-1}}$ est l'indicateur de développement financier de l'Afrique du Sud à l'année $t-1$. La variable dépendante retardée est incluse afin de permettre l'ajustement partiel du développement financier à sa valeur de long terme.

On ajoute à l'équation ci-dessus, pour tester les hypothèses formulées dans le cadre de ce travail la variable mesurant l'effet de la qualité des institutions **INST** et du fait de leur importance relevée dans la littérature, les variables relatives à l'ouverture commerciale (Rajan et Zingales, 2003 ; Baltagi et al., 2007), l'inflation (Chinn et Ito, 2006) et le capital humain (Beck et al. 2008). En intégrant les variables susmentionnées, notre spécification est la suivante :

$$\ln DF_{it} = \alpha_i + \beta_1 \ln DF_{it-1} + \beta_2 \ln PIBPT_{it} + \beta_3 (1 - \lambda)_i * DF_{AFS_{t-1}} + \beta_4 INST_{it} + \beta_5 \ln OUV_{it} + \beta_6 \ln SKH_{it} + \beta_7 \ln IPC_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Pour $i = 1, 2, \dots, N$ et $t = 1, 2, \dots, N$

α_i représente les effets individuels, considérés comme fixes. Mais généralement α_i est insusceptible de saisir toute l'hétérogénéité de la liaison dynamique qui s'établit entre deux variables. Ainsi, les paramètres β_{ik} sont supposés fixes et différents d'un individu à l'autre (Dumitrescu et Hurlin, 2012). Dans la plupart des cas, les tests d'homogénéité sur panel aboutissent aux conclusions que le panel est hétérogène. A ce titre, si les paramètres se trouvent abusivement imposés comme homogène, la pertinence des résultats devient sujette à caution (Hurlin, 2004).

Les variables et leurs sources

La période d'étude et la source des données

Les données utilisées dans le cadre de ce papier sont de nature quantitative et sont obtenues de plusieurs sources secondaires. Les données relatives aux indicateurs mesurant le niveau de développement financier (lnPASSLIQ, lnCREPRIV, lnCREDOM) proviennent du « *Financial Structure and Economic Development database* » de la Banque mondiale.

Celles relatives à la qualité des institutions sont issues du WorldWide Governance Indicators Dataset (WGI dataset, 2013) de la Banque Mondiale.

Les données sur le degré d'ouverture commerciale (lnOUV) sont tirées du rapport annuel de la CNUCED (2013). Les données relatives, à l'inflation (lnIPC), au niveau du capital humain (lnSKH), au PIB par tête (lnPIBPT) proviennent de la base de données statistique de la Banque mondiale (*World Development Indicators*, 2013). Les données portant sur les

distances permettant d'évaluer la proximité de chaque pays de l'échantillon de l'Afrique du Sud et par conséquent l'effet de l'externalité spatiale sont obtenus du *google map* (distance en kilomètres).

Présentation des variables

On distingue ici les variables d'intérêt et les variables de contrôle

Variables d'intérêt

On retrouve dans cette catégorie :

Les variables du développement financier

Des indicateurs recensés dans la littérature empirique, trois variables ont été retenues comme mesure du développement financier. Ce sont :

➤ **Le ratio des passifs liquides du système financier M3/PIB (PASSLIQ)**

C'est le rapport du passif liquide de l'économie au PIB. Le passif liquide est une mesure de l'approfondissement financier (McKinnon, 1973 ; King et Levine, 1993a et b). Ainsi, un approfondissement financier élevé implique un secteur financier plus large et donc un développement plus important de l'intermédiation financière.

➤ **Le crédit bancaire au secteur privé (CREPRIV)**

Il s'agit du rapport entre le montant de crédit accordé aux entreprises privées par les banques de second rang et le PIB. Cet indicateur de développement financier mesure le degré d'intermédiation de l'économie (Demetriades et Hussein, 1996 ; Levine et al., 2000), la proportion des ressources consacrée aux investissements privés et l'efficacité dans l'allocation des ressources du secteur financier.

➤ **Le crédit domestique rapporté au PIB (CREDOM)**

Il s'agit de tous les crédits octroyés aux divers secteurs de l'économie. Ce ratio est d'une importance capitale selon certains auteurs, du fait qu'il met en évidence la voie par laquelle l'épargne est acheminée vers les projets d'investissement privés. Il mesure le niveau des services financiers et reflète l'ampleur à laquelle les intermédiaires financiers allouent l'épargne aussi bien que l'utilisation qui en est faite (King et Levine, 1993a,b ; Levine et Zervos, 1998 ; Beck et al., 2000 ; Levine et al., 2000).

Les trois indicateurs du développement financier ci-dessus se rapportent au secteur bancaire. Les indicateurs relatifs au marché boursier ne sont pas pris en compte en raison des séries boursières courtes et disponibles pour un nombre restreint de pays. D'ailleurs, les PZF CFA sont caractérisés par des marchés financiers embryonnaires. Ainsi, les systèmes financiers dans les PZF CFA peuvent majoritairement être décrits comme des systèmes « *bank-based* » au lieu des systèmes « *market-based* ».

La variable macroéconomique : $\ln PIBPT$

Elle mesure le taux de croissance du produit intérieur brut par tête (en Dollar US au prix constant par rapport à l'année 2000). Malgré l'ambiguïté généralement relevée au niveau de la causalité entre la croissance réel et le développement financier, le PIB réel par tête est retenu comme un déterminant du développement financier. En effet, une littérature abondante (Levine et Renelt, 1992 ; Easterly et Levine, 1997 ; Levine, 1997 ; 2003 ; 2005 ; Béji, 2009) attribue le développement financier à la sophistication des structures économiques associées à une augmentation des revenus dans une économie donnée. Il est donc attendu un signe positif de la variable (PIBPT) sur le développement financier.

Les indicateurs de la qualité des institutions

Les données de la qualité des institutions indiquent des scores compris entre - 2,5 et + 2,5 enregistrés par les pays. Des scores élevés traduisent des institutions de meilleure qualité. A la suite des travaux empiriques et du fait de la disponibilité des bases de données relatives à la mesure de la qualité des institutions, nous retenons cinq des six indicateurs du Worldwide Governance Indicators (« WGI », 2013)

➤ **La qualité de la bureaucratie (ou efficacité du gouvernement) (QUABUR)**

Cette variable fait référence à la qualité de la fourniture de services publics, à la qualité de l'administration, à la compétence des fonctionnaires, à l'indépendance de la fonction publique par rapport aux pressions politiques et à la crédibilité de l'engagement des pouvoirs publics à appliquer des politiques. Lorsque les bureaucraties sont fortes, elles sont plus indépendantes et capables de résorber partiellement les chocs résultants des changements de régimes ou de l'instabilité politique, soutenant ainsi potentiellement le développement financier (Gries et Meierrieks, 2009).

Il est attendu un signe positif de la qualité de la bureaucratie dans les différentes régressions.

➤ **La stabilité politique et absence de violence (STABPOL)**

Cette variable mesure le risque de guerre civile, de terrorisme et de désordre civil. Elle reflète également la capacité du gouvernement de rester aux pouvoirs et d'appliquer son programme déclaré ainsi que le degré de la violence politique et l'instabilité dans le pays. Selon Gries et Meierrieks (2009), Salem et Trabelsi (2010), Roe et Siegel (2009), en présence d'une instabilité politique, il devient moins attractif pour les entrepreneurs d'investir dans des projets à long terme. Au contraire, ils investissent dans des projets à court-terme, entraînant ainsi une faible demande pour la finance (sophistiquée). Il est donc attendu que la stabilité politique affecte positivement le développement financier.

➤ **Le contrôle de la corruption (CORR)**

Elle mesure l'ampleur de la corruption et la manière avec laquelle le pouvoir public est exercé à des fins privées. Les valeurs faibles de cette variable indiquent que les hauts fonctionnaires du gouvernement sont corruptibles et sont susceptibles d'exiger des versements spéciaux sous forme de pots de vin par rapport à l'octroi de licence d'exportation ou d'importation, de contrôles de change, d'octroi de prêts. Une telle corruption peut rendre le commerce inefficace et peut induire également à un retrait des investissements (Gazdar et Cherif, 2012). Il est attendu un signe négatif de la variable CORR dans les régressions relatives sur le développement financier.

➤ **La Loi et ordre (LOR)**

Cette variable, qui englobe le respect de la loi et de l'ordre, mesure la puissance et l'indépendance du système judiciaire ainsi que la qualité d'application de la loi (Gries et Meierrieks, 2009). Elle mesure également jusqu'à quel point les différents agents ont confiance dans les règles de la société et les respectent, y compris la façon dont sont perçus le nombre des délits, l'efficacité et la prévisibilité du système judiciaire et l'applicabilité des contrats (Beyera, 2013). On s'attend à un signe positif dans les différentes régressions.

➤ **Le poids ou la qualité de la réglementation (QUAREG)**

Une bonne qualité de la réglementation est nécessaire pour permettre la conclusion et le respect de contrats équitables entre les banques d'une part, les déposants et l'institution d'assurance des dépôts d'autre part (Jacquet et Pollin, 2007). En effet, les particularités des établissements de crédit, c'est-à-dire la différence entre le caractère illiquide de leurs actifs et l'exigibilité de leurs passifs les rend potentiellement instables, nécessitant une assurance de leurs dépôts. Cette dernière fait naître un aléa de moralité : une incitation à prendre des risques excessifs puisque ceux-ci sont au moins partiellement pris en charge par l'institution d'assurance (privée ou publique) lorsqu'ils se matérialisent. D'où la nécessité d'un cadre réglementaire de bonne qualité afin d'assurer une meilleure supervision des activités financières. Il est attendu un impact positif de la qualité de la réglementation sur le développement financier.

La variable spatiale (degré de proximité) ou facteur géographique

Suivant les travaux de Mobolaji (2008), cette variable permet de mesurer le degré de proximité de chaque pays de l'échantillon (PZF CFA) de l'Afrique du Sud (qui a un secteur financier relativement plus développé que les autres pays d'ASS) et par conséquent l'impact de l'externalité spatiale du développement du secteur financier de ce pays sur les pays voisins (ceux de la zone Franc CFA en particulier). En effet selon Merton et Bodie (1995), les systèmes financiers influencent naturellement l'allocation des ressources à

travers le temps et l'espace. Comme Mobolaji (2008), nous considérons que plus un pays est proche de l'Afrique du Sud, plus élevé est espéré l'effet spatial sur le développement financier du pays considéré. Il est donc attendu que son coefficient soit statistiquement significatif avec un signe positif ou négatif en fonction du fait qu'il génère une externalité positive ou négative.

L'ouverture commerciale (OUV)

Le degré d'ouverture commerciale (OUV), calculé par le ratio de la somme des importations et des exportations par rapport au PIB, est inclus comme une variable de contrôle dans l'équation du développement financier. Plusieurs travaux (Rajan et Zingales, 2003 ; Baltagi et al., 2007) ont récemment montré que l'ouverture commerciale favorise le développement financier. Le signe attendu du coefficient du logarithme de la variable OUV dans l'équation du développement financier est positif.

Indicateur de stabilité macroéconomique

Pour le mesurer, nous introduisons dans les régressions, en plus du PIB réel par tête, l'inflation annuelle. Une faible inflation implique une moindre incertitude au sein de l'économie et l'amélioration de l'efficacité du mécanisme des prix (Bassanini et Scarpetta, 2001). L'inflation ralentit le développement financier si cette dernière rend plus difficile les emprunts contractés sur de longues périodes. L'inflation pourrait aussi avoir un effet néfaste sur les passifs liquides, rendant les épargnants plus hésitants à placer leur épargne auprès du système financier formel par crainte de ne pouvoir récupérer assez rapidement leur argent. L'indicateur de l'inflation utilisé correspond à la variation de l'indice des prix à la consommation, noté IPC. Le coefficient attendu de la variable IPC est donc négatif.

Le capital humain (lnSKH).

En nous inspirant du travail de Mankiw et al. (1992), nous utilisons le taux brut de scolarisation au secondaire comme Proxy du capital humain⁹. Le capital humain renvoie aux capacités et aux connaissances que les individus acquièrent à travers l'éducation mais aussi à travers la puissance et la vitalité qui dépend de leur santé et leur nutrition. Des personnes bien éduquées ont un meilleur accès à l'information et sont plus à même de se comporter comme des personnes ayant une aversion moindre au risque (Outreville, 1999). Il est attendu un signe positif de ce dernier.

⁹Bien que l'utilisation de cet indicateur soit contestée dans la littérature, il donne néanmoins une mesure de l'effort consenti par un pays pour améliorer son stock de capital humain.

Approche méthodologique et résultats

La première étape de notre démarche empirique consiste à appliquer les tests de racine unitaire et de cointégration afin de déterminer l'ordre d'intégration des variables et d'examiner l'existence ou non d'une relation de long terme entre elles. La seconde étape consistera à estimer les coefficients en utilisant les estimations PMG et MG.

Le test de racine unitaire

Pour déterminer l'ordre d'intégration des séries étudiées nous retenons l'un des tests de racine unitaire les plus utilisés, à savoir le test de Im Pesaran et Shin (2003).

Du tableau 4 figurant en annexe, la statistique de racine unitaire est présentée pour les variables en niveau et en différence. Le test suggère que seules les variables CORR, IPC, PIBPT, QUABUR, QUAREG sont stationnaires en niveau tandis que les autres présentent une racine unitaire. Lorsque toutes les variables sont considérées en différence première, elles apparaissent toutes stationnaires.

Le test de cointégration

Les séries relatives aux trois variables du développement financier retenus (lnPASSLIQ, lnCREPRIV, lnCREDOM), aux variables de gouvernance (lnSTABPOL, lnLOR) et à la variable spatiale étant intégrées d'ordre 1, la deuxième étape de notre démarche empirique consiste à tester l'existence d'une éventuelle relation de cointégration entre les indicateurs de la qualité des institutions et le développement financier. Le test de cointégration utilisé est celui proposé par Pedroni (1999). Ce test tient compte de l'hétérogénéité des individus à travers des paramètres spécifiques pour chaque pays de l'échantillon.

Pedroni propose sept statistiques pour tester la cointégration sur données de panel : quatre sont basés sur la dimension within (intra) et trois sont basés sur la dimension between (inter). Ces deux catégories reposent sur l'hypothèse nulle d'absence de cointégration (non stationnarité des résidus estimés).

Les résultats du test de cointégration de Pedroni (1999) entre les variables de développement financier et les indicateurs de la qualité des institutions sont consignés dans le tableau en annexe. En effet la cointégration des variables dépend de la valeur de la probabilité associée à chaque statistique de test.

Ainsi, lorsque la variable de développement financier choisi est PASSLIQ, on constate qu'à l'exception des statistiques panel V-statistic, panel rho-statistic et group-rho statistic, toutes les autres statistiques rejettent l'hypothèse nulle de non cointégration.

Pour ce qui est de la variable CREPRIV, on relève qu'en dehors des statistiques group rho-statistic et group ADF-statistic, les autres statistiques restantes rejettent l'hypothèse nulle de non cointégration.

En ce qui concerne l'indicateur de développement financier CREDOM, de façon globale, on constate que toutes les autres statistiques à l'exception des statistiques panel v-statistic, panel pp-statistic et group rho-statistic admettent l'hypothèse alternative de cointégration.

A ce stade, nous pouvons conclure qu'il existe une relation de cointégration (de long terme) entre le développement financier et les variables de la qualité des institutions au niveau du panel. L'étape suivante consiste à estimer cette relation de long terme.

Nous effectuerons nos estimations par les méthodes des «Mean Group¹⁰ (MG) » et « Pooled Mean Group¹¹ (PMG) proposées par Pesaran et Smith (1995) et Pesaran et al. (1999, 2001). L'avantage du premier estimateur est qu'il considère l'hétérogénéité des coefficients de long terme en prenant leur moyenne tandis que le second considère la combinaison du pooling et de la moyenne des coefficients. La méthode repose sur la spécification dynamique de panel du modèle Auto Regressive Distributive Lags (ARDL) (p, q_1, \dots, q_k) de la forme suivante :

$$y_{it} = \sum_{j=1}^p \gamma_{ij} y_{i,t-j} + \sum_{j=0}^q \delta_{ij} X_{i,t-j} + \mu_i + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

Où le nombre d'individus $i = 1, 2, \dots, N$; le nombre de période $t = 1, 2, \dots, T$; X_{it} est un vecteur à $k \times 1$ variables explicatives ; δ_{ij} sont les $k \times 1$ vecteurs des coefficients ; γ_{ij} sont des scalaires et μ_i l'effet spécifique pays.

T doit être aussi grand que le modèle puisse être ajusté pour chaque individu séparément. Des trends temporels et autres régresseurs fixes peuvent être ajoutés. Si les variables de l'équation (2) sont par exemple I(1) et cointégrées, alors le terme d'erreur est un processus I(0) pour tous les i . Une principale caractéristique des variables cointégrées est leur réaction à toute déviation de l'équilibre de long-terme. Cette caractéristique implique un modèle à correction d'erreur dans lequel les dynamiques de court terme des variables du système sont influencées par la déviation de l'équilibre. Ainsi, il est communément admis de ré-paramétriser l'équation (3) dans l'équation de la correction d'erreurs comme suit :

$$\Delta y_{it} = \phi_i (y_{i,t-1} - \theta_i' X_{it}) + \sum_{j=1}^p \gamma_{ij} \Delta y_{i,t-j} + \sum_{j=0}^q \delta_{ij} \Delta X_{i,t-j} + \mu_i + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

Le paramètre ϕ_i est la vitesse de correction des erreurs du terme d'ajustement (coefficient d'ajustement). Si $\phi_i = 0$, alors il n'y a pas de preuve de la présence d'une relation de long terme. Si $\phi_i < 0$, alors il y a

¹⁰ Mean Group signifie Moyenne de Groupe

¹¹ Pooled Mean Group signifie Moyenne de Groupe Agrégée

une correction d'erreur, qui implique que les variables y_{it} et X_{it} sont cointégrées. Ce paramètre est censé être significativement négatif sous la précédente hypothèse que les variables présentent un retour à l'équilibre de long terme.

Dans le cadre de la construction du modèle ARDL approprié à notre étude, nous avons choisi les retards à l'aide du critère SIC (Schwarz Information Criterion) en fixant un nombre p de retards maximal à 3.

Estimation en données de panel dynamique

Nous utilisons les estimateurs PMG et MG pour estimer les relations de long terme au sein d'un modèle à correction d'erreur¹². En effet, l'hypothèse d'homogénéité des coefficients de long-terme ne peut être posée *a priori*, elle doit être testée empiriquement. Pour cela, on recourt à un test de type Hausman appliqué à la différence entre les estimateurs MG et PMG. Sous l'hypothèse nulle, cette différence n'est pas significative et l'estimateur PMG est alors préférable (plus efficace).

Les Tableaux 1, 2 et 3 ci-dessous présentent les résultats des estimations de l'équation de développement financier (en fonction de la variable de développement financier retenu). Le test d'Hausman montre que l'hypothèse d'homogénéité des coefficients de long terme ne peut être rejetée quel que soit l'indicateur institutionnel considéré. L'interprétation des résultats portera donc sur ceux de la méthode PMG.

Tableau 1: Facteurs institutionnels et développement financier (variable $\ln CREPRIV$, crédits au secteur privé) : estimateur PMG

VARIABLES	LOR	QUABUR	CORR	QUAREG	STABPOL
LnINST	0,6567*** (0,000)	1,1521*** (0,000)	0,9405 (0,320)	0,5963*** (0,000)	0,2430*** (0,000)
$(1 - \lambda_i)$ * $CREPRIV_{AFSt-1}$	0,3105*** (0,000)	-0,2399* (0,059)	-3,0756*** (0,009)	0,1469* (0,051)	0,1844 (0,153)
LnPIBPT	0,6498*** (0,000)	1,7081*** (0,000)	18,4461*** (0,000)	-0,4863*** (0,006)	-0,00238 (0,992)
LnOUV	-0,5117*** (0,000)	0,3701*** (0,000)	3,3551*** (0,000)	-1,0291*** (0,000)	0,8471*** (0,000)
LnIPC	0,0593*** (0,000)	0,01594 (0,144)	0,0312 (0,641)	0,0259*** (0,000)	-0,0621*** (0,000)
LnSKH	0,7037*** (0,000)	0,6958*** (0,000)	2,7631*** (0,000)	0,4041*** (0,000)	0,3174*** (0,000)
Phi (coefficient d'ajustement)	-0,2165* (0,015)	-0,2246*** (0,052)	-0,0636*** (0,041)	-0,2395* (0,0318)	-0,2427*** (0,001)
H-test (test d'Hausman)	0,05 (0,8240)	0,01 (0,5302)	2,97 (0,8129)	0,01 (0,807)	0,04 (0,990)
Log Likelihood=	280,3758	276,6068	274,9576	275,3135	246,8425
N observations = 210					

Notes : *, (**) et (***) indique une significativité à 5% (10%) et (1%).

¹² Les estimations ont été faites dans Stata 10 en utilisant la commande *xtpmg* développée par Blackburne et Frank (2007).

Tableau 2: Facteurs institutionnels et développement financier (variable lnPASSLIQ, passifs liquides) : estimateur PMG.

VARIABLES	LOR	QUABUR	CORR	QUAREG	STABPOL
LnINST	0,5833*** (0.000)	0,37470*** (0.005)	0,3672*** (0.000)	-1,1961*** (0.000)	-0,0041 (0.952)
$(1 - \lambda_i)$ * <i>PASSLIQ</i> _{AEst-1}	0,6400*** (0.000)	0,7957417*** (0.000)	0,8578*** (0.000)	0,5950*** (0.000)	0,1642* (0.021)
LnPIBPT	0,0236 (0.789)	0,3371*** (0.001)	0,3874*** (0.001)	1,8615*** (0.000)	0,3947*** (0.002)
LnOUV	-0,3285* (0.024)	0,1823* (0.041)	0,2261* (0.083)	2,6303*** (0.000)	0,4071*** (0.000)
LnIPC	0,1353*** (0.000)	0,0440*** (0.000)	0,1260*** (0.000)	0,1162*** (0.000)	0,0123* (0.036)
LnSKH	1,4139*** (0.000)	0,1823* (0.014)	0,9669*** (0.000)	-0,9727*** (0.000)	0,07653 (0.164)
Phi (coefficient d'ajustement)	- 0,3225*** (0,000)	-0,2344536* (0,011)	-0,1769* (0,038)	-0,05905* (0,032)	-0,3170* (0,023)
H-test (test d'Hausman)	0,06 (0,9900)	0,08 (0,9200)	0,30 (0,9995)	0,89 (0,9896)	0,05 (0,8800)
Log Likelihood=	322,1679	303,9388	3198842	353,9371	304,7184
N observations = 210					

Notes : *, (**),(***) indique une significativité à 5% (10%) et(1%).

Tableau 3: Facteurs institutionnels et développement financier (variable lnCREDOM, crédit domestique): estimateur PMG.

VARIABLES	LOR	QUABUR	CORR	QUAREG	STABPOL
LnINST	0,4804*** (0.000)	0,2504* (0.031)	0,9763*** (0.000)	0,9586*** (0.000)	0,2929*** (0.000)
$(1 - \lambda_i)$ * <i>CREDOM</i> _{AEst-1}	0,2860*** (0.000)	-0,2019 (0.382)	0,2773*** (0.000)	1,3284*** (0.000)	0,2196*** (0.000)
LnPIBPT	- 0,9486*** (0.000)	-0,7054*** (0.001)	2,9881*** (0.000)	-0,0837 (0.749)	1,9574*** (0.000)
LnOUV	- 1,0213*** (0.000)	0,3914*** (0.010)	0,6159*** (0.000)	1,1086*** (0.000)	-0,9920*** (0.000)
LnIPC	0,0130 (0.183)	-0,0228* (0.042)	0,01407* (0.013)	-0,0942*** (0.000)	0,0352*** (0.000)
LnSKH	0,2997*** (0.000)	0,2376*** (0.003)	- 0,4245*** (0.000)	0,2964*** (0.003)	0,0741*** (0.000)
Phi (coefficient d'ajustement)	-0,1703* (0,015)	-0,1805* (0,031)	-0,1373** (0,064)	-0,2494*** (0,000)	-0,2868* (0,047)
H-test (test d'Hausman)	0,01 (0,9467)	0,40 (0,9988)	0,43 (0,9986)	1,17 (0,9785)	0,05 (0,7803)
Log Likelihood=	210,0712	203,1499	222,8072	181,1673	211,1803
N observations = 210					

Notes : Le test d'Hausman teste l'hypothèse que tous les pays ont les mêmes coefficients de long terme. L'hypothèse d'homogénéité est acceptée au seuil de 5% (10%) si la p-value est supérieure à 0,05 (0,1). *, (**) et (***) indique une significativité à 5% (10%) et(1%).

A l'examen de ces derniers, nous constatons qu'à long terme l'effet et l'ampleur des facteurs institutionnels varient en fonction de la variable de développement financier considérée. En effet, les coefficients d'élasticité des indicateurs de la qualité des institutions ont un effet significatif (étant donné les signes des coefficients obtenus) sur le développement financier quel que soit la variable de ce dernier retenu, à l'exception de la mesure de l'ampleur de la corruption lorsque la variable CREPRIV est prise en compte, et la stabilité politique dans le cas de la variable de développement financier PASSLIQ. Ce résultat est conforme à ceux de Gries et al. (2009) et Keho (2012).

En effet, il est à noter que le coefficient d'élasticité de la variable institutionnelle mesurant l'ampleur de la corruption a un impact positif et significatif lorsque les variables de développement financier PASSLIQ et CREDOM sont considérées. Ce résultat traduit ainsi que les efforts entrepris en matière de lutte contre la corruption ou de contrôle de cette dernière sont notables et contribuent au développement du secteur financier.

Un autre résultat inattendu est le coefficient négatif de la variable institutionnelle « qualité de la réglementation » (lnQUAREG) lorsque la variable PASSLIQ est considérée. Il traduit le fait que le renforcement du cadre réglementaire ne s'est pas traduit par un approfondissement financier dans la zone Franc CFA. Dans ce cas, nous pouvons être tenté d'en tirer que la réglementation dans ces pays serait excessive et contre-productive. C'est le sens de la thèse de la « répression financière » développée par McKinnon. Etant donné qu'un système financier est avant tout une affaire de contrat, une réglementation est donc nécessaire pour permettre la conclusion et le respect de contrats équitables entre les banques d'une part, les déposants et l'institution d'assurance des dépôts d'autre part. Mais dans le contexte des pays de la zone Franc CFA, les efforts mis en œuvre pour améliorer l'environnement réglementaire n'ont pas accru la capacité du secteur bancaire à accomplir son rôle primordial d'allocation des fonds entre les épargnants et les entreprises.

De même le signe du coefficient d'élasticité de la variable institutionnelle « stabilité politique » (lnSTABPOL) dans le cas où la variable de développement financier considérée est le passif liquide (lnPASSLIQ), en apparence aberrant, s'expliquerait par la confiance que les banques accordent aux titres des Etats. Lorsque l'environnement politique s'améliore, elles y voient un signe de crédibilité des Etats, c'est-à-dire leur aptitude à respecter leurs engagements. Ce qui encourage les banques à souscrire aux titres publics au détriment du secteur privé. Ce résultat est conforme à celui obtenu par Keyo (2012) dans le contexte de six pays membres de l'UEMOA.

Nous pouvons conclure à ce niveau, qu'une plus grande considération pour l'amélioration de l'environnement institutionnelle surtout en ce qui concerne la qualité de la réglementation ainsi que la stabilité politique est primordiale dans les pays de la zone Franc CFA afin que ceux-ci profitent des effets du développement du système financier.

Au regard des variables de contrôle, nous constatons que des trois variables de développement financier retenues, pour chacune d'elles, le coefficient d'élasticité de la variable spatiale est positif et significatif. Ceci traduirait que le développement financier Sud-africain a un effet d'externalité spatiale c'est-à-dire un rôle de complémentarité avec celui des pays de la zone Franc CFA. Ceci indique une possibilité de partage d'information, de transfert technologique et la possibilité d'une diversification du risque entre pays de la zone Franc CFA et l'Afrique du Sud. Ceci suggère également que les pays de la zone Franc tireraient probablement des bénéfices d'économies d'échelle dans le secteur financier ainsi que des effets des retombés positifs dans leurs économies domestiques. Ce qui serait très important si l'on envisageait de créer un espace de marché commun entre les pays de la zone Franc CFA et l'Afrique du Sud.

On note tout de même un signe négatif de la variable spatiale lorsque les variables de développement financier considérées sont le crédit au secteur privé (pour les variables institutionnelles que sont qualité de la bureaucratie et corruption) et le crédit domestique (lorsque la qualité de la bureaucratie est prise en compte). Ceci suggère que l'externalité spatiale entrainerait une éviction du crédit domestique (dans les pays de la zone Franc CFA) et améliorerait l'accès aux facilités de crédit pour les clients tout en réduisant le coût du crédit pour les investisseurs à travers une compétition entre les banques.

Pour ce qui est du PIB par tête, lorsque la variable de développement financier PASSLIQ est considérée, il présente une élasticité positive et qui est significative dans notre régression. Ceci traduit que le développement économique stimule la demande des services financiers qui se matérialise à son tour par une hausse de l'épargne et du crédit. Ce résultat est conforme à la thèse de Robinson (1952).

Par contre le signe négatif du PIB par tête dans les autres régressions (lorsque les variables de développement financier que sont le crédit au secteur privé et le crédit domestique sont considérées) indique que le niveau de développement économique prévalant dans les pays de la zone Franc CFA ne se traduit pas par une efficience dans l'allocation des ressources du secteur financier dans les économies de la zone Franc CFA.

Le signe positif de la variable inflation lorsque les différents indicateurs de développement financier retenus et observé dans la majorité des régressions, est contraire à la littérature sur la répression financière. Ce

coefficient négatif ne signifie pas nécessairement que l'inflation influence positivement le développement du secteur financier. Il indiquerait au contraire que les mesures mises en œuvre pour contenir l'inflation dans les pays de zone Franc CFA ont contribué à l'amélioration de l'approfondissement financier dans ces pays.

La variable capital humain quant à elle qui mesure l'impact de la capacité ou de la capacité de gestion du risque sur le développement financier a globalement un coefficient positif et significatif quel que soit l'indicateur de développement financier choisi. Ce résultat indique que dans les pays de la zone Franc CFA, les institutions bancaires (ou financières) c'est-à-dire les personnes en charge de ces dernières ont des capacités appropriées ou des moyens humains adaptés en matière de gestion du risque. Ce qui entraîne une parfaite maîtrise du risque dans le secteur financier. Ce résultat est semblable à celui obtenu par Allen et al. (2012).

La variable ouverture a également un impact positif et significatif sur les indicateurs de développement financier retenus dans le cadre de cette étude. Ce qui est conforme aux résultats des travaux de Baltagi et al. (2007) ; Seetanah et al. (2010) et indiqueraient que l'ouverture commerciale des pays de la zone Franc CFA au commerce mondial affecte leur développement financier. Ce résultat indique que les réformes visant une plus grande ouverture sur l'extérieur sont favorables au développement du secteur financier puisqu'elles encouragent le commerce et les transactions financières internationales.

Conclusion

Nous avons essayé de vérifier dans ce papier la pertinence des facteurs institutionnels dans l'analyse du développement financier. Notre analyse a porté sur des données de panel de quatorze pays constitutifs de la zone Franc CFA sur la période 1996-2011.

Les résultats de l'étude montrent que la bureaucratie, le contrôle de la corruption, la qualité de réglementation, le respect des lois et de l'ordre ainsi que la stabilité du gouvernement sont les aspects de la qualité des institutions (l'environnement institutionnel) les plus déterminants pour le développement du secteur financier. S'ils offrent en général un environnement favorable au développement financier, ils impactent également sur la productivité du système financier. Ceci indique que l'importance des variables institutionnelles ne doit pas être minimisée si les pays de la zone Franc CFA veulent accélérer la convergence de leurs économies et relever le niveau de revenu des populations. N'ayant pas accordé une place centrale à ces facteurs, les premières réformes financières n'ont pas permis de résorber la distance improductive entre la sphère financière et la sphère réelle. La présente étude recommande aux décideurs

de politique économique un développement institutionnel. En effet, elle prône le renforcement du cadre juridique et réglementaire offrant plus de garanties aux banques pour l’octroi des crédits à long terme, alléger les contraintes bureaucratiques et rétablir la stabilité politique. Es différentes mesures constituent ainsi les défis auxquels devront faire face les pays de la zone Franc CFA.

Il est à noter entre autre que la variable PIB par tête, lorsque la variable de développement financier PASSLIQ est considérée, présente une élasticité positive et qui est significative dans notre régression de long terme. Ceci traduit que le développement économique stimule la demande des services financiers qui se matérialise à son tour par une hausse de l’épargne et du crédit. Ce résultat est conforme à la thèse de Robinson (1952).

Par contre le signe négatif du PIB par tête dans les autres régressions (lorsque les variables de développement financier que sont le crédit au secteur privé CREPRIV et le crédit domestique CREDOM sont considérées) indique que le niveau de développement économique prévalant dans les pays de la zone Franc CFA ne se traduit pas par une efficacité dans l’allocation des ressources du secteur financier dans les économies de la zone Franc CFA.

References:

1. Ahokossi, C., Ismail, K., Karmarkar, S. and Koulet-Vickot, M. (2012), "Financial depth in the ZAEMU: benchmarking against frontier SSA countries" IMF Working Paper, 13/161.
2. Anayiotos, G. C. and Toroyan, H. (2009) "Institutional Factors and Financial Sector Development: Evidence from Sub-Saharan Africa." *Monetary and Capital Markets Department. (IMF)*.
3. Adam, M. and Tweneboah, G. (2008), "Foreign direct investment and stock market development: Ghana's evidence", *International Research Journal of Finance and Economics*, Vol. 26, No. 2, pp. 1450-2887.
4. Allen, F., Carletti, E., Cull, R., Qian, J., Senbet, L. et Valenzuela, P. (2012) "Resolving the African Financial Development Gap: cross-country comparisons and a within-country study of Kenya. *NBER, University of Chicago Press*.
5. Baltagi, B., Demetriades, P. et Law, S. H. (2007), "Financial Development, Openness and Institutions: Evidence from Panel Data", *Paper presented at the Conference on New Perspectives on Financial Globalization*, Research. Department. Washington, DC-April 26–27, 2007
6. Banque Mondiale (2008), Indicateurs de Développement dans le Monde, Banque Mondiale.

7. Bassanini, A. et Scarpetta, S. (2001). “Les moteurs de la croissance dans les pays de l’OCDE: analyse empirique sur des données de panel”, *Revue économique de l’OCDE*, n° 33, pp. 7-58.
8. Beck, T., Demirgüç-Kunt, A. and Levine, R. (2000), "A New Database on Financial Development and Structure," *World Bank Economic Review* 14, 597–605.
9. Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., Levine, R. (2002), “Bank Concentration and Crises”, *Mimeo, World Bank and University of Minnesota*.
10. Beck, T., Demirgüç-Kunt, A. et Levine, R. (2003): “Bank Supervision and Corporate Finance”, *NBER Working Papers*, N°9620.
11. Beck, T., Feyen. E., Ize, A. et Moizeszowic, F. (2008) “*Benchmarking Financial Development*”, *Policy Research Working Papers* n° 4638 (Washington, DC : The World Bank).
12. Béji, S. (2009): “Le développement financier pour les pays du sud de la méditerranée à l’épreuve de la mondialisation », Thèse de Doctorat, Université Paris XIII-Nord.
13. Beyera, I. (2013), «Impact de la qualité des institutions sur le revenu fiscal en cote d’Ivoire, UFR SEG Université de Cocody-Abidjan.
14. Blackburne, E. F. and Frank, M. W. (2007), "Estimation of Nonstationary Heterogeneous Panels", *The Stata Journal*, 7, 197–208.
15. Chinn, M. and Ito, H. (2006), “What matters for financial development? Capital controls, institutions, and interactions” *Journal of Development Economics* Vol 81(1) October, pp 163-192.
16. Chinn, M.D., Ito, H., (2002) “Capital account liberalization, institutions and financial development: cross country evidence” *National Bureau of Economic Research Working Paper Series* No. 8967
17. Chouchane-Verdier A. (2004) : "Une analyse empirique de l'impact de la libéralisation financière en Afrique subsaharienne sur la période 1983-1996", *Tiers-Monde*, 45(179), 617–641.
18. Claessens, S., Klingebiel, D. and Schmukler, S. L. (2002), “Explaining the Migration of Stocks from Exchanges in Emerging Economies to International Centers,” *Policy Research Working Paper Series* #2816.
19. Dehesa, M., Druck, P. and Plekhanov, A. (2007), “Relative price stability, creditor rights, and financial deepening”, working paper, IMF, Washington, DC.

20. Demetriades, P.O. and Hussein, K. (1996), “Does Financial Development Cause Economic Growth? Time Series Evidence from 16 Countries”. *Journal of Development Economics*, 51, 387-411.
21. Diery, S. et Yasim, E. H. (1993) "Financial Liberalization in Africa", *World Development*, 21(11), 1867–1881.
22. Djankov, S., McLiesh, C. and Shleifer, A. (2007), “Private Credit in 129 Countries,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 84, 299–329.
23. Dumitrescu, E. and Hurlin, C. (2012), “Testing for Granger non-causality in heterogeneous panels”, *Economic Modelling*, 29, pp. 1450-1460.
24. Easterly, W. and Levine, R. (1997), “Africa’s growth tragedy: Policies and ethnic divisions”. *Quarterly Journal of Economics* 112, Nov, 1203-1250.
25. Galindo, A. et Micco, A. (2001) “Creator protection and financial markets: Empirical evidence and implications for Latin America.” *Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review*, Second Quarter (Atlanta: Federal Reserve Bank).
26. Gazdar, K. et Cherif, M. (2012), “Institutions and finance-growth nexus: empirical evidence from MENA countries.” Working Paper N0 704, Economic Research Forum.
27. Gazdar, K. (2011): "Institutions, développement financier et croissance économique dans la région MENA", Thèse de doctorat en Sciences économiques, Université de Reims-Marne.
28. Girma, S. and Shortland, A. (2008), “The political economy of financial development,” *Oxford Economic Papers* 60, 567-596.
29. Goldsmith, R.W. (1969): “Financial Structure and Development”, New Haven: Yale University Press.
30. Gries, T., Kraft, M. and Meierrieks, D. (2009), “Linkages between financial deepening, trade openness and economic development: causality evidence from Sub-Saharan Africa”, *World Development*, Elsevier, vol 37, pp 1849-1860, December.
31. Gurley, G. et Shaw, E. (1967): “Financial Structure and Economic Development”, *Economic Development and Cultural Change*, vol. 15, N°3, pp. 257-267.
32. Himmerberg, C. P., Hubbard, R. G. et Love, I. (2002), « Investor Protection, Ownership, and the Cost of Capital .» World Bank Policy Research Working Paper, (2838).
33. Hauner, D. (2006): “Fiscal policy and financial development”, *Journal of Development Economics*, Elsevier, Vol. 88 No. 1, pp. 171-183.
34. Huang, W. et Temple, J. (2005), “Does external trade promote financial development?”, Discussion paper, University of Bristol.

35. Hurlin, C. (2004), "Testing Granger Causality in heterogeneous panel data models with fixed coefficients", document de recherche LEO.
36. Im, K. S., Pesaran, M. H. and Shin, Y. (2003), "Testing for unit roots in heterogeneous panels", *Journal of Econometrics*, 115: 53-74.
37. Jacquet, P. et Pollin, J-P. (2007), « Systèmes financiers et croissance ». Document de Recherche, Laboratoire d'Economie d'Orléans. n°2007-23.
38. Joseph, A. (2002), « La réforme du secteur financier en Afrique, » Document Technique du Centre de Développement de l'OCDE, Paris.
39. Keho, Y. (2012), « Le rôle des facteurs institutionnels dans le développement financier et économique des pays de l'UEMOA », *Revue Economique et Monétaire (BCEAO)*, N°12, 9–43.
40. King, R. G et Levine, R (1993a): "Finance and growth: Schumpeter might be right" *Quarterly Journal of Economics*, 108: 717-738
41. King, R. G et Levine, R (1993b), "Finance, entrepreneurship, and growth: Theory and evidence". *Journal of Monetary Economics*, 32: 513-542.
42. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. et Vishny, R. (1997), "Legal Determinants of External Finance." *Journal of Finance*, 52(3): 1131-50.
43. Law, S. H. and Azman-Saini, W.N.W. (2008), "The Quality of Institutions and Financial Development." University Library of Munich Working Paper 12107.
44. Law, S. H. and Habibullah, M. (2009), "The determinants of Financial Development : Institutions, Openness and Financial Liberalization", *South African Journal of Economics*, 77 (1), 45–58.
45. Levine, R. (1997) "Financial development and economic growth: Views and agenda," *Journal of Economic Literature*, 35: 688-726.
46. Levine, R. (2003) "More on Finance and Growth: More Finance, More Growth?" *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 85 (4), 31-46.
47. Levine, R. (2005): "Finance and Growth Theory and Evidence" in Aghion, P. et Durlauf, S. (Eds.), *Handbook of Economic Growth*, The Netherlands: Elsevier Science, 2005.
48. Levine, R. and Renelt, D. (1992), "A Sensitivity Analysis of Cross-Country Growth Regressions." *American Economic Review* 82(4):942-63.
49. Levine, R. and Zervos, S. (1998), "Stock markets, banks, and economic growth," *American Economic Review*, 88: 537-558.
50. Levine, R., Loayza, N. and Beck, T. (2000), "Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes", *Journal of Monetary Economics*, 46(1), 31–77.

51. Loayza, N., Schmidt-Hebbel, K. et Serven, L. (2000): "Saving in Developing Countries: An Overview", *The World Bank Economic Review*, 14(3), 393–414.
52. Mahar, J. et Williamson, M. (1998), "A Survey of Financial Liberalization", *Essays in International Finance*, No. 211, Department of Economics, Princeton University.
53. Mankiw, N.G., Romer, D. and Weil, D.N. (1992), "A contribution to the empirics of economic growth". *Quarterly Journal of Economics*, 407-437
54. McKinnon, R. I. (1973), "Money and Capital in Economic Development,» Washington, DC:Brookings Institution.
55. Merton, R. C (1995): "A Functional Perspective of Financial intermediation." *Financial Management*, Vol. 24, No. 2, summer, 1995), pp. 23-41.
56. Merton, R.C. and Bodie, Z. (1995) "A conceptual framework for analysing the financial Environment" in Crane et al., (Eds), *The Global Financial System: A Functional Perspective*. Harvard.
57. Micco, A., Panizza, U. et M. Yañez (2006): "Bank Ownership and Performance, Inter American", Development Bank Research Paper, No. 1016, New York.
58. Mobolaji, H. I. (2008): "Essays on Financial Development and Growth in Sub-Saharan African Countries", Ph. D thesis, University of Leicester, 159 pp.
59. Mbape, B. M. J. (2012): "Institutional infrastructures and financial development in zone CEMAC." MPRA Paper No. 37824, April 2012. Online at <http://mpra.ub.uni-muenchen.de/37824/>
60. Outreville, J. F. (1999) "Financial Development, Human Capital and Political Stability". UNCTAD Discussion Paper 142.
61. Pedroni, P. (1999), "Critical Values for Cointegration Tests in Heterogenous Panels with Multiples Regressors." *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, S₁, 61, pp, 653-670.
62. Pesaran, M. H. and Smith, R. P. (1995), "Estimating Long-run Relationship from Dynamic Heterogeneous Panel", *Journal of Econometrics* 68(1), 79–113.
63. Pesaran (2001), "A simple Panel Unit root test in the presence of cross-section dependence", *Cambridge Working Papers in Economics* 0346, Faculty of Economics.
64. Pesaran, M. H. and Shin, Y. (1999), "An Autoregressive Distributed Lag Modelling Approach to Cointegration ", in Strom, S. (ed), *Econometrics and Economic Theory in the 20th Century: The Ragnar Frisch Centennial Symposium*, Chapter 11, Cambridge University Press.

65. Rajan, R. G. et Zingales, L. (2003): “The Great Reversals: The Politics of Financial Development in the Twentieth Century”. *Journal of Financial Economics*, 69,5– 50.
66. Reinhart, C. et Tokatlidis, I. (2003): "Financial Liberalization: The African Experience", *Journal of African Economies*, 12(2), 53–88.
67. Robinson, J. (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.
68. Roe, M. et Siegel, J. (2009) “Political Instability: Its Effects on Financial Development, Its Roots in the Severity of Economic Inequality,” available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=963214>.
69. Salem, J. B. et Trabelsi, M. (2010), « Développement Financier, Institutions et Croissance Economique : cas des pays développés et en développement ».
70. Schumpeter, J.A. (1911): “The Theory of Economic Development”, Oxford: Oxford University Press.
71. Seetanah, B., Padachi, K., Hosany, J. and Seetanah, B. (2010), “Determinants of financial development: The case of Mauritius”, Finance and Corporate Governance Conference 2011 Paper, available at: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1724404>.
72. Shaw, E. S. (1973): “Financial Deepening in Economic Development”, New York: Oxford University Press.
73. Singh R. J., Kpodar K. et Ghura, D. (2009), "Financial Deepening in the CFA Franc Zone: The Role of Institutions", *IMF Working Paper* WP/09/113.
74. Wurgler, J. (2000), “Financial Markets And The Allocation of Capital”, *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), 187–214.
75. Yartey, C. A. (2008), "Financial development, the structure of capital markets and the global divide. » *Information Economics and policy*, vol 20, Issue 2, pp 208-227.

ANNEXES

Tableau 4 : Résultat du test de racine unitaire sur données de panel.

VARIABLES	TEST D'IPS			
	EN NIVEAU (I(0))		EN DIFFERENCE PREMIERE (I(1))	
	P-value	Décision	P-value	Décision
LNCORR	0.0006*	Stationnaire	0.0000*	Stationnaire
LNCREDOM	0.2141	Non stationnaire	0.0000*	Stationnaire
LNCREPRIV	0.9040	Non stationnaire	0.0000*	Stationnaire
LNIPC	0.0000*	Stationnaire	0.0000*	Stationnaire
LNJOR	0.1864	Non stationnaire	0.0000*	Stationnaire
LNOUV	0.2229	Non stationnaire	0.0000*	Stationnaire
LNPASSLIQ	0.9940	Non stationnaire	0.0000*	Stationnaire

LNPIBPT	0.0439*	Stationnaire	0.0000*	Stationnaire
LNQUABUR	0.0033*	Stationnaire	0.0000*	Stationnaire
LNQUAREG	0.0090*	Stationnaire	0.0000*	Stationnaire
LNSKH	1.0000	Non stationnaire	0.0000*	Stationnaire
LNSTABPOL	0.4737	Non stationnaire	0.0000*	Stationnaire
AXCREDOM _{AFS}	0.2828	Non stationnaire	0.0000*	Stationnaire
AXCREPRIV _{AFS}	0.5145	Non stationnaire	0.0000*	Stationnaire
AXPASSLIQ _{AFS}	0.5659	Non stationnaire	0.0826**	Stationnaire

Note : *(**) signifie le rejet de l’hypothèse de racine unitaire respectivement au seuil de 5% (10 %).
Le choix des retards est basé sur le critère d’information de Schwarz avec un retard max = 3.

Source : Estimations de l’auteur à l’aide d’Eviews 8.0.

Tableau 5 : Résultats de l’analyse de cointégration entre le développement financier et ses déterminants lorsque chaque indicateur de la qualité des institutions est considéré dans les pays de zone Franc CFA.

		lnCORR	LnLOR	lnQUABUR	lnQUAREG	lnSTABPOL	AXPAS SLIQ _{AFS}	AXCRE PRIV _{AFS}	AXCRE DOM _{AFS}
ECHANTILLON GLOBAL									
Dimension-intra									
LnPAS SLIQ	Panel v-statistic	0.099158 (0.4605)	1.325319 (0.9025)	-0.891074 (0.8136)	-0.590254 (0.7225)	0.896659 (0.1850)	- 13.69095 (0.4102)		
	Panel rho-statistic	-0.483945 (0.3142)	-0.745789 (0.2279)	0.176251 (0.5700)	0.685240 (0.7534)	- 0.064823 (0.4742)	- 0.474791 (0.3175)		
	Panel PP-statistic	-4.273418 (0.0000)*	-1.498578 (0.0670)**	-3.049108 (0.0011)*	1.871210 (0.0307)*	- 3.272593 (0.0005)*	- 0.682488 (0.0475)*		
	Panel ADF-statistic	-5.087324 (0.0000)*	-1.624813 (0.0521)**	-4.717951 (0.0000)*	3.803158 (0.0001)*	-3.580931 (0.0002)*	- 0.174723 (0.04306)*		
Dimension-inter									
	Group rho-Statistic	1.734120 (0.9586)	1.683152 (0.9538)	1.845449 (0.9675)	2.062799 (0.9804)	1.799720 (0.9640)	2.478004 (0.9934)		
	Group PP-Statistic	-2.397798 (0.0082)*	0.567755 (0.07149)**	-3.283401 (0.0005)*	-3.297493 (0.0005)*	-2.275818 (0.0114)*	1.102424 (0.0640)**		
	Group ADF-Statistic	-4.691085 (0.0000)*	0.551444 (0.07093)**	-4.724246 (0.0000)*	-4.514572 (0.0000)*	-4.274714 (0.0000)*	1.413795 (0.09021)**		
LnCR EPRIV	Panel v-statistic	- 2.27316 (0.0988)**	1.751113 (0.0400)*	-1.961986 (0.0975)**	0.240710 (0.0490)*	0.972516 (0.0065)*	- 11.46414 (0.0000)*		
	Panel rho-statistic	-1.547367 (0.0609)**	0.223265 (0.0411)**	-1.298324 (0.0971)**	0.949766 (0.0289)**	0.486291 (0.06866)**	- 8.230342 (0.0000)*		
	Panel PP-statistic	- 2.957734 (0.0015)*	-0.02137 (0.0491)*	-2.925783 (0.0017)*	0.805227 (0.0789)**	0.811003 (0.0713)**	- 16.11848 (0.0000)*		
	Panel ADF-statistic	-2.732404 (0.0031)*	-1.214889 (0.0112)*	-2.687108 (0.0036)*	1.083265 (0.0607)**	0.478037 (0.0683)**	- 8.768007 (0.0000)*		
	Group	1.56478	1.905029	1.776449	2.918995	2.633334	-		

	<i>p rho-Statistic</i>	(0.9412)	(0.9716)	(0.9622)	(0.9982)	(0.9958)		5.873032 (0.9000)	
	<i>Group PP-Statistic</i>	-1.904293 (0.0284) *	0.95231 (0.0829) **	-1.829819 (0.0336) *	2.603584 (0.0995) **	2.660197 (0.0061*)		- 18.27441 (0.0000*)	
	<i>Group ADF-Statistic</i>	-1.073653 (0.1415)	-0.376398 (0.3533)	-2.338527 (0.9707)	2.515306 (0.9410)	1.937699 (0.9737)		- 2.412112 (0.8079)	
LnCR EDOM	<i>Panel v-statistic</i>	- 1.161099 (0.8772)	2.150020 (0.0158) *	-1.779485 (0.9624)	0.631658 (0.2638)	1.490103 (0.6810) *		- 85.24569 (1.0000)	
	<i>Panel rho-statistic</i>	2.743774 (0.0970) **	-0.466351 (0.0158) *	-1.310336 (0.0950) **	0.438616 (0.0669) **	0.012701 (0.0505) **		- 0.305371 (0.0380) *	
	<i>Panel PP-statistic</i>	2.864875 (0.9979)	- 0.18709 (0.4258)	-2.736893 (0.0031) *	0.079045 (0.5315)	0.178789 (0.5709)		- 1.951911 (0.0255) *	
	<i>Panel ADF-statistic</i>	-1.362390 (0.0865) **	-1.633970 (0.0511) **	- 2.861940 (0.0021) *	-0.144944 (0.0442) *	-0.466116 (0.0320) *		- 2.048210 (0.0203) *	
	<i>Group rho-Statistic</i>	1.34752 (0.9111)	0.939234 (0.8262)	1.842402 (0.9673)	2.052427 (0.9799)	1.471395 (0.9294)		1.310170 (0.9049)	
	<i>Group PP-Statistic</i>	-3.203578 (0.0007) *	-0.548901 (0.0291) *	-1.492595 (0.0678) **	1.086659 (0.0861) *	0.512634 (0.0695) **		- 1.356946 (0.0874) **	
	<i>Group ADF-Statistic</i>	-4.714121 (0.0000) *	- 2.302889 (0.0106) *	-2.463037 (0.0069) *	-0.061722 (0.0475) *	-1.136120 (0.0128) *		- 1.698988 (0.0447) *	

NB : Les valeurs des probabilités sont données entre parenthèses. *(**) indique le rejet de l'hypothèse nulle de non cointégration au seuil de 5% (10%) respectivement.