



Thème :

« Développement financier et croissance économique :

Revue empirique »

Elaboré par :

ALLAL Nabila, Doctorante en finance d'entreprise à l'ESC

Année universitaire : 2019

Résumé

La relation entre le développement financier et la croissance économique se révèle d'une grande importance, en considération de l'important rôle qu'joue l'intermédiation financière dans le financement de l'économie. L'objet de ce travail est de recenser la littérature empirique de la relation finance-croissance. En premier temps, nous discutons sur la réalité de l'existence d'une relation, pour que dans un deuxième, nous examinons la causalité de cette relation. Enfin, le travail exhibent que la relation entre le développement financier et la croissance économique est extrêmement complexe, elle dépend de nombreux facteurs à l'instar de des modèles utilisés, de l'échantillon et de la période choisis. A cet effet, tout résultat obtenu doit être pris avec précaution.

الملخص :

تعتبر العلاقة بين التنمية المالية والنمو الاقتصادي ذات أهمية كبيرة ، نظرا لأهمية الدور الذي تلعبه الوساطة المالية في تمويل الاقتصاد. الغرض من هذا العمل هو تحديد الأدبيات التجريبية لعلاقة الوساطة المالية والنمو. في البداية ، نناقش حقيقة وجود علاقة ، اما بعد ذلك ندرس السببية لهذه العلاقة. وأخيراً، يظهر العمل أن العلاقة بين التنمية المالية والنمو الاقتصادي معقدة للغاية، وبحيث أنها تعتمد على العديد من العوامل مثل النماذج المستخدمة والعينة والفترة المختارة. لهذا الغرض، يجب الحذر قيل أن يأخذ بأي نتيجة يتم الحصول عليها.

Introduction :

La perception que les systèmes financiers, que ce soit basés sur l'endettement ou sur les marchés financiers, jouent un rôle incontournable dans le financement des économies, aurait suscité l'intérêt des chercheurs à étudier l'existence d'une éventuelle association entre le développement de l'intermédiation financière et la croissance économique.

Un nombre important des travaux théoriques et empiriques se sont intéressés depuis les débuts du 20^{ème} siècle, aux questions liées à la relation de la finance avec la croissance. Certains d'entre-eux réclament l'existence de cette relation, motivés principalement par l'idée générale, consistant à penser que l'intermédiation financière permette l'amélioration de l'efficacité de l'allocation des crédits ; qui à son tour, consolide la productivité du capital, et par conséquent, favorise la croissance. Tandis que d'autres études rejettent son existence [Robinson (1952), Lucas (1988), Ram (1999)...], en expliquant que le développement financier n'est le résultat qu'à l'accroissement des besoins de financements provenant du secteur réel.

Conformément à la littérature, les conclusions des études empiriques, principalement ceux proclamant la causalité, s'opposent sur le signe de la relation, positive ou négative, ainsi que sur sa forme, linéaire ou non linéaire. Cependant, la causalité entre le développement financier et la croissance peut être à double sens selon plusieurs travaux.

A cet effet, l'objet de ce travail est de parcourir les principaux résultats des études empiriques, traitant la relation entre la finance et la croissance, et répondant à la problématique suivante :

« Existe-il un lien entre le développement de l'intermédiation financière et la croissance économique ? »

En vue de bien structurer le travail, nous nous subdivisons le travail comme suit :

La première partie introduira théoriquement l'intermédiation financière ; tandis que la deuxième partie discutera la relation entre le développement financier et la croissance et de sa causalité.

Partie 1 : introduction à l'intermédiation financière

L'intermédiation financière est une opération consistant à mettre en contact des agents ayant une capacité de financement avec des agents ayant un besoin de financement. Ainsi, elle s'effectue par l'intervention d'agents spécifiques appelés intermédiaires financiers, tels que les banques, les assurances, les institutions financières, les courtiers....

L'intermédiation financière, selon Schumpeter 1911, permet de produire à l'économie les services suivants : mobilisation des dépôts, l'évaluation des projets, gestion des risques, surveillance des gestionnaires, et facilitation des transactions. Ainsi, selon Levine et al. (2000), les intermédiaires financiers sont apparus en vue de baisser les coûts de recherche d'un investissement potentiel, contrôler les entreprises, gérer les risques, mobiliser les dépôts, et effectuer des échanges.

Par ailleurs, les fonctions de l'intermédiation financière ont été décrites par Levine (2005) :

- Produire de l'information ex-ante sur les possibilités d'investissement et l'allocation du capital ;
- Surveiller les investissements et exercer la gouvernance d'entreprise après avoir accordé des fonds de financement ;
- Faciliter la négociation, la diversification et la gestion des risques ;
- Mobiliser l'épargne ;
- Faciliter l'échange de biens et de services.

Cependant, Les mécanismes via lesquels la finance peut promouvoir le développement économique, [Levine (2005)] sont : La mise en commun de l'épargne ; la facilitation des échanges ; l'amélioration de l'allocation du capital grâce à la production d'informations ex ante sur les opportunités d'investissement ; et le renforcement de la propension des investisseurs à financer de nouveaux projets par le biais de contrôles ex post.

Cependant, l'intermédiation financière peut se diviser en deux :

- Intermédiation financière basée sur l'endettement bancaire
- Intermédiation financière basée sur le marché financier

Partie 2 : La littérature empirique de la relation développement financier et croissance économique

Les premiers travaux académiques abordant la relation du développement économique avec la croissance économique reviennent aux débuts du vingtième siècle. Schumpeter via son livre « théorie de l'évolution économique » en 1911 était le premier à dissenter l'importance du rôle joué par l'intermédiation financière dans le développement économique. Suivant la pensée schumpetérienne, l'intermédiation financière influa sur la croissance économique à travers l'allocation des économies de la société sous formes de crédit [Beck et al.2000]. Par contraste, l'étude de Robinson (1952) réfute l'existence d'un lien entre la finance et la croissance, en expliquant que la finance répond seulement aux changements de la demande de financement de l'activité réelle [Levine, 2005]. En substance, deux courants de pensée différents tentent d'imposer leurs logiques contradictoires : l'un soutient l'existence d'une relation ; et l'autre s'oppose.

Les débats traitant le lien de la finance avec la croissance ont découlé des avis divergents sur l'existence de cette relation ou pas. Le nexus finance-croissance a fait l'objet de plusieurs travaux académiques, théoriques ou empiriques, et cela, a apporté à la littérature des explications dissemblables. Quatre principales hypothèses, expliquant la nature relation, ont été tirées de la littérature [Nayasha & ODHIAMBO,2017]:

- (1) L'hypothèse la finance mène à la croissance (the finance-led growth hypothesis) : Elle approuve l'important impact qu'entraîne le développement financier sur la croissance économique. Cette hypothèse a été amplement soutenue par la littérature [McKinnon (1973), Shaw (1973), King and Levine (1993), Odhiambo (2009a), Akinlo and Egbetunde (2010), Osuala et al. (2013), and Bayar et al. (2014)...]
- (2) L'hypothèse la croissance mène à la finance (the growth-led finance hypothesis) : Contrairement à la première, celle-ci postule que c'est le développement du secteur réel qui emmène vers un développement financier, et une croissance économique. Autrement dit, le développement financier suit seulement le développement du secteur réel [Robinson, (1952) ; Goldsmith, (1969); Ang and McKibbin, (2007) ; Akinlo and Akinlo, (2009) ; Athanasios and Antonios, (2012)].
- (3) L'hypothèse de feedback : Cette troisième hypothèse suppose que la causalité entre la finance et la croissance est bidirectionnelle [Patrick, (1966) ; Cheng, (2012) ; Marques et al., (2013)]. Suivant Patrick

(1996), le développement financier qui domine dans les premiers stades de développement économique, tandis que la croissance qui domine dans les stades ultérieures de développement.

(4) L'hypothèse de neutralité :

Cette dernière hypothèse réfute toute relation de causalité entre la finance et la croissance [Shan et Morris (2002) ; Nyasha et Odhiambo (2015)].

Les études empiriques, testant l'évidence des ces hypothèses, ne sont émergées que depuis les années soixante. Une grande partie de la littérature empirique affirme l'existence d'une relation entre le développement de l'intermédiation financière et le développement économique. Cependant, cette dernière a apporté divers avis sur la nature de la relation, linéaire ou non linéaire, ainsi que sur son signe, positif ou négatif.

Dans les points suivants, nous présentons les principales études empiriques démontrant l'effet positif, l'effet négatif, la non-linéarité de la relation entre la finance et la croissance économique. Ainsi, les études étant présentées ci-dessous emploient différentes méthodes économétriques et utilisent divers indicateurs pour évaluer le développement quantitatif ou/et qualitatif de la finance

1. La finance influence positivement la croissance : .

Deux principaux canaux via lesquels la finance est supposée d'exercer une influence sur la croissance économique. Le premier canal, identifié par Schumpeter (1911), est l'allocation de crédit, et ce signifie que la qualité de l'intermédiation financière, représentée par la manière de répartition de crédit sur l'économie, qui influence la croissance. Tandis que le deuxième s'agit de l'accumulation du capital, reconnu par Hicks (1969), qui représente l'effet de la quantité.

Goldsmith fut parmi les tout premiers chercheurs à tester empiriquement, en 1969, la relation de la finance avec la croissance. En étudiant un échantillon de trente-cinq pays sur période de 103 ans (1860-1963), il a tenté d'apporter des réponses convaincantes aux questions posées. Entre autres, il a constaté graphiquement qu'il existe une corrélation positive entre la taille du secteur financier et la croissance économique à long terme, en d'autres termes, le développement financier et la croissance économique se produisent simultanément. Toutefois, cette corrélation ne prouve pas qu'il existe une relation de causalité.

Levine (2005) a critiqué l'étude de Goldsmith en soulevant plusieurs insuffisances, à savoir :

- L'indicateur du développement financier, mesurant la taille de l'intermédiation financière peut ne pas présenter avec précision le fonctionnement du système ;
- La forte association entre la taille du système financier et la croissance n'identifie pas le sens de causalité ;
- L'étude ne révèle pas si l'intermédiation financière basée sur l'endettement bancaire, ou celle basée sur le marché financier est la plus pertinente dans la croissance économique.

Durant la période 70-80, les études empiriques traitant le lien entre la finance et la croissance se font de plus en plus rares, ce n'est qu'à partir des années 90 que les chercheurs ont repris l'examen de ce lien.

En 1992, les deux chercheurs Roubini & Martin ont publié une étude qui avait pour objet d'analyser les effets de la répression financière sur la croissance économique. Selon cette étude, la répression financière, qui désigne l'intervention de l'Etat dans le système financier en fixant les taux d'intérêt en dessous des taux d'équilibre du marché, avait pour raisons d'apporter des revenus inflationnistes à l'Etat qui proviennent des stocks de monnaies nominales considérables transportés par les agents économiques considérés comme une base de l'inflation des taxes. Ainsi, les tests empiriques, effectués par les chercheurs, affirment que la répression financière affecte négativement les taux de croissance de l'économie, en utilisant un panel de 53 pays sur une durée de 19 ans.

De son côté, l'étude empirique de Atje and Jovanovic (1993) note un impact positif du marché financier sur la croissance économique pour une quarantaine de pays, toutefois aucun effet n'a été constaté de la part de l'emprunt bancaire. Dans cette étude deux indicateurs ont été utilisés : le premier mesure l'ensemble des crédits accordés par le privé et le gouvernement par rapport au PIB, tandis que l'autre mesure l'accumulation de la valeur de toutes les opérations boursières par rapport au PIB. Cependant, Le plus surprenant pour les auteurs est, qu'il existe plusieurs pays qui manquent l'opportunité de booster leurs croissances économiques en s'abstenant à développer leurs marchés financiers.

King et Levine (1993b) ont étudié sur un échantillon de 80 pays au cours de la période (1960-1989) si le développement financier est significativement corrélé aux taux de croissances rapides de l'économie, à l'accumulation du capital physique, et l'amélioration de l'efficience économique. L'étude a enregistré en utilisant des indicateurs du niveau du développement financier - la taille du secteur financier par rapport au PIB, l'importance des banques par rapport à la banque centrale, le pourcentage des crédits consacrés aux entreprises privées, et le

ratio des crédits octroyés aux firmes privées par rapport au PIB- une forte corrélation avec la croissance, le taux du capital physique accumulé, et l'amélioration de l'efficacité de la répartition du capital. Ainsi, les chercheurs ont révélé que les prédéterminants du développement financier prévoient d'une manière significative les valeurs subséquentes de la croissance. Enfin, cette étude adhère à la vision de Schumpeter sur l'importance du développement financier sur la croissance économique.

Demirguc-Kunt and Maksimovic (1998) ont soutenu à partir d'un échantillon d'une trentaine de pays développés et en développement, les conclusions des études antérieures révélant l'impact positif du développement financier sur la croissance économique.

L'étude de Levine et al. (2000) a examiné le lien entre le développement de l'intermédiation financière et la croissance économique en utilisant deux méthodes économétriques : donnée de panel dynamique, et une méthode de section transversale. À cet effet, les deux méthodes se sont entendues sur la positivité de l'association entre la composante exogène du développement de l'intermédiation financière et la croissance économique. Par de même, l'étude confirme que le lien entre la finance et la croissance passe initialement à travers la croissance du facteur de la productivité totale, et non à travers les dépôts et l'accumulation du capital physique. Toutefois, la nouveauté de cet article consiste en l'introduction d'un nouvel indicateur pour mesurer le développement de l'intermédiation financière en utilisant la valeur des crédits destinés aux entreprises privées par rapport au PIB.

Il existe bien d'autres qui ont démontré les mêmes résultats, la positivité de la relation, notamment Levine and Zervos (1996), Adjasi and Biekpe (2006), Akinlo and Akinlo (2009), Kargbo and Adamu (2009), Hassan et al. (2011) and Adu et al. (2013).

2. La finance a un effet négatif :

Bien que la majorité des études empiriques attestent la positivité de la relation entre l'intermédiation financière et la croissance économique, il existe bien d'autres affirmant bizarrement la négativité de la relation, tels que Ujunwa & Salami(2010) ; Bernard & Austin (2011).

L'étude de Van Wijnbergen (1983) était la première à montrer théoriquement l'effet négatif que peut produire l'augmentation des taux de dépôts sur la croissance. Suivant l'explication théorique apportée par l'étude, l'augmentation des taux de dépôt entraîne une inflation qui, à son tour, exerce un effet négatif sur la compétitivité, les profits, et les investissements ; et par

conséquent moins de croissance. De même, Buffie en 1984 confirme théoriquement l'influence négative de libéralisation financière sur la croissance.

La recherche De Georgio & Guidotti (1995) était la première étude à prouver empiriquement que le signe de la relation n'est pas toujours positif, et qu'il varie à travers les pays. A cet titre, l'étude a découvert que, dans les pays de l'Amérique latine, la causalité entre le développement financier et la croissance est négative, et cela est induit par la libéralisation financière non réglementée. Dans le même contexte, l'étude de Rousseau & Wachtel (2011) attestent que l'hypothèse de l'influence positive de la finance sur la croissance est peu solide, en considération que la relation est plus complexe et ne pourrait être testée en utilisant des simples relations.

Cecchetti and Kharroubi (2012) démontre l'existence d'un point à partir duquel l'accroissement de la taille du système financier ne contribuera plus à la croissance, et ce, est interprété par le fait que le système financier est en concurrence avec le reste de l'économie pour posséder les ressources limitées, donc, le développement de la finance ne favorise pas nécessairement la croissance. De son côté, Arcand et al. (2015) affirme que les pays avec un secteur financier très large, le développement de l'activité financière ne suscite aucun impact positif sur la croissance, contrairement aux autres pays, dont l'intermédiation financière est moins développés, où l'effet de la finance sur la croissance est positif. Ainsi, cette étude a constaté que l'effet de la finance sur la croissance devient négatif lorsque le crédit accordé au secteur privé dépasse les 100% du PIB. Donc, l'effet « trop de finance » contribue aux changements du signe de la relation (de positif au négatif).

3. La relation est-elle linéaire ? ou non linéaire ?

La plupart des études empiriques prouvent la linéarité de la relation du développement de l'intermédiation financière avec la croissance. Tandis qu'il existe d'autres qui montrent des relations non linéaire.

Deidda & Fattouh (2002) ont testé empiriquement un modèle non-linéaire et non-monotone de la relation entre le développement financier et la croissance économique. Cependant, Les résultats empiriques de l'étude confirment la non-linéarité de la relation. De même, Rioja & Valev (2004) confirment la non-linéarité de la relation.

Par ailleurs, les travaux, ayant enregistré un changement de signe, du positif au négatif, dans les tests du lien finance-croissance, confirment, toutefois, la non-linéarité de la relation. Par suite, Arcand et al. (2012) atteste que la relation entre l'intermédiation financière et la croissance est en U inversé. Ce résultat est corroboré par nombreux travaux notamment Pagano, 2012 ; Cecchetti et Kharroubi, 2012 et 2015 ; Eugster, 2014 ; Law et Singh, 2014 ; Cournède et Denk, 2015 ; Sahay et al., 2015 ; Mbome, 2016.

Conclusion :

Ce travail avait pour objet de parcourir la littérature, examinant la relation entre le développement de l'intermédiation financière et la croissance économique. En traversant la littérature empirique, il s'est apparu qu'il existe une divergence de résultat. Tandis que certains attestent l'existence d'une relation entre le développement la finance, certains d'autres rejettent toute relation de causalité. En substance, la littérature délivre quatre principales hypothèses : la première confirme que le développement de l'intermédiation financière influa la croissance économique ; la deuxième, contrairement à la première, souligne que c'est la croissance économique qui exerce un impact sur le développement financier, et non pas le contraire ; la troisième proteste une relation de causalité à double sens (bidirectionnel) ; tandis que la dernière réfute toute relation de causalité.

Bien qu'une grande partie de littérature soutienne la première hypothèse, les résultats des études empiriques s'opposent, cependant, sur le signe de la relation (positive ou négative) ainsi que sur la forme de la relation (linéaire ou non linéaire).

La littérature affirmant que le développement financier favorise la croissance économique, en invoquant que le développement financier signifie une meilleure allocation de crédit, en quantité ou en qualité, ce qui induit à l'accroissement de l'investissement, et par conséquent, une croissance économique. De leur côté, les études, démontrant l'effet négatif de la finance sur la croissance, expliquent le résultat par l'effet « trop de finance », autrement dit, l'effet de la finance sur la croissance devient négatif lorsque le crédit accordé au secteur privé dépasse les 100% du PIB. Par ailleurs, la forme de la relation est linéaire, bien qu'elle peut ne pas être linéaire, c'est tout dépend des circonstances.

Pour conclure, la relation entre le développement financier et la croissance économique est extrêmement complexe, elle dépend de nombreux facteurs à l'instar de des modèles utilisés, de l'échantillon et de la période. A cet effet, tout résultat obtenu doit être pris avec précaution.

Bibliographies:

Akinlo, A. E., & Egbetunde, T. (2010). Financial development and economic growth: The experience of 10 sub-Saharan African countries revisited. *The Review of Finance and Banking*, 2(1).

BAYAR – A. KAYA – M. YILDIRIM (2014), “Effects of Stock Market Development on Economic Growth: Evidence from Turkey”, *International Journal of Financial Research*, 5 (1), pp. 93–100

Beck, T., Levine, R., & Loayza, N. (2000). Finance and the Sources of Growth. *Journal of financial economics*, 58(1-2), 261-300.

Demirgüç-Kunt, A., & Maksimovic, V. (1998). Law, finance, and firm growth. *The Journal of Finance*, 53(6), 2107-2137.

E. OSUALA – J. E. OKEREKE – G. U. NWANSI (2013), “Does Stock Market Development Promote Economic Growth in Emerging Markets? A Causality Evidence From Nigeria”, *World Review of Business Research*, 3 (4), pp. 1–13.

GOLDSMITH (1969), *Financial Structure and Development*. New Haven: Yale University Press.

H. T. PATRICK (1966), “Financial Development and Economic Growth in Underdeveloped Countries”, *Economic Development and Cultural Change*, 14 (1), pp. 174–189.

King, R. G., & Levine, R. (1993). “Finance and growth: Schumpeter might be right”. *The quarterly journal of economics*, 108(3), 717-737.

King, R. G., & Levine, R. (1993). Finance and growth: Schumpeter might be right. *The quarterly journal of economics*, 108(3), 717-737.

Levine, R. (2005). Finance and growth: theory and evidence. *Handbook of economic growth*, 1, 865-934.

Levine, R., Loayza, N., & Beck, T. (2000). Financial intermediation and growth: Causality and causes. *Journal of monetary Economics*, 46(1), 31-77.

Mbome, M. S. (2016). *Financial development, Macroeconomic stability and Growth* (No. 2016-15).

McKinnon, R. I, 1973. “Money and Capital in Economic Development”, Washington, DC, *The Brookings Institution*.

N. M. ODHIAMBO (2009a), “Interest Rate Liberalization and Economic Growth in Zambia: A Dynamic Linkage”, *African Development Review*, 21 (3), pp. 541–557.

Najia Saqib, “Review of Literature on Finance-Growth Nexus”, *Journal of Applied Finance & Banking*, vol. 5, no. 4, 2015, 175-195.

Nyasha, S., & Odhiambo, N. M. (2017). Banks, stock market development and economic growth in Kenya: An empirical investigation. *Journal of African Business*, 18(1), 1-23.

Odhiambo, N. M. (2009). Electricity consumption and economic growth in South Africa: A trivariate causality test. *Energy Economics*, 31(5), 635-640.

R. G.KING – R. LEVINE (1993), “Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right”, *Quarterly Journal of Economics*, 108 (3), pp. 713–737.

R. LEVINE – S. ZERVOS (1996), “Stock Market Development and Long Run Growth”, *World Bank Economic Review*, 10 (2), pp. 323–340.

R. LEVINE (1997), “Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda”, *Journal of Economic Literature*, 35, pp. 688–726.

R. LEVINE (2005), “Finance and Growth: Theory and Evidence. Handbook of Economic Growth, 1, pp. 865–934.

R. LUCAS (1988), “On the Mechanism of Economic Development”, *Journal of Monetary Economics*, 22 (1), pp. 3–42.

Raymond Atje and Boyan Jovanovic, « Stock markets and development”, *European Economic Review* 37 (1993) 632-640.

ROBINSON (1952), “The Generalisation of the General Theory”, in J. Robinson (ed), *The Rate of Interest and Other Essays*. London, UK: Macmillan, pp.69–142

ROSS LEVINE, “FINANCE AND GROWTH: THEORY AND EVIDENCE », *Handbook of Economic Growth, Volume 1A*. Edited by Philippe Aghion and Steven N. Durlauf, 2005, 865-934.

Roubini & martin, "Financial repression and economic growth", *Journal of Development Economics* 39 (1992) 5-30.

S. NYASHA – N. M. ODHIAMBO (2015), "Do Banks and Stock Markets Spur Economic Growth? Kenya's Experience.", *International Journal of Sustainable Economy*, 7 (1), pp. 54–65.

Schumpeter, J. (1911). *Théorie de l'évolution économique Recherches sur le profit, le crédit, l'intérêt et le cycle de la conjoncture*, Paris, Dalloz, 1935. *Theory of Economic Development*.

Shaw, E. S, 1973. "Financial Deepening in Economic Development", *New York: Oxford University Press*