



Intégration financière en Afrique

7.1. Introduction

Lorsqu'ils sont efficaces, les marchés et les organismes financiers jouent un rôle important dans le développement économique, en ce qu'ils améliorent les échanges des biens et services, la mobilisation des ressources (nationales et internationales), la répartition des facteurs de production, et la diversification du risque. La littérature économique confirme qu'il existe une relation directe entre le développement des marchés financiers et la croissance économique¹.

Le secteur financier africain a, certes, enregistré quelques progrès au cours des dernières années, mais l'activité des marchés financiers demeure très limitée, avec une faible capitalisation et une insuffisance de liquidités. Les instruments financiers émis en Afrique ont, pour la plupart, des maturités à très court terme. Le financement bancaire demeure axé sur le court terme. Ainsi, l'écart entre les taux débiteurs et les taux créditeurs demeure très élevé, tout comme le ratio des prêts non performants, ce qui dénote la faiblesse structurelle des marchés financiers du continent. Par ailleurs, il y a très peu d'instruments financiers sur le marché, ce qui rend difficile la protection contre les risques inhérents aux marchés financiers en Afrique.

Conscientes de la nécessité de mettre en commun les ressources financières, les communautés économiques régionales africaines (CER) ont entrepris de mettre en place des marchés de capitaux sous-régionaux pour élargir les marchés nationaux aussi limités que fragmentés. Les CER reconnaissent également la nécessité d'intégrer et de consolider les marchés financiers qui constituent le moteur du développement économique sur le continent. En outre, l'intégration financière renforce la concurrence, favorise l'efficacité et la productivité et facilite la circulation de l'information.

Les CER mettent en œuvre des stratégies d'intégration financière à travers des programmes d'harmonisation des cadres et des politiques réglementaires et législatifs, l'encouragement des investissements transfrontières et la cotation des titres. De

“ La littérature économique confirme qu'il existe une relation directe entre le développement des marchés financiers et la croissance économique. ”

¹ Voir Levine (1997); Gelbard et Pereira Leite (1999); et Rousseau et Sylla (2001).

manière générale, l'intégration financière régionale devrait renforcer les liens avec les systèmes financiers et les marchés de capitaux des pays plus développés.

“ L'intégration financière est un processus par lequel les marchés financiers d'un pays donné sont liés ou intégrés à ceux d'autres pays ou du reste du monde. ”

Les CER doivent élaborer et appliquer des programmes d'intégration financière pour compléter les mesures d'intégration monétaire. La littérature économique montre qu'une intégration solide des marchés financiers favorise aussi bien la transmission des chocs monétaires que les effets de la politique monétaire dans les pays membres de l'union monétaire². Lorsque l'intégration financière est insuffisante, les résultats de la politique monétaire sont mal répartis et l'intégration est compromise, en raison des différences entre ces mécanismes de transmission et les réactions aux chocs à l'échelle des CER. Pour toutes ces raisons, la participation à une union monétaire devient onéreuse. Il est donc clair que l'intégration financière et l'intégration monétaire doivent aller de pair.

7.2. Nécessité de l'intégration financière

L'intégration financière est un processus par lequel les marchés financiers d'un pays donné sont liés ou intégrés à ceux d'autres pays ou du reste du monde. Dans les marchés totalement intégrés, toutes les formes de barrières sont supprimées pour permettre aux institutions financières étrangères d'intervenir sur les marchés intérieurs. Ainsi, les réseaux bancaires nationaux, les bourses des valeurs et autres types de marchés financiers, sont liés à leurs équivalents étrangers.

Il existe plusieurs façons d'intégrer les marchés financiers d'un pays donné. Elle peut se faire à travers l'adhésion à une communauté d'intégration régionale où des protocoles officiels ont été adoptés pour intégrer les marchés financiers de la communauté. Dans le cadre d'un tel arrangement, la communauté d'intégration régionale supprime ou réduit au minimum les restrictions à la libre circulation des capitaux, et harmonise toutes les règles financières, ainsi que les réglementations et les procédures fiscales des différents pays membres.

L'intégration financière pourrait également intervenir à travers l'entrée d'institutions financières étrangères dans les marchés intérieurs, en l'absence d'accords d'intégration officiels. À titre d'exemple, les pays développés autorisent les institutions étrangères à intervenir dans le secteur des banques, des assurances et des caisses de retraite, et à échanger des titres à l'étranger et permettent à leurs entreprises nationales d'emprunter sur les marchés internationaux. Toutes ces activités sont possibles parce que les législations nationales les permettent.

2 Voir Buch, 2001, De Bondt 2000, Dornbusch *et al.* 1998.

Lorsqu'un pays donné décide d'intégrer ses marchés financiers de manière officielle ou officieuse, il doit instaurer un climat favorable à la participation étrangère. Pour ce faire, il pourrait, entre autres, harmoniser la réglementation qui régit ses marchés financiers et établir des critères et des normes de référence comparables à ceux des marchés internationaux.

Cependant, pour que l'intégration financière réussisse en Afrique, elle doit se faire par le biais des communautés économiques régionales. L'intégration financière officielle au niveau des CER permettrait aux petites économies africaines de renforcer leurs liens financiers avec le reste du monde. Les communautés économiques régionales pourraient harmoniser les normes et les règlements régissant les marchés financiers de leurs régions respectives, afin d'attirer la participation étrangère. Ainsi, il sera possible de créer un grand marché financier pour renforcer l'intégration régionale en Afrique, en particulier dans le domaine du développement économique. Il est évident que les petits pays africains ne sont pas en mesure de mener à bien une telle entreprise économique, à moins d'être intégrés aux marchés financiers des communautés économiques régionales.

La consolidation des marchés financiers africains par l'intégration aux marchés financiers mondiaux permettrait également de favoriser et de renforcer le commerce et les investissements. La présence des institutions financières étrangères dans les pays africains renforce les liens entre les pays concernés, en facilitant les services financiers liés au commerce et au flux des investissements.

7.3. Marchés et bourses des valeurs en Afrique

L'Afrique a développé un marché boursier en très peu de temps. Vers la fin de 1996, on ne comptait que 11 marchés boursiers en Afrique subsaharienne, Afrique du Sud non comprise. Aujourd'hui, l'Afrique dispose d'une vingtaine de bourses des valeurs en activité, dont l'une des rares bourses régionales du monde qui regroupe huit pays francophones d'Afrique de l'Ouest. Le développement des marchés de capitaux en Afrique permet de mobiliser des ressources internes - à la fois auprès des entreprises et des particuliers - d'augmenter le volume des investissements internationaux et de catalyser les investissements étrangers directs à travers des partenariats avec les investisseurs. Bien qu'il soit très limité par rapport au marché financier des États-Unis, qui a une capitalisation totale de 10 billions de dollars, le marché boursier sud-africain est évalué à 245 milliards de dollars, ce qui le classe au seizième rang dans le monde. L'émergence et l'essor des marchés boursiers en Afrique contribueront, dans une grande mesure, à attirer les investissements privés et à renforcer l'intégration au marché financier mondial.

“
En dépit de leur envergure modeste, leur manque de liquidités et, souvent, de l'instabilité de leur environnement politique et économique, plusieurs marchés de capitaux africains parmi les plus importants enregistrent de bons résultats depuis quelque temps.”

À l'exception du marché sud-africain et, dans une moindre mesure, des marchés d'Afrique du Nord, les marchés boursiers africains sont fragmentés, avec des niveaux de capitalisation et de trésorerie très faibles. La valeur totale des titres africains, Afrique du Sud non comprise, ne représente que 0,6% de tous les titres des marchés émergents. Les marchés boursiers sont également restreints même par rapport aux économies locales. La capitalisation boursière au Nigéria ne représente que 8% du PNB, alors qu'au Kenya, au Ghana et au Zimbabwe elle se situe entre 25 % et 35 %. Ces chiffres sont nettement inférieurs à ceux des autres marchés émergents. C'est ainsi que, dans de nombreux pays d'Asie et d'Amérique latine, la capitalisation boursière atteint jusqu'à 100% du PNB, et près de 200% dans certains cas. La majorité des marchés financiers africains sont donc exclus des principaux indices des marchés régionaux, et n'attirent qu'un volume très limité de fonds communs de participations des marchés émergents mondiaux.

À l'exception de l'Afrique du Sud, les petits marchés boursiers d'Afrique subsaharienne manquent de liquidités et le volume des échanges est très faible. En 1996, aucun d'entre eux n'avait enregistré une capitalisation supérieure à 10 %, contre 226% en Turquie, 115% en Chine et 85% aux États-Unis d'Amérique (SFI, 1996). Le manque de liquidités apparaît également dans les écarts considérables entre les ordres d'achat et de vente.

En dépit de leur envergure modeste, leur manque de liquidités et, souvent, de l'instabilité de leur environnement politique et économique, plusieurs marchés de capitaux africains parmi les plus importants enregistrent de bons résultats depuis quelque temps. Beaucoup d'entre eux offrent des rendements remarquables aux investisseurs, ce qui les met relativement à l'abri de la nervosité des marchés mondiaux, en raison de leur non-intégration aux marchés des pays développés. Cette caractéristique particulière des marchés boursiers africains offre des avantages du point de vue de la diversification des risques.

Soucieux de renforcer leurs marchés de capitaux, certains pays africains ont pris des mesures spectaculaires au cours des dernières années. C'est ainsi que des marchés, qui étaient en veilleuse depuis des années, se sont brusquement réveillés et d'autres ont vu le jour. Par ailleurs, depuis les années 1990, un certain nombre de pays africains appliquent des politiques d'ouverture du marché, animés qu'ils sont par la volonté d'alléger le fardeau qui pèse sur les finances publiques. Les gouvernements africains ont donc entrepris des réformes favorables au marché, en particulier la privatisation des entreprises publiques. Plusieurs mesures de privatisation ont été appuyées par des cotations sur les marchés boursiers locaux. Afin de stimuler davantage le développement du marché local des capitaux, de nombreuses filiales de grandes sociétés internationales ont également été encouragées à introduire leurs filiales locales en bourse. Les entrepreneurs, aussi bien que les entreprises privées émergentes peuvent puiser des fonds sur les marchés boursiers africains, même si l'offre est relativement restreinte.

Les mesures de privatisation prises par la quasi-totalité des pays africains, dans le cadre des réformes structurelles, pour stimuler le développement des marchés des capitaux et les dynamiser, n'ont pas toujours produit les résultats escomptés car la privatisation, à elle seule, est insuffisante si elle ne s'accompagne pas de politiques d'appui. Néanmoins, dans certains pays comme le Botswana, le Ghana et le Nigéria, les mesures de privatisation, appuyées par des politiques appropriées, ont stimulé les marchés boursiers.

Les données empiriques de la littérature économique montrent que l'efficacité du marché, définie comme la mesure dans laquelle les prix influent sur les données disponibles relatives aux entreprises et à l'environnement, est comparable dans certains pays africains (notamment l'Afrique du Sud, le Botswana, la Côte d'Ivoire, le Kenya, Maurice et le Nigéria) à celle des économies des pays émergents d'Asie et d'Amérique latine (Magnusson et Wydick, 2002). Ces marchés boursiers ont effectivement facilité les investissements transfrontières, même si c'est dans une mesure limitée, en raison de la non-convertibilité de la monnaie, des problèmes liés aux systèmes de paiement et des différences de procédures de cotation.

Certains gouvernements africains ont profité du développement des marchés financiers locaux pour placer des bons du Trésor en bourse. Ainsi, le Kenya et le Ghana ont réussi à émettre des instruments à long terme qui leur ont permis de mieux gérer leur dette locale, d'améliorer la transparence dans la tarification des prêts bancaires locaux, et de renforcer la concurrence dans leurs secteurs bancaires respectifs.

Il convient également de noter que les progrès enregistrés dans le développement des caisses de retraite en Afrique ont été modestes. À l'exception de l'Afrique du Sud et de certains pays d'Afrique australe, les flux de trésorerie privés et institutionnels ont surtout été investis dans l'immobilier, les dépôts bancaires à terme et les bons du Trésor. Au cours des dernières années, un certain nombre de pays africains ont promulgué, dans le cadre de réformes plus larges du secteur financier, de nouvelles lois qui favorisent l'émergence d'un secteur de gestion des fonds locaux. Les marchés de capitaux africains ont un fort potentiel, à condition de mettre un terme définitif à l'instabilité politique, aux conflits et à la mauvaise gouvernance.

En dépit de quelques progrès à inscrire à leur actif, les bourses des valeurs africaines restent confrontées à un certain nombre de défis. Pour renforcer le fonctionnement institutionnel des marchés boursiers, il faudrait établir des mécanismes pour faciliter la diffusion des données d'information les concernant, installer des systèmes électroniques efficaces et adopter des systèmes centraux de dépôt de titres en comptes courants. Certains pays ont déjà commencé à introduire des changements, en particulier dans le domaine des systèmes des échanges et de règlement, et des régimes réglementaires.

“ Les marchés de capitaux africains ont un fort potentiel, à condition de mettre un terme définitif à l'instabilité politique, aux conflits et à la mauvaise gouvernance. ”

Les mesures de privatisation et les réformes favorables au marché ont également contribué à renforcer les bourses des valeurs africaines, comme en témoigne l'augmentation du nombre des sociétés cotées. Par ailleurs, l'introduction en bourse de nombreuses filiales de grandes entreprises internationales a contribué à dynamiser et à consolider les bourses des valeurs africaines.

“
 Contrairement à la plupart des marchés boursiers du continent, la Bourse de l'Afrique du Sud a subi le contrecoup des chocs des marchés boursiers mondiaux.”

7.3.1. La Bourse de l'Afrique du Sud

La Bourse de l'Afrique du Sud, ou Bourse de Johannesburg, a été fondée le 8 novembre 1887. Après des débuts modestes, elle s'est transformée en un organisme à la pointe de la technologie et de l'innovation, classé dix-septième dans le monde, avec une capitalisation totale d'environ 570 milliards de dollars à la fin de 2005 (tableau 7.1). La valeur des actifs échangés à la fin de 2005 s'élevait à 203 milliards de dollars, contre 187 milliards de dollars l'année précédente. Avec environ 400 sociétés cotées, elle se classe au premier rang en Afrique et surpasse même celles de certains pays développés.

Tableau 7.1
 Aperçu de la bourse de Johannesburg

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Capitalisation (en millions de dollars)	204 952	139 750	182 616	272 900	467 500	570 100
Montant des échanges (en millions de dollars)	77 494	69 676	76 792	114 800	187 800	203 300
Indice général	8 326	10 441	9358,90	—	12 656,86	18 096,54
Nombre de sociétés cotées	616	542	472	426	403	388

Source: CEA, African Security Exchange Association Year Book 2005, African Stock Market review PNUD

La Bourse de l'Afrique du Sud a été touchée par les fluctuations des taux de change au cours des dernières années. Au début des années 2000, la Banque centrale a resserré sa politique monétaire pour maintenir le taux d'inflation entre 3 % et 6 %. Le rand sud-africain s'est alors fortement apprécié, mais cette réévaluation a provoqué une baisse de 10% de l'indice boursier en monnaie locale et une augmentation de 24% en dollars des États-Unis.

Contrairement à la plupart des marchés boursiers du continent, la Bourse de l'Afrique du Sud a subi le contrecoup des chocs des marchés boursiers mondiaux. C'est ainsi que le repli des marchés mondiaux, au début des années 2000, a affaibli le rendement des actions de premier ordre. *Standard & Poor's* évalue la dette internationale de l'Afrique du Sud très favorablement, en raison des politiques monétaires et budgétaires prudentes adoptées par ce pays. Ainsi, l'économie sud-africaine est considérée comme l'une des mieux gérées du monde, avec des sociétés d'envergure mondiale

gérées de manière efficace. La Bourse de l'Afrique du Sud constitue donc un vecteur attrayant pour l'acheminement des investissements étrangers en Afrique.

7.3.2. La Bourse de Namibie

La Bourse de Namibie a été créée en 1990, peu de temps après l'indépendance du pays. Depuis cette date, elle met à la disposition des entrepreneurs et des entreprises de Namibie des capitaux à long terme pour créer des richesses et des emplois, générer des profits et renforcer la croissance économique.

À la fin de 2005, sa capitalisation était de 121, 270 millions de dollars, contre 101, 210 millions de dollars en 2004 (tableau 7.2). Durant la même période, la valeur des actifs échangés a atteint environ 529 millions de dollars. Depuis 2000, l'indice a fortement augmenté, ce qui en fait l'un des marchés boursiers les plus attractifs pour les investisseurs. Cependant, étant donné que le dollar namibien est aligné sur le rand sud-africain, ce marché n'est pas à l'abri des chocs que pourrait subir la Bourse de Johannesburg.

La Bourse de Namibie, qui est autonome, négocie des actions et autres titres financiers comme les obligations publiques et privées. Les investisseurs locaux et étrangers y sont admis. Dans le cadre d'un Accord de coopération avec les bourses de Johannesburg et de Londres, elle a pu mobiliser des capitaux au profit des entreprises qui exploitent des mines de diamants offshore, de sociétés de distribution de produits alimentaires, de cimenteries, d'exploitants agricoles, de banques, d'un terminal de marchandises en vrac et de la compagnie aérienne nationale.

Tableau 7.2

Aperçu de la Bourse de Namibie

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Capitalisation (en millions de dollars)	311	151	201	69 200	101 210	121 270
Montant des échanges (en millions de dollars)	22	8	129	272	450	529
Indice général	92	88,50	47,28	-	425,93	561,68
Nombre de sociétés cotées	13	13	13	35	32	28

Source: CEA, *African Security Exchange Association 2005 Year Book*, *African Stock Market Review du PNUD*

7.3.3. Bourses du Caire et d'Alexandrie

La Bourse d'Alexandrie est l'une des plus anciennes au Moyen-Orient. Elle a été fondée en 1883. Connue sous le nom de Bourse d'Alexandrie, elle opérait à l'époque dans les maisons du café où les négociants se réunissaient pour conclure des marchés.

“ La Bourse d'Alexandrie est l'une des plus anciennes au Moyen-Orient. ”

La Bourse du Caire a été créée en 1903, avec 97 sociétés cotées et un capital global de 29 millions de livres égyptiennes. En 1907, le nombre de sociétés cotées est passé à 228 et le capital global a atteint 91 millions de livres égyptiennes. Au début des années 1940, les deux institutions ont fusionné.

Tableau 7.3

Aperçu des bourses du Caire et d’Alexandrie

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Capitalisation (en millions de dollars)	28 741	24 335	26 245	28 000	28 000	79 000
Montant des échanges (en millions de dollars)	11 120	3897	7362	4514	6808	27 937
Indice général	626,00	613,00	491,67		2567	6324
Nombre de sociétés cotées	1076	1110	1151	978	795	744

Source: CEA, African Security Exchange Association 2005 Year Book, African Stock Market Review du PNUD

La Bourse du Caire et d’Alexandrie, la troisième d’Afrique, s’est renforcée depuis quelques années. En 2005, sa capitalisation était de 79 milliards de dollars, contre 29 milliards de dollars en 2000 (tableau 7.3). Bien que le volume des transactions soit très modeste par rapport aux normes mondiales, il est relativement important si on le compare aux normes africaines. En 2005, la valeur marchande des actifs échangés a atteint 28 milliards de dollars, soit quatre fois plus que l’année précédente.

Les tensions géopolitiques au Moyen-Orient et la faiblesse de l’environnement macroéconomique ont eu des effets négatifs sur cette Bourse en 2001 et 2002, période durant laquelle son indice a connu un net fléchissement. Les mauvais résultats de l’économie ont affaibli le bilan du secteur bancaire, et l’on a noté une augmentation du provisionnement des pertes sur prêts. Depuis lors, les marchés au Caire ont retrouvé leur dynamisme grâce à la confiance des investisseurs, à l’injection de capitaux étrangers et à l’augmentation du nombre de sociétés cotées.

7.3.4. La Bourse du Maroc

La Bourse du Maroc, ou Bourse de Casablanca, a été créée le 7 novembre 1929. Depuis cette date, elle a subi plusieurs réformes structurelles et institutionnelles, qui l’ont dotée d’un socle juridique solide et d’une série de règles et de procédures techniques, et ont permis d’identifier les principaux acteurs du marché. Elle a également été renforcée, en 1997, par la mise en place d’un système de transactions électronique et d’un système centralisé de dépôt de titres en comptes courants. Elle a également adopté un système de paiement et de règlement efficace, utilisant des techniques de pointe.

Le tableau 7.4 montre que la capitalisation de la Bourse de Casablanca s'élevait à 27 280 millions de dollars en 2005, contre 25 150 millions de dollars l'année précédente. Les transactions sur ce quatrième plus grand marché boursier africain ont atteint 16 060 millions de dollars, contre 8740 millions de dollars l'année précédente. L'indice général est passé de 4522 à la fin de 2004, à 5539 à la fin de 2005. Tous ces facteurs indiquent que la Bourse de Casablanca devrait réaliser une plus forte croissance à l'avenir et continuera de jouer un rôle de premier plan dans le développement économique du Maroc.

Tableau 7.4
Aperçu de la Bourse de Casablanca

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Capitalisation (en millions de dollars)	10 899	9087	8319	13 180	25 150	27 280
Montant des échanges (en millions de dollars)	1094	974	922	6130	8740	16 060
Indice général	3995,27	3568,68	2980,44	-	4521,98	5539,13
Nombre de sociétés cotées	53	55	56	52	53	54

Source: CEA, African Security Exchange Association 2005 Year Book, African Stock Market Review du PNUD

L'économie marocaine est fortement tributaire du commerce avec l'Europe et du tourisme. Le dirham est lié à l'euro et s'est donc consolidé par rapport au dollar des États-Unis, grâce essentiellement à la bonne santé de la devise européenne. La production agricole reste également bonne dans ce pays. Tous ces facteurs, ainsi que les politiques monétaires et budgétaires rationnelles qui ont été mises en œuvre, augurent d'un bon avenir pour la Bourse de Casablanca.

7.3.5. La Bourse du Zimbabwe

La Bourse du Zimbabwe a été créée en 1946, à Bulawayo, avant d'être transférée à Harare en 1951. Les actions ordinaires, les actions privilégiées, les bons du Trésor, les obligations municipales, les titres de créances et les bons de souscription y sont négociés. La Bourse du Zimbabwe est régie par une loi du Parlement et fonctionne sous la supervision d'un comité de neuf membres, composé de sept représentants de sociétés de courtage et de deux responsables nommés par le Gouvernement.

En dépit de l'aggravation des conditions macroéconomiques au Zimbabwe, peut-être due aux incertitudes politiques actuelles, le tableau 7.5 montre que la Bourse se comporte remarquablement bien. C'est ainsi que la capitalisation est passée en un an de 10 000 à 20 000 millions de dollars, ce qui est considérable. Le volume des échanges représentait 760 millions de dollars en 2005 et le nombre de sociétés cotées est passé de 69 en 2000, à 80 à la fin de 2005.

“ Les transactions sur ce quatrième plus grand marché boursier africain ont atteint 16 060 millions de dollars, contre 8740 millions de dollars l'année précédente. ”

“
 Compte tenu
 des mauvais
 fondamentaux
 économiques
 du Zimbabwe,
 la relative bonne
 performance de la
 bourse contredit les
 prévisions de tout
 modèle économique
 rationnel.”

Tableau 7.5
Aperçu de la Bourse du Zimbabwe

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Capitalisation (en millions de dollars)	2432	7972	11 689	40 000	10 000	20 000
Montant des échanges (en millions de dollars)	279	1530	131	190	1220	760
Indice général	17 984,30	46 351,90	102 229	ND	1 097 493	18 055 724
Nombre de sociétés cotées	69	72	77	80	80	80

Source: CEA, *African Security Exchange Association 2005 Year Book*, *African Stock Market Review* du PNUD

Compte tenu des mauvais fondamentaux économiques du Zimbabwe, la relative bonne performance de la bourse contredit les prévisions de tout modèle économique rationnel. Cette situation est peut-être due au fait que, dans un environnement marqué par des taux d'intérêt réels négatifs, une forte inflation et un régime de taux de change fixe, les investisseurs cherchent des solutions de rechange pour préserver leur capital en abandonnant les instruments générateurs d'intérêts au profit de l'immobilier et des actions en bourse. Cependant, cette stratégie de préservation du capital n'est pas viable à long terme si la situation politique ne s'améliore pas.

La faiblesse de l'environnement économique a réduit les capacités de production du Zimbabwe, en particulier dans les secteurs clés tels que les banques, l'agriculture, l'industrie extractive et l'industrie manufacturière. D'après une étude réalisée par le PNUD, le PIB du Zimbabwe a diminué de 25% et la tendance se poursuivra, à moins que le Gouvernement ne réussisse à redresser la situation. Pour compliquer les difficultés économiques, des questions relatives aux droits de propriété sont en suspens et rendent difficile la récupération des pertes sur prêts subies par les banques.

Les faibles évaluations du capital de la Bourse du Zimbabwe ont attiré les investisseurs. Un certain nombre de conglomérats ont également pris des mesures pour diversifier les risques. Par ailleurs, la gestion rationnelle des risques des entreprises a renforcé l'efficacité de la Bourse.

7.3.6. Autres bourses des valeurs

Outre les cinq grands marchés boursiers africains évoqués plus haut, des bourses existent en Algérie, au Botswana, en Côte d'Ivoire, au Ghana, au Kenya, au Malawi, à Maurice, au Mozambique, au Nigéria, en Ouganda, au Swaziland, en Tanzanie, en Tunisie et en Zambie.

La Bourse d'Alger a été créée en 1993, et peu de sociétés y sont cotées. Sa capitalisation est d'environ 200 millions de dollars. La valeur annuelle des échanges (actions

ordinaires et obligations de sociétés) est d'environ 3 millions de dollars. Depuis 2002, année où le marché a connu un ralentissement important, un certain nombre de politiques économiques ont été mises en œuvre pour renforcer l'économie. L'Algérie a pu renforcer son économie grâce à ses richesses pétrolières et gazières, surtout après la hausse des prix des produits pétroliers, et à la densité de ses relations commerciales avec l'Union européenne. La Bourse d'Alger devrait donc se développer, d'autant que de plus en plus de sociétés souhaitent y entrer.

La Bourse du Botswana a été créée en 1989 pour exploiter et réglementer le marché des actions et des valeurs mobilières. Avec 28 sociétés cotées, elle permet aux secteurs public, parapublic et privé de placer des titres et d'offrir des prises de participation. Sa capitalisation s'élevait à 2650 millions de dollars à la fin de l'année 2005, contre 2320 millions de dollars en 2004. Le marché est très actif et efficace, avec 47,19 millions de dollars de titres financiers et d'obligations échangées à la fin de 2005, contre 44,94 millions de dollars en 2004.

L'économie du Botswana est très solide et dynamique, grâce surtout à l'industrie extractive du diamant, qui représente 25% de la production mondiale. Elle a également bénéficié d'une bonne politique monétaire et budgétaire au cours des trois dernières décennies. L'inflation reste maîtrisée et la monnaie locale - le pula - s'est renforcée par rapport au rand sud-africain. La Bourse a clôturé l'année avec une hausse de 74% en 2005, principalement grâce aux bons fondamentaux économiques. La diversification de l'économie dans l'industrie manufacturière, le tourisme et les services financiers, ainsi que l'application d'une politique monétaire et fiscale rationnelle, permettront, à n'en pas douter, à la Bourse du Botswana de maintenir une croissance forte sur le long terme.

La Bourse régionale des valeurs mobilières (BRVM) de Côte d'Ivoire, qui a été créée en 1998, est la seule bourse régionale du continent. Remplaçant l'ancienne Bourse des valeurs d'Abidjan, elle permet aux États membres de l'UEMOA, à savoir le Bénin, le Burkina Faso, la Côte d'Ivoire, la Guinée-Bissau, le Mali, le Niger, le Sénégal et le Togo, ainsi qu'à tout opérateur étranger d'échanger des titres et des obligations. Sa capitalisation est d'environ 1,6 millions de dollars et la valeur annuelle des échanges est d'environ 20 millions de dollars. Une quarantaine de sociétés y sont actuellement cotées.

L'incertitude politique en Côte d'Ivoire a eu des effets négatifs sur le marché et la Bourse reste confrontée à un certain nombre de problèmes, parmi lesquels la nécessité de mettre en place rapidement un système efficace de compensation et de règlement, ainsi que des systèmes monétaires et comptables dans tous les pays; de mobiliser la volonté politique nécessaire; d'intégrer les marchés et d'appliquer les règles de la concurrence. Cela étant, si la récente initiative de paix aboutit, et si le pays continue

“
La Bourse régionale
des valeurs
mobilières (BRVM)
de Côte d'Ivoire,
qui a été créée en
1998, est la seule
bourse régionale du
continent.”

à appliquer des politiques macroéconomiques prudentes, cette institution financière régionale pourrait enregistrer des gains considérables à l'avenir.

“
La Bourse du Malawi
a commencé ses
opérations en 1996
sous l'égide de la
Banque centrale de
ce pays.”

La Bourse du Ghana a été créée en 1990 pour organiser les échanges de valeurs mobilières et des obligations des secteurs public et privé. Sa capitalisation est d'environ 400 millions de dollars et 30 sociétés y sont cotées. En 2005, la valeur des actifs échangés a atteint près de 15 millions de dollars. L'économie ghanéenne affiche un taux de croissance robuste, en dépit de la récente crise de l'énergie. Grâce à ses politiques budgétaire et monétaire rationnelles, le pays dispose d'une très bonne assise économique et affiche un taux de change stable, une inflation relativement faible et un faible ratio de la dette par rapport au PIB. Par ailleurs, la production et les prix de l'or et du cacao, principaux produits d'exportation du pays, se sont améliorés. Les taux d'intérêt relativement bas ont stimulé la bourse, car les investisseurs à la recherche de bons rendements ont investi dans les actions locales. Les entreprises ghanéennes ont vu leurs revenus augmenter en 2005, ce qui a encouragé les investisseurs à intervenir sur le marché des actions. La Bourse du Ghana devrait enregistrer des gains importants, si le Gouvernement maintenait ses politiques économiques prudentes.

La Bourse du Kenya a débuté ses opérations en 1951 à titre privé. En 1954, à l'époque coloniale, la Bourse de Nairobi a été reconnue par la Bourse de Londres comme bourse d'outre-mer. Étant donné que les Africains et les Asiatiques n'étaient pas autorisés à négocier les valeurs mobilières, avant l'accession à l'indépendance du pays en 1963, les transactions étaient réservées à la communauté européenne. En 1984, la Bourse a subi d'importantes réformes structurelles qui ont abouti, en 1989, à la mise en place de l'Autorité des marchés de capitaux qui est chargée de la réglementation. La mission de cet organisme consiste à contribuer à instaurer un climat propice à la croissance et au développement des marchés de capitaux du pays.

Les réformes ont contribué à renforcer la Bourse et sa capitalisation est passée de 3860 millions de dollars en 2004 à 6140 millions de dollars à la fin de 2005. Avec 48 sociétés cotées, les échanges ont atteint 485 millions de dollars en 2005. Les perspectives du marché boursier sont très prometteuses, sachant que l'économie connaît une croissance robuste et que le Gouvernement est déterminé à poursuivre la mise en œuvre de politiques macroéconomiques rationnelles. En outre, les projets d'investissements publics dans les infrastructures devraient attirer le secteur privé et stimuler ainsi le marché boursier.

La Bourse du Malawi a commencé ses opérations en 1996 sous l'égide de la Banque centrale de ce pays. La société financière internationale et la *Financierings Maatschappij Ontwikkelingslanden*, une banque de développement néerlandaise qui entretient des liens étroits avec le Ministère néerlandais de la coopération pour le développement, ont fourni 40% des 500 000 de dollars nécessaires à la création du marché

boursier à Blantyre. Sa capitalisation avait atteint 9050 millions de dollars à la fin de l'année 2005, contre 6 490 millions de dollars en 2004. Elle compte 10 sociétés et le volume des transactions a atteint 62 millions de dollars en 2005. Elle est contrôlée par un comité de supervision composé de représentants de la Banque centrale, des pouvoirs publics et du secteur privé.

La Bourse de Maurice est entrée en fonction en 1989. Elle comprend deux marchés: le marché officiel et le marché hors cote. Le marché officiel a commencé ses opérations en 1989 avec cinq sociétés cotées et une capitalisation de 92 millions de dollars seulement. On y dénombre actuellement 41 sociétés cotées et sa capitalisation a connu une forte progression avec 2650 millions de dollars à la fin de 2005. Le marché hors cote a commencé ses opérations en 1990 et s'est considérablement développé depuis lors. Il compte 76 sociétés avec une capitalisation de 1,1 milliards de dollars.

Depuis 1994, les investisseurs étrangers peuvent acheter et vendre librement les actions cotées sur le marché officiel, sans aucune restriction, sauf pour les sociétés de sucre cotées, dans lesquelles les investisseurs étrangers ne peuvent détenir collectivement plus de 15% des actions. La performance du marché boursier a été très bonne et son indice, le SEMDEX, a augmenté de 723% en 17 ans. Les perspectives pour le reste de l'année restent positives, car elles sont soutenues par un ensemble de fondamentaux économiques excellents. Maurice a réussi à diversifier son économie au cours des dernières années, ce qui lui permet de mieux absorber les chocs économiques extérieurs.

La Bourse du Mozambique est l'un des marchés des valeurs les plus modestes du continent. Sa capitalisation à la fin de 2005 était d'environ 242 millions de dollars. Elle regroupe 13 sociétés, mais cinq seulement mettent leurs actions en vente. La valeur des actifs échangés en 2005 était d'environ 34 millions de dollars. Le Gouvernement et le secteur privé s'efforcent actuellement de renforcer ce marché boursier.

La Bourse du Nigéria a été créée en 1960. Elle est contrôlée par le secteur privé et souscrit aux normes comptables internationales. Elle a une capitalisation d'environ 10 000 millions de dollars. Les transactions annuelles s'élèvent à 1000 millions de dollars en moyenne, et environ 250 sociétés y sont cotées. La hausse des prix du pétrole, le remboursement de la dette et la mise en œuvre de politiques macroéconomiques prudentes ont contribué à renforcer l'économie. Les perspectives de la Bourse sont donc bonnes, d'autant qu'elle devrait bénéficier de bons résultats économiques à l'avenir.

La Bourse du Swaziland a vu le jour en juillet 1990. Six sociétés y étaient cotées à la fin de 2005. Ses opérations portent sur l'échange d'options de souscription publiques, d'obligations, d'actions garanties par le Gouvernement et de fonds communs

“ La Bourse du Mozambique est l'un des marchés des valeurs les plus modestes du continent. ”

de placement non marchands. La capitalisation a atteint 197 millions de dollars en 2005, contre 193 millions de dollars en 2004. Le volume des transactions se situe autour de 70 millions de dollars par an. Il convient de noter que les investisseurs étrangers qui souhaitent participer au marché boursier doivent se soumettre au contrôle des changes.

La Bourse de Tanzanie a été fondée en 1996 pour appuyer le programme de privatisation du Gouvernement. Le nombre de sociétés qui y sont cotées est passé de deux à huit à la fin de l'année 2005. La capitalisation a également fortement augmenté, passant de 236 millions de dollars en 1998, à 2 283 millions de dollars en 2005. De même, la valeur des transactions de parquet a régulièrement augmenté, passant de 7 millions de dollars, à 28 millions de dollars à la fin de 2005. Son organe directeur est le Conseil de la bourse, qui comprend 10 membres représentant divers groupes d'intérêts de la société.

Soucieuse d'élargir le marché, la Bourse a notamment entrepris d'identifier des sociétés potentielles, de favoriser les cotations transfrontières et de mettre en réseau les marchés de la région d'Afrique de l'Est et de la zone de la SADC. À la suite de ces activités, deux sociétés ont été cotées simultanément sur les bourses de Nairobi, de l'Ouganda et de Tanzanie. Plusieurs autres sociétés sont sur le point d'être cotées sur ces trois marchés.

La Bourse de Tunisie a été créée en 1969, puis privatisée en 1994. Le nombre de sociétés cotées est passé de 17 en 1992, à 50 à la fin de 2005. Dans le même temps, la capitalisation a augmenté sensiblement, passant de 814 millions de dollars en 1992 à environ 3000 millions de dollars à la fin de 2005. La valeur des actifs échangés a également augmenté de manière significative, passant de 33 millions de dollars en 1992, à environ 800 millions de dollars à la fin de 2005. Le marché boursier tunisien est appelé à se renforcer davantage sous l'effet de la forte croissance de l'économie, qui bénéficie de l'amélioration du secteur touristique, des gains provenant des échanges avec l'Union européenne (UE) et d'un secteur bancaire solide.

La Bourse de l'Ouganda a commencé ses opérations en 1998 par la cotation de l'obligation à terme (quatre ans) émise par l'*East African Development Bank*. En janvier 2000, elle a enregistré sa première action ordinaire, celle de la Société *Uganda Clays Ltd*. La capitalisation de ce marché a augmenté au fil du temps, passant de 37 millions de dollars en 2000, à 1850 millions de dollars en 2005. Sept sociétés y étaient cotées en 2005 et le volume des échanges a atteint 3,1 millions de dollars en 2005. À l'instar des bourses de Nairobi et de Dar-es-Salam, la Bourse de l'Ouganda encourage les cotations croisées. Trois sociétés y sont actuellement cotées en même temps que dans les trois bourses de la sous-région d'Afrique de l'Est. Les perspectives sont très positives car la Bourse, et plus généralement toute l'économie ougandaise, continuent à se développer de façon remarquable. Cependant, la forte dépendance

de l'agriculture (environ 50% du PIB) l'expose, au même titre que la Bourse, aux fluctuations des prix.

La Bourse de Zambie, ou Bourse de Lusaka, a été créée en 1993, mais elle n'a commencé ses opérations qu'en 1994. Cette Bourse a été mise en place pour permettre au secteur privé de mobiliser des capitaux à long terme et donc de créer de la richesse. Elle a commencé avec une capitalisation de 19 millions de dollars qui a rapidement atteint 2 456 millions de dollars en 2005. À la fin de cette année-là, elle regroupait 13 sociétés et le volume des transactions a atteint 20 millions de dollars, soit sept fois plus qu'en 1996 (3 millions de dollars).

L'économie zambienne est fortement dépendante des prix du cuivre, et la hausse des prix des produits de base, y compris ceux du cuivre, renforce sa croissance. La production agricole est très bonne depuis quelques années et représente environ 17% du PIB. Ces résultats économiques positifs contribuent à renforcer la Bourse mais, pour qu'elle puisse se développer davantage, l'économie doit être diversifiée en dehors de l'agriculture et de l'industrie extractive.

7.4. Intégration régionale des marchés de capitaux africains

Comme on l'a vu plus haut, l'Afrique a besoin de marchés financiers, notamment des marchés obligataires et boursiers, développés, efficaces et bien structurés, pour mobiliser les ressources internes nécessaires pour atteindre ses objectifs de développement, en particulier les Objectifs du Millénaire pour le développement (OMD). Ces marchés pourraient contribuer à renforcer la quantité et la productivité des investissements, à améliorer la concurrence dans le secteur financier et à favoriser une meilleure gouvernance des entreprises. Par ailleurs, ils offrent aux responsables politiques une série d'instruments pour conduire la politique monétaire et servent également de moteurs pour l'intégration de l'Afrique à l'économie mondiale.

L'analyse développée dans la section 3 montre clairement que les marchés de capitaux en Afrique demeurent relativement sous-développés par rapport à d'autres marchés émergents. La plupart des bourses de valeurs sont restreintes et fragmentées. Le rapport entre leur capitalisation et le PIB est très faible et les investisseurs n'ont pas accès aux prêts à long terme. En outre, leurs liquidités sont très limitées et les investisseurs n'ont qu'un petit nombre d'instruments financiers à leur disposition et se heurtent à des problèmes de liquidités.

L'intégration des marchés de capitaux nationaux pourrait résoudre le problème de l'insuffisance de liquidités sur les marchés de capitaux africains, en permettant aux

“ Comme on l'a vu plus haut, l'Afrique a besoin de marchés financiers, notamment des marchés obligataires et boursiers, développés, efficaces et bien structurés, pour mobiliser les ressources internes nécessaires pour atteindre ses objectifs de développement, en particulier les Objectifs du Millénaire pour le développement. ”

“
“
L'intégration des marchés de capitaux nationaux pourrait résoudre le problème de l'insuffisance de liquidités sur les marchés de capitaux africains, en permettant aux différents pays de mettre leurs ressources communes au service de la coopération régionale et du développement des marchés de capitaux.
”

différents pays de mettre leurs ressources communes au service de la coopération régionale et du développement des marchés de capitaux. Un marché intégré permettrait de réduire les coûts et de renforcer les capacités ainsi que la fourniture de services et d'infrastructures aux plans régional et international. Une telle approche devrait aider les petites économies africaines à mettre en place et à exploiter en commun des marchés de capitaux régionaux efficaces pour optimiser la mobilisation et l'allocation de ressources dans tous les pays, tout en réduisant le coût de l'infrastructure, de l'exploitation et de l'administration du marché. En fin de compte, l'intégration des marchés des capitaux contribuera également à une plus grande intégration économique en Afrique.

Cependant, la mise en œuvre d'une approche régionale du développement des marchés des capitaux sur le continent, suppose la suppression de nombreux obstacles et entraves aux niveaux national, régional et continental. Pour cela, il faudra, avant tout, adopter des politiques communes et mettre en place des institutions et des cadres réglementaires pour la coordination et l'harmonisation des politiques.

La présente section examinera les politiques et les stratégies susceptibles de renforcer l'intégration régionale des marchés financiers en Afrique. Elle passera également en revue les défis et proposera une « voie à suivre » pour approfondir l'intégration du marché.

7.4.1. Arguments en faveur de l'intégration des marchés financiers africains

Compte tenu de leur étroitesse et de leur fragmentation, les marchés de capitaux africains doivent être intégrés afin de libérer le potentiel économique du continent et d'atténuer la pauvreté massive qui touche ses peuples. L'intégration des marchés nécessite l'allègement ou la suppression des barrières de toutes sortes (fiscalité, infrastructures, cadres juridiques et réglementaires) pour faciliter les transactions et les mouvements des capitaux et des services.

L'intégration des marchés de capitaux exige souvent une harmonisation des lois, règlements et normes des différents pays afin d'atteindre les niveaux désirés de mobilité des capitaux et des services financiers. Le processus d'harmonisation pourrait passer par l'adoption par les États membres de législations similaires. L'harmonisation permet d'établir des normes pour réguler le fonctionnement des marchés d'une région donnée. Elle prévient ou élimine les différences dans le contenu technique des normes, sachant que les marchés sont contraints d'adopter des traités internationaux et des principes réglementaires.

Il convient de noter que l'harmonisation des marchés nationaux fragmentés ne signifie pas l'adoption d'une série de règles uniques ou uniformes et ne nécessite pas for-

cément la normalisation de toutes les règles, parce que certaines d'entre elles sont très spécifiques à certains États membres. Ce qu'il faut, c'est assurer la convergence des marchés nationaux vers des règles et des procédures normalisées communes régissant le fonctionnement des marchés.

L'intégration des marchés financiers africains présente de nombreux avantages:

- Économies d'échelle, renforcement de la concurrence et élargissement de la gamme des instruments disponibles pour les investisseurs et les épargnants;
- Mobilisation des ressources internes, des investissements étrangers et des transferts de fonds de l'étranger, et inversion du processus de fuite des capitaux et, par conséquent, renforcement de la liquidité du marché;
- Possibilités de financement des projets régionaux, notamment les projets d'infrastructures;
- Réduction des coûts de transaction et des investissements;
- Multiplication des instruments de politiques monétaires et budgétaires à la disposition des autorités;
- Encouragement, renforcement et soutien du secteur privé grâce à la mobilisation du capital financier productif;
- Facilitation du renforcement des capacités dans les pays où les marchés de capitaux sont les moins développés;
- Possibilités pour le financement des investissements à long terme;
- Approfondissement du développement du secteur financier et de l'intégration économique, stratégies principales pour l'accélération de la croissance économique et la réduction de la pauvreté en Afrique.

L'intégration des marchés financiers exige que des mesures appropriées soient prises pour instaurer un environnement favorable, à travers des politiques, des institutions et des cadres régionaux communs et, par-dessus tout, un engagement politique constant. Pour assurer la réussite du processus d'intégration, les États membres doivent assurer la stabilité macroéconomique et mettre en place une banque centrale indépendante qui garantisse la stabilité des prix pour protéger la valeur réelle des actifs. Les politiques nationales doivent également favoriser la croissance et les marchés des capitaux doivent être soutenus par de solides mécanismes juridiques, réglementaires et de contrôle ainsi qu'une bonne gouvernance économique et d'entreprise et le respect des droits de propriété.

Pour assurer la stabilité d'un marché intégré, les gouvernements nationaux devront harmoniser leurs politiques macroéconomiques respectives ainsi que leurs cadres législatifs, institutionnels et réglementaires. Il faudrait développer les technologies de l'information et de la communication (TIC) pour améliorer la qualité, l'efficacité

“ Pour assurer la réussite du processus d'intégration, les États membres doivent assurer la stabilité macroéconomique et mettre en place une banque centrale indépendante qui garantisse la stabilité des prix pour protéger la valeur réelle des actifs. ”

et la mise en réseau des systèmes de règlement, de compensation et de paiement et faciliter ainsi les transactions financières. Les TIC devraient également faciliter la circulation de l'information au profit de toutes les parties prenantes.

“
Le fonctionnement
des marchés
financiers est un
processus très
complexe qui
nécessite des
compétences
spécifiques.”

Le fonctionnement des marchés financiers est un processus très complexe qui nécessite des compétences spécifiques. Les États membres doivent donc s'engager à renforcer les capacités et les compétences à tous les niveaux (services publics, organismes de réglementation, courtiers, commissaires aux comptes, bourses et institutions régionales), pour assurer le bon fonctionnement des marchés. Pour améliorer la liquidité, les gouvernements doivent également utiliser les marchés financiers pour privatiser les entreprises d'État qui fonctionnent bien et émettre des obligations. L'engagement politique et la mise en œuvre de politiques cohérentes sont des conditions essentielles pour réussir l'intégration des marchés.

7.4.2. Modèles d'intégration des marchés financiers

L'intégration des marchés de capitaux africains pourrait prendre différentes formes. On trouvera ci-après quelques modèles qui pourraient être retenus:

- a) Une autorité de régulation régionale et une bourse des valeurs uniques;
- b) Cotation croisée;
- c) Échanges entre pays;
- d) Modèle de l'Union Européenne;
- e) Modèle Euronext (bourse virtuelle); et
- f) Des institutions panafricaines.

Autorité de régulation régionale et bourse des valeurs uniques

Ce modèle exige la fusion de tous les marchés financiers en une seule entité chaepauté par un organisme de régulation unique. Dans ce cas, tous les États membres utiliseraient un règlement unique pour la cotation, les échanges, la compensation et le règlement. La Bourse régionale des valeurs mobilières (BRVM) de Côte d'Ivoire est un bon exemple à cet égard. Comme le précise la section 3, la BRVM est le seul marché de capitaux régional totalement intégré en Afrique qui regroupe huit pays francophones de l'Afrique de l'Ouest.

Cotation croisée

Dans ce modèle, les États membres disposent de leurs propres marchés de capitaux et de leurs propres organismes de régulation, mais les cotations entre les États membres d'une CER ou d'une sous-région données seraient encouragées. En d'autres termes, il est possible de mettre en place un marché régional des capitaux avec plusieurs

organismes de régulation et bourses des valeurs en favorisant les introductions en bourse hors des frontières nationales et la cotation simultanée de titres sur toutes les bourses. La cotation croisée est pratiquée dans plusieurs régions africaines, notamment en Afrique de l'Est (Kenya, Ouganda et Tanzanie) et en Afrique de l'Ouest anglophone (Gambie, Ghana et Nigéria). Grâce à la cotation croisée, les investisseurs pourraient mobiliser des ressources en dehors de leur pays de résidence

Échanges transfrontières

Les échanges transfrontières diffèrent de la cotation croisée en ce qu'ils permettent de négocier des produits financiers de toutes origines dans une sous-région donnée. Cette approche, qui est la méthode la plus rapide d'intégration, ouvre aux investisseurs l'accès à d'autres marchés financiers par le biais de leurs intermédiaires locaux, lesquels sont en relation avec leurs homologues des autres pays de la sous-région. Cette méthode permet, entre autres, de diversifier les portefeuilles d'investissement dans un marché plus large, d'augmenter les liquidités, de réduire les coûts de transaction et de favoriser la bonne gouvernance des entreprises grâce à la concurrence.

Enfin, les échanges transfrontières encouragent et favorisent le développement parallèle des marchés locaux et de l'intégration régionale. Toutefois, pour être efficaces, ces échanges doivent prendre en compte les règles et les pratiques de chaque marché. Les investisseurs doivent également se conformer aux normes de divulgation et au système de diffusion de l'information en vigueur. Enfin, il faudrait prévoir des accords entre les intermédiaires et les chambres de compensation et de règlement locales.

Modèle de l'Union européenne

Les États membres de l'Union européenne (UE) ont leurs propres organismes de régulation et leurs propres bourses des valeurs, mais demeurent soumis à la législation et aux directives de l'UE et à des normes minimales communes. L'Union permet aussi aux opérateurs de marché agréés dans un pays donné d'intervenir librement dans tous les pays membres de l'Union. Cependant, les opérateurs restent soumis au contrôle de l'organisme régulateur du pays qui a délivré l'agrément. Les institutions financières enregistrées dans l'un des États membres sont également autorisées à intervenir dans l'ensemble de l'Union. Le processus d'intégration de l'UE se fonde sur le principe qui veut que l'harmonisation minimale des règles et la reconnaissance mutuelle conduisent à une convergence progressive à terme. L'UE travaille actuellement sur une politique dite «reconnaissance mutuelle», qui devrait permettre aux sociétés cotées sur un marché d'être automatiquement reconnues par les autres organismes de régulation.

“
Pour être efficaces,
les échanges
transfrontières
doivent prendre en
compte les règles
et les pratiques de
chaque marché.”

Modèle Euronext (bourse virtuelle)

L'autre modèle européen est l'Euronext, qui est une bourse des valeurs paneuropéenne qui a des filiales en Belgique, en France, aux Pays-Bas, au Portugal et au Royaume-Uni. Euronext a été créée en 2000 par la fusion des bourses d'Amsterdam, de Bruxelles et de Paris, pour mettre à profit l'harmonisation des marchés financiers de l'Union Européenne. En janvier 2006, Euronext gérait des marchés qui totalisaient 2,9 billions de dollars en capitalisations, ce qui en fait la cinquième plus grande bourse du monde. Ce modèle permet aux marchés nationaux de fonctionner selon leurs propres règles, mais en se conformant à un règlement intérieur unique pour les échanges et les cotations. Les opérateurs agréés dans un pays peuvent travailler librement dans n'importe quel pays membre de l'Euronext, mais restent soumis au contrôle de l'autorité de régulation du pays qui a délivré l'agrément.

“ Pour atteindre l'objectif consistant à créer un marché régional des capitaux, les pays africains doivent atténuer les contradictions entre les réglementations des pays des différentes sous-régions et régions, et du continent de manière générale. ”

Marchés boursiers panafricains

L'Acte Constitutif de 2000, par lequel l'Organisation de l'unité africaine (OUA) a été transformée en Union africaine, et le Traité portant création de la Communauté économique africaine, ou Traité d'Abuja, proposent tous deux la mise en place d'un marché boursier continental, parallèlement à d'autres organismes panafricains, notamment la Banque centrale africaine, la Banque africaine d'investissement et le Fonds monétaire africain. Des études sont en cours pour définir le cadre et les modalités de création de ces institutions financières panafricaines.

7.4.3. Création de marchés boursiers régionaux

Pour atteindre l'objectif consistant à créer un marché régional des capitaux, les pays africains doivent atténuer les contradictions entre les réglementations des pays des différentes sous-régions et régions, et du continent de manière générale. Il faudrait élaborer des politiques appropriées pour réduire les coûts de l'application de systèmes réglementaires différents, et attirer ainsi les investisseurs et les détenteurs de capitaux nationaux et étrangers.

Il faudrait peut-être entamer le processus d'intégration des marchés financiers par le biais des groupements sous-régionaux, notamment les communautés économiques régionales (CER), étant donné que ces dernières disposent déjà des politiques et des cadres juridiques et institutionnels susceptibles de faciliter l'intégration. Les CER pourraient ensuite constituer un groupe de travail composé de représentants des bourses, des opérateurs, des organismes de régulation et des décideurs pour élaborer les modalités et le cadre d'intégration des marchés financiers au sein de chaque communauté.

Toutefois, avant d'engager tout processus d'intégration, les pays africains doivent renforcer leurs marchés de capitaux respectifs, étant donné que le regroupement de marchés de capitaux nationaux étroits et aux capacités limitées pour créer un marché régional efficace pourrait poser problème. C'est pourquoi le renforcement des marchés financiers nationaux contribuera, à n'en pas douter, à la réalisation de l'objectif plus large de l'intégration.

Une fois que les problèmes inhérents aux marchés financiers nationaux auront été résolus, les pays devront se prononcer sur la nature des structures institutionnelles nécessaires pour la création du marché régional envisagé. Le rôle des communautés économiques régionales dans la facilitation du processus d'intégration est très important à cet égard. Le comité évoqué plus haut pourrait être établi au niveau des communautés économiques régionales pour définir des normes minimales, inspirées des normes internationales, qui régiront le fonctionnement des marchés boursiers régionaux.

Le comité doit encourager et aider les États membres à mettre en œuvre ses recommandations. Pour assurer la convergence vers un marché financier continental, les comités de toutes les régions devraient coopérer pour partager les programmes et les structures de formation et d'information des investisseurs, rationaliser les critères pour l'octroi des agréments aux opérateurs, collaborer avec les décideurs pour lever les obstacles à l'intégration des marchés et mettre en place des mécanismes d'exécution et de suivi.

Pour assurer le succès du processus d'intégration, les CER, en collaboration avec les États membres, devront harmoniser les lois, les règlements et les normes en vigueur qui régissent le fonctionnement des marchés financiers. Cette harmonisation suppose l'adoption de lois similaires, l'élimination des contradictions entre les réglementations des différents pays et l'établissement de normes communes. Les CER et les États membres ne doivent surtout pas perdre de vue les autres entraves à l'intégration des marchés de capitaux à mesure qu'ils progressent sur la voie de l'harmonisation des normes et des réglementations.

7.4.4. Initiatives prises par les communautés économiques régionales pour harmoniser leurs marchés

Comme nous l'avons vu à la section 3, des bourses de valeurs existent dans toutes les communautés économiques régionales reconnues par l'Union africaine. La SADC en possède le plus grand nombre et la plus active et la plus importante est celle de Johannesburg (Afrique du Sud), qui sert aussi de plaque tournante sous-régionale. Les investissements transfrontières sont très importants dans cette communauté, notamment entre l'Afrique du Sud, le Botswana, la Namibie, le Lesotho et le Swaziland. La CEDEAO et, dans une plus large mesure, la CEN-SAD, possèdent trois bourses des valeurs, une au Nigéria et une autre au Ghana, ainsi qu'une bourse régio-

“
Toutefois, avant d'engager tout processus d'intégration, les pays africains doivent renforcer leurs marchés de capitaux respectifs, étant donné que le regroupement de marchés de capitaux nationaux étroits et aux capacités limitées pour créer un marché régional efficace pourrait poser des problèmes.”

“
Dans la région de la CEDEAO, trois bourses, la Bourse du Nigéria, la BRVM et la Bourse du Ghana, ont entrepris des négociations pour renforcer la coopération et harmoniser leurs réglementations respectives.”

nale pour l'UEMOA à Abidjan (Côte d'Ivoire). Il existe également plusieurs marchés boursiers au sein du COMESA, dont les plus actifs sont ceux du Caire (Égypte) et de Nairobi (Kenya). Dans la sous-région de l'UMA, les bourses du Maroc et de la Tunisie sont en plein essor. Enfin, dans la zone de la CEEAC, on peut citer la Bourse de Douala, au Cameroun, dont la création est relativement récente, ainsi qu'un projet de bourse régionale.

Toutes ces institutions ont des régimes fiscaux et des restrictions au compte de capital distincts. Les réglementations relatives au fonctionnement des marchés varient d'un pays à l'autre. Les systèmes de cotation, de déclaration, d'échange, de compensation et de règlement, les normes de fonds propres et les normes comptables varient également selon les marchés et les CER. Certaines CER ont donc pris des initiatives pour harmoniser les marchés financiers dans leurs zones respectives aux fins de convergence.

Dans la région de la CEDEAO, trois bourses, la Bourse du Nigéria, la BRVM et la Bourse du Ghana, ont entrepris des négociations pour renforcer la coopération et harmoniser leurs réglementations respectives. Les bourses du Nigéria et du Ghana ont également signé un Accord de coopération dans les domaines de la formation du personnel, des procédures de surveillance, de l'autorégulation et de la communication de l'information. En dépit des lourdeurs administratives et du coût financier, les cotations transfrontières sont également encouragées dans la zone de la CEDEAO. C'est ainsi que certaines banques gambiennes sont cotées à la Bourse du Ghana et l'Ecobank Transnational Inc. (Togo) est également cotée dans les trois bourses de cette zone. D'autres entreprises sont encouragées à suivre cet exemple.

La Bourse d'Afrique centrale, qui sera établie au Gabon et couvrira le Cameroun, le Gabon, la Guinée équatoriale, la République centrafricaine, la République démocratique du Congo et le Tchad, aura pour mission essentielle l'harmonisation des règles commerciales. Des discussions sont en cours pour faire fusionner la Bourse d'Afrique centrale avec celle de Douala.

Dans la région de la SADC, la Bourse de Johannesburg est fortement engagée dans les investissements transfrontières. Le Comité des bourses de la SADC assure la direction du processus d'harmonisation des conditions de cotation des bourses des États membres sur la base de 13 principes énoncés dans les directives de cotation de la Bourse de Johannesburg. La région a également entrepris d'harmoniser les systèmes d'exploitation de toutes les bourses et d'encourager les cotations croisées au sein de la SADC. Le Comité est en pourparlers pour mettre au point un test d'admission commun pour tous les courtiers de cette communauté.

Les marchés financiers de la région de l'UMA ont également pris des mesures pour favoriser l'intégration. C'est ainsi que la Libye, le Maroc, la Tunisie et l'Égypte ont

signé des accords de coopération dans les domaines technique et réglementaire, et le Maroc, la Tunisie et l'Égypte autorisent les échanges transfrontières. Lorsqu'ils seront pleinement opérationnels, ces accords permettront à tous les investisseurs d'intervenir sur tous les marchés de la région par le biais de leurs intermédiaires locaux. Les accords exigent également des pays participants qu'ils reconnaissent leurs règles et pratiques commerciales respectives, ainsi que les titres cotés sur les marchés régionaux et qu'ils se conforment aux normes de déclaration et au système de diffusion de l'information.

L'expérience de la sous-région de la CAE pourrait servir de modèle pour l'intégration des marchés financiers en Afrique, notamment dans les domaines de coopération et d'harmonisation ci-après: (a) formulation des politiques, (b) questions réglementaires et juridiques, et (c) questions structurelles et institutionnelles. Les politiques communes de cette sous-région sont élaborées par le Comité de développement des marchés de capitaux, qui a été mis en place en 2001 par la Communauté d'Afrique de l'Est.

Ce Comité est composé de représentants des États membres appartenant aux institutions ci-après: banques centrales, organismes de régulation des marchés des valeurs mobilières; ministères des finances, Trésors, bourses, et organismes de régulation des secteurs de l'assurance et des caisses de retraite. Il est chargé de faciliter la mise en œuvre des dispositions du Traité portant création de la Communauté d'Afrique de l'Est (CAE) relatives aux marchés de capitaux. En règle générale, il formule des politiques qui sont examinées par les ministres des finances, avant d'être soumises au Sommet des chefs d'États pour suite à donner.

Le dit Comité contribue également au renforcement des marchés de capitaux pour assurer la libre circulation des capitaux au sein de la CAE. Il travaille actuellement sur l'harmonisation des politiques relatives aux domaines ci-après: cotations transfrontières, investissements de portefeuille étrangers, imposition des transactions des marchés de capitaux, comptabilité, normes d'audit et d'établissement de rapports financiers, commissions et autres charges. Toutes ces mesures d'harmonisation visent à mettre en place une bourse régionale des valeurs mobilières au sein de la CAE avec des salles des marchés dans chacun des États partenaires. Par ailleurs, le Comité veille à ce que les autorités nationales respectent les systèmes harmonisés d'opérations de bourse qui permettent aux résidents des États membres d'acquérir et de négocier librement les instruments monétaires au sein de la CAE.

7.4.5. La voie à suivre pour l'intégration des marchés financiers en Afrique

Les expériences des CER que l'on a passées en revue sont très utiles pour faire avancer le programme d'intégration des marchés de capitaux en Afrique. Nous avons vu que les interventions préconisées pour renforcer les marchés de capitaux sur le conti-



Même si l'harmonisation des cadres juridiques et réglementaires est en cours, l'évolution des marchés financiers dans les diverses sous-régions a été très lente. Outre une harmonisation totale, les pays doivent reconnaître, respecter et appliquer les systèmes réglementaires des autres pays.



ment concernaient davantage les mesures au niveau national au détriment des actions au niveau régional. Même si l'harmonisation des cadres juridiques et réglementaires est en cours, l'évolution des marchés financiers dans les diverses sous-régions a été très lente. Outre une harmonisation totale, les pays doivent reconnaître, respecter et appliquer les systèmes réglementaires des autres pays. Il faut également harmoniser les critères en matière d'établissement de rapports, de déclaration et de libéralisation des services financiers aux niveaux national, sous-régional et continental.

Il n'est pas inutile de rappeler que les marchés de capitaux ne sont pas créés sur simple déclaration. Ils doivent répondre à une demande et une offre de titres suffisamment fortes. C'est pourquoi la coopération régionale peut servir à établir des liens avec d'autres marchés pour porter l'offre et la demande au niveau requis. Les CER et les autres organes régionaux ont un rôle majeur à jouer dans la sensibilisation des investisseurs et des émetteurs d'actions potentiels sur les avantages et les coûts des opérations en bourse. La coordination du développement des marchés de capitaux régionaux devrait inclure des stratégies pour faire participer le secteur privé et favoriser les cotations transfrontières.

Pourtant, il faut également noter que la création de marchés régionaux pourrait rencontrer des difficultés et des obstacles dans certaines sous-régions, sachant que les pays pourraient avoir intérêt à conserver leurs propres bourses des valeurs. Dans ce cas, on pourrait envisager la création de marchés régionaux «virtuels» utilisant des systèmes d'échanges automatisés communs et des systèmes centralisés de dépôt de titres en comptes courants (Banque mondiale 2002).

L'intégration des marchés financiers en Afrique pourrait commencer par l'intégration des marchés des sous-régions. Les CER ont déjà mis en place des programmes qui proposent un cadre pour la création de marchés financiers sous-régionaux et pourraient servir de moteurs de l'intégration des marchés de capitaux à l'échelle continentale. Pour l'intégration effective des marchés de la sous-région, il faut mettre en place, au sein des CER, des comités composés de représentants des bourses, des banques centrales, des opérateurs du marché, des organismes de régulation et des décideurs, pour faciliter la conception et l'exécution de programmes pour la création de marchés sous-régionaux.

Ces programmes pourraient inclure la fusion de certains marchés et la conclusion d'alliances stratégiques pour la coopération et les accords de partage des plates-formes. Les comités devraient également encourager les pays, qui n'ont pas de bourse des valeurs officielle, à organiser un marché hors bourse bien réglementé, tout en permettant à leurs émetteurs d'opérer des cotations croisées dans les bourses des pays voisins. Les nouveaux marchés pourraient louer et/ou acheter des moyens techniques auprès des marchés voisins sans avoir à investir dans des plates-formes techniques coûteuses.

Les comités pourraient aussi déterminer le niveau d'intégration recherché et la marge de manœuvre que chaque marché conserverait en matière de contrôle. Ils devraient également fixer les limites de l'intervention des organes de régulation des marchés nationaux, ainsi que des normes de référence et des critères de base dans chaque sous-région. Ils devraient, en outre, établir des normes communes en matière de formation et de comportement professionnel à l'intention des professionnels du marché, ainsi que des programmes et des structures d'initiation pour les investisseurs. Les comités devraient mettre en place un cadre pour rationaliser les conditions exigées pour l'octroi des agréments aux opérateurs du marché et améliorer l'échange d'informations entre les organes de régulation.

Pour assurer l'efficacité et l'efficience des marchés, les comités devraient collaborer avec les décideurs pour supprimer les obstacles juridiques et fiscaux qui entravent les activités transfrontières des marchés financiers, notamment les restrictions liées au contrôle des changes, harmoniser et simplifier les mécanismes de règlement des litiges, réduire les retards et les coûts de règlement (monnaies multiples à l'intérieur d'une même CER), remédier aux faiblesses des systèmes de paiement et renforcer l'utilisation des TIC.

Une fois que des marchés financiers sous-régionaux dynamiques auront été mis en place, les comités pourraient se réunir et réfléchir à la création d'un marché continental comme le prévoit l'Acte constitutif portant création de l'Union africaine, ainsi que le Traité d'Abuja. Les CER et la Commission de l'Union africaine doivent définir des indicateurs quantifiables et fixer des échéances pour la création d'un marché financier continental. Comme souligné plus haut, l'Afrique a besoin d'un marché boursier continental pour mobiliser les ressources nécessaires pour assurer la croissance et le développement. L'intégration des marchés financiers africains au système financier mondial nécessite la mise en conformité des normes régionales avec les normes internationales.

7.5. Institutions financières régionales en Afrique

Dans le cadre de leur programme d'intégration et de développement, certaines communautés économiques régionales ont mis en place un certain nombre d'institutions pour favoriser la coopération financière régionale. C'est ainsi que des banques régionales de développement sont en activité dans la CEMAC, le COMESA, la CAE, la CEDEAO, l'UEMOA et l'UMA (tableau 7.6).

“ Les CER et la Commission de l'Union africaine doivent définir des indicateurs quantifiables et fixer des échéances pour la création d'un marché financier continental. ”

“ La Banque de la ZEP du COMESA, banque de développement basée au Burundi, finance le commerce et les projets nationaux et régionaux sous forme de crédits, de garanties de crédits et de prises de participation minoritaires dans les sociétés mixtes. ”

Tableau 7.6

Liste des institutions financières dans chaque CER

CER	Institutions financières
CEMAC	Banques commerciales, banques de développement, établissements de micro finance-ment, compagnies d'assurance, bourses des valeurs
COMESA	1) Banque de la ZEP, 2) African Trade Insurance Agency (agence africaine d'assurance commerciale), 3) Chambre de compensation, 4) ZEP-RE
CAE	1) Banque de développement de l'Afrique de l'Est 2) Plusieurs banques commerciales avec des succursales dans les trois pays
CEDEAO	1) Banques centrales, 2) Banques de dépôt, 3) Établissements d'escompte, 4) Organismes de prêts hypothécaires, 5) Sociétés de financement, 6) Institutions de microfinance-ment, 7) Bureaux de change, 8) Banques de développement, 9) Compagnies d'assu-rance, 10) Sociétés coopératives et caisses de crédit, et 11) Bourses des valeurs
SADC	1) Institutions des banques centrales, 2) Institutions de financement du développement, 3) Bourses, compagnies d'assurance, et institutions non bancaires
UEMOA	1) Banque centrale (BCEAO) et Banque de développement (BOAD), 2) Banques commerciales et institutions financières, 3) Sociétés d'intermédiation et de gestion, 4) Sociétés de gestion des biens, 5) Compagnies d'assurances, 6) Systèmes financiers décentralisés, et 7) Banque de solidarité régionale dans chaque État membre

Source: CEA

Ces institutions financières sont chargées des tâches ci-après: collecte des dépôts et octroi de prêts aux particuliers et aux entreprises; transmission des ordres boursiers et gestion des relations entre les institutions financières par le biais de la banque centrale; intermédiation financière pour les projets à court et à long terme et réception des fonds publics. Les institutions régionales n'ont que peu de relations avec les ins-titutions nationales et traitent avec elles, dans la plupart des cas, par le truchement des banques centrales (tableau 7.7).

Tableau 7.7

Relations entre les institutions financières nationales et régionales

CER	Nature des relations
COMESA	La banque de la ZEP entretient des relations avec les banques commercia-les de la région, notamment dans les domaines du co-financement et de la flexibilité des obligations libellées en monnaies locales. La chambre de compensation entretient également des relations étroites avec les banques centrales
CAE	Relations quasi inexistantes. Fondamentalement, ne sert pas les mêmes clients
CEDEAO	Les banques nationales sont des succursales de la Banque centrale régio-nale (BCEAO)
SADC	Institutions financières régionales en attente de création
UEMOA	La Banque centrale sert d'intermédiaire

Source: CEA

La Banque du Maghreb pour l'investissement et le commerce extérieur opère dans la zone de l'UMA depuis 2002. Basée à Tunis, cette Banque appuie l'intégration économique de l'UMA, en finançant les projets agricoles et industriels communs aux États membres. Elle fournit des services financiers pour faciliter le commerce et les projets nationaux et régionaux, et pour aider les membres les plus pauvres dans chaque région. Elle mobilise des fonds pour d'autres projets bancaires et favorise le commerce et les mécanismes de paiement y afférents. Dans la région de la SADC, la Banque de développement de l'Afrique du Sud sert les intérêts de tous les membres de cette communauté.

La Chambre de compensation du COMESA, créée en 1984, facilite les opérations de change pour les échanges entre les États membres. Elle a subi des aménagements dans certains domaines pour: (a) Transférer la fonction de compensation aux banques commerciales, (b) servir de centre SWIFT régional pour le transfert électronique de fonds entre les banques commerciales régionales, et (c) garantir les exportations régionales contre les risques politiques.

La compagnie de réassurance ZEP-RE, inaugurée en 1991, offre des prestations d'assurance et de réassurance aux investisseurs de la région. La Banque de la ZEP du COMESA, banque de développement basée au Burundi, finance le commerce et les projets nationaux et régionaux sous forme de crédits, de garanties de crédits et de prises de participation minoritaires dans les sociétés mixtes. Elle appuie les activités des organismes nationaux de développement en finançant des projets, notamment dans le secteur manufacturier, l'agro-industrie, le tourisme, l'industrie extractive, les infrastructures et l'énergie dans les différentes CER.

Afin d'encourager la création d'institutions financières régionales, les CER ont entrepris de déréglementer l'environnement financier. Certaines d'entre elles mènent des politiques dans ce sens, comme le montre le tableau 7.8

“
Afin d'encourager
la création
d'institutions
financières
régionales, les
CER ont entrepris
de déréglementer
l'environnement
financier.”

“ Afin d'intégrer les marchés financiers locaux au système financier, il faudrait aligner les normes régionales sur les normes internationales. ”

Figure 7.1
Déréglementation du secteur financier

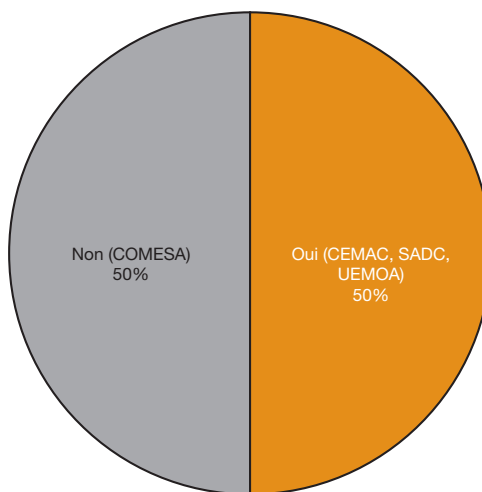


Tableau 7.8
Politique régionale de déréglementation du secteur financier

CER	Oui	Non
COMESA		Un plan de développement et de stabilisation du système financier est prévu.
CAE		Stade non encore atteint
CEDEAO		Sans objet
SADC	<ul style="list-style-type: none"> - Libéralisation des marchés de capitaux - Libéralisation des taux de change - Convertibilité des monnaies nationales - Libéralisation du secteur bancaire et des institutions financières 	
UEMOA	La politique régionale de déréglementation de secteur financier vise à assurer la libre circulation des capitaux au sein de l'Union, la fourniture de services financiers aux organismes agréés dans le cadre d'un règlement et d'une législation uniformisés et à assurer l'égalité d'accès aux ressources en renforçant les infrastructures du marché.	

Source: CEA

Parmi les mesures prises pour déréglementer le marché, on peut citer la libéralisation des marchés des capitaux, la suppression du contrôle des taux de change, la convertibilité des monnaies nationales et la libéralisation de la législation bancaire. En ce qui concerne les normes internationales, les États membres ont entrepris de supprimer le contrôle sur le transfert et le rapatriement des capitaux.

7.6. Conclusion

Le développement des marchés de capitaux africains et le renforcement de l'intermédiation financière revêtent une importance capitale pour la mobilisation des ressources nécessaires à la réalisation des objectifs d'intégration régionale, en particulier dans les domaines de la croissance et du développement. Afin d'intégrer les marchés financiers locaux au système financier, il faudrait aligner les normes régionales sur les normes internationales.

L'intégration des marchés financiers africains au marché mondial demeure un objectif lointain, même si certains progrès ont été enregistrés en ce sens à l'échelle du continent. L'intégration régionale en Afrique passe par la création de banques régionales de développement par les communautés économiques régionales. De manière générale, le cadre macroéconomique et institutionnel des pays africains n'a pas favorisé l'émergence de marchés intégrés, mais la mise en œuvre de certaines politiques pourrait favoriser cet objectif.

Les interventions directes, notamment la suppression des contrôles et des obstacles à la libre circulation des capitaux ou la conclusion d'accords particuliers entre pays ou régions pourraient favoriser l'intégration financière. Parmi les mesures indirectes susceptibles de favoriser l'intégration financière souhaitée, on peut citer l'adoption des bonnes pratiques internationales en matière de normes comptables, la diffusion de l'information et la vulgarisation des régimes fiscaux. On peut également citer l'harmonisation des règlements régissant l'échange d'informations entre pays. Toutefois, même si les réglementations sont parfaitement harmonisées, le processus d'intégration financière pourrait être contrarié par certaines difficultés en rapport avec les principales institutions nationales et par l'instabilité macroéconomique. Enfin, il faudrait également garantir les droits de propriété et la stabilité juridique.

“ Les interventions directes, notamment la suppression des contrôles et des obstacles à la libre circulation des capitaux ou la conclusion d'accords particuliers entre pays ou régions pourraient favoriser l'intégration financière. ”

Références

African Stock Exchanges Association Year Book 2005.

Buch, C. (2001) «Financial Market Integration in a Monetary Union», document de travail de Kiel n. 1062.

De Bondt, G. (2000), *Financial Structure and Monetary Transmission in Europe: A cross-country study*, Edward Elgar, Cheltenham.

Dornbusch, R., C. Favero et F. Giavazzi (1998), «Immediate Challenges for the European Central Bank», *Economic Policy*, 26, 17-64.

Levine, R. (1997), «Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda», *Journal of Economic Literature*, 35, 688-726.

Magnusson, M. et B. Wydick (2002), «How Efficient are Africa's Emerging Stock Markets? », *The Journal of Development Studies*, 38, 141-156.

Rousseau, P. et R. Sylla (2001). «Financial Systems, Economic Growth and Globalization», document de travail NBER n 8323.

Programme des Nations Unies pour le développement (2003) 2003 UNDP African Stock Exchanges Handbook.

Banque mondiale (2002), *Capital Market Integration in the East African Community*, Washington DC.