

# NON-LINÉARITÉS DANS LA RELATION ENTRE FINANCE ET CROISSANCE

UGO PANIZZA\*

L'idée que la finance joue un rôle clé dans le processus de développement économique était au cœur des travaux de Bagehot (1873) et Schumpeter (1911). Plus récemment, Levine (2005) a décrit les quatre principaux mécanismes via lesquels la finance peut promouvoir le développement économique : 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*.

Toutefois Bagehot lui-même a suggéré que la finance pouvait susciter des rendements décroissants : « Si un tel homme [un banquier] est très occupé, c'est un signe que tout n'est pas pour le mieux. Soit il s'occupe de détails que des employés traiteraient mieux que lui..., ou alors il est engagé dans trop de spéculations. » (Bagehot, 1873, p. 214). Les éventuels coûts sociaux liés à des secteurs financiers très importants ont également été soulignés par Minsky (1974), Kindleberger (1978) et Tobin (1984).

Minsky (1974) et Kindleberger (1978) ont suggéré que le processus de développement financier pouvait renforcer la volatilité macroéconomique. Ils ont abondamment écrit au sujet de l'instabilité financière et des folies financières. Plus récemment, Rajan (2005) a laissé entendre

---

\* Institut de hautes études internationales et du développement, Genève (Suisse) ; Centre for Economic Policy Research, Londres (Royaume-Uni). Contact : ugo.panizza@graduateinstitute.ch.

Le présent article a été préparé pour un numéro spécial de la *Revue d'économie financière*. Je tiens à remercier Laurent Clerc qui m'a invité le rédiger. Cet article s'appuie sur des travaux menés conjointement avec Jean-Louis Arcand et Enrico Berkes (Arcand *et al.*, 2015 a et b) et sur Panizza (2012 et 2014). Par conséquent, il existe d'importants recoupements entre certaines parties de cet article et les publications susmentionnées.

que les marchés financiers pouvaient devenir victimes de leur propre succès. Dans un article qui a fait débat en 2005 (voir les commentaires de Kohn, 2005, et Summers, 2005), mais qui semble aujourd'hui presque prophétique après la crise financière mondiale, Rajan affirmait que les marchés financiers susciteraient d'autant plus de demandes qu'ils apparaîtraient fiables longtemps. Dans cette situation, le processus de développement financier peut conduire à des systèmes financiers importants et compliqués et à une accumulation de vulnérabilités augmentant la probabilité d'une « débâcle catastrophique ».

Par ailleurs, Tobin (1984) a mis l'accent sur le fait qu'un important système financier pouvait entraîner une mauvaise répartition des ressources humaines. Il se préoccupait en particulier du fait que le secteur financier puisse « ravir » des talents aux secteurs productifs de l'économie. Comme Minsky (1974) et Kindleberger (1978), il était également inquiet du fait que les éventuels avantages (en termes de liquidité et de détermination des prix) apportés par un important secteur financier puissent être plus que contrebalancés par la création d'instruments financiers inutiles, voire dangereux. Sa solution à ce problème était la mise en place d'une taxe sur les transactions (connue sous le nom de « taxe Tobin ») visant à limiter les incitations à utiliser des instruments financiers à des fins purement spéculatives.

84

Cet article débute par un rapide examen de la littérature empirique sur le lien positif entre finance et croissance. Il décrit ensuite la littérature empirique qui a prouvé que la contribution marginale du développement financier à la croissance économique devient négative lorsque le crédit au secteur privé dépasse 100 % du PIB (produit intérieur brut) (effet « trop de finance ») et évalue la robustesse de ce résultat. En conclusion, cet article propose une description des canaux potentiels par lesquels un secteur financier très important peut entraîner un ralentissement de la croissance économique et souligne d'éventuelles pistes de recherche pour l'avenir.

### *LA FINANCE EST BÉNÉFIQUE À LA CROISSANCE*

Cette partie propose un rapide examen de la littérature empirique qui démontre que la finance a un effet positif sur la croissance économique<sup>1</sup>.

Goldsmith (1969) a été le premier à prouver empiriquement l'existence d'une corrélation entre la taille du secteur financier et la croissance économique à long terme. Il a réuni des données sur la taille (mesurée par le total des actifs par rapport au PIB) des intermédiaires financiers concernant trente-cinq pays pour la période 1860-1963 et a démontré par des graphiques l'existence d'une corrélation positive

entre la taille du secteur financier et la croissance économique. Goldsmith savait qu'il ne pouvait rien prouver de plus que la corrélation, c'est pourquoi il n'affirmait pas que sa mesure du développement financier avait un effet de causalité sur la croissance économique.

Après une interruption de près de vingt-cinq ans, la recherche empirique sur le lien entre finance et croissance a véritablement repris au début des années 1990, lorsque King et Levine (1993) ont prouvé que la taille du secteur financier en 1960 laissait présager la croissance économique, l'investissement et la croissance de la productivité sur la période 1960-1989, même en contrôlant pour le revenu initial, la scolarisation, la consommation publique et l'ouverture commerciale. De même, Levine et Zervos (1998) ont révélé que la liquidité du marché boursier (mais pas la taille du marché boursier) prédisait la croissance du PIB.

Dans deux articles successifs (Levine *et al.*, 2000, et Beck *et al.*, 2000), Levine et ses co-auteurs ont utilisé différentes techniques économétriques pour montrer que le développement financier *stimule* la croissance. Levine *et al.* (2000) ont notamment utilisé des données transversales et l'origine légale comme instrument de développement financier pour démontrer que la composante exogène du développement financier avait un effet statistiquement significatif sur la croissance à long terme. D'autre part, Beck *et al.* (2000) ont utilisé des données de panel et un ensemble d'instruments internes basés sur des variables retardées pour indiquer qu'il existait un lien causal allant du développement financier à la croissance économique.

Rajan et Zingales (1998) apportent des preuves supplémentaires d'un lien de causalité allant du développement financier à la croissance économique en examinant les performances relatives de différents secteurs industriels par pays. En cherchant à déterminer si le développement financier assouplit les contraintes financières, Rajan et Zingales testent un mécanisme spécifique qui permet à la finance de produire un effet sur la croissance. Ils commencent par observer que les secteurs qui, pour des raisons purement techniques, ont besoin de davantage de ressources financières devraient être relativement plus performants dans les pays disposant de secteurs financiers plus développés. Ils utilisent ensuite une spécification en doubles différences pour confirmer que l'interaction entre un indice des besoins financiers au niveau sectoriel et le développement financier est positivement corrélée avec la croissance de la valeur ajoutée au niveau sectoriel. L'approche de Rajan et Zingales exclut une causalité inverse : rien ne permet d'affirmer que l'écart entre le taux de croissance moyen du secteur manufacturier et le taux de croissance d'un secteur donné affecte le développement financier du pays dans son ensemble.

*TROP DE FINANCE ?*

Au milieu de 2011, Jean-Louis Arcand, Enrico Berkes et moi-même avons publié un article intitulé « *Too much finance ?* » (Arcand *et al.*, 2015a). Cet article montre que la corrélation entre développement financier et croissance économique devient négative lorsque le crédit au secteur privé est proche de 100 % du PIB (le seuil précis dépend de la méthode d'estimation et de l'échantillon spécifique)<sup>2</sup>. Même si nous n'étions pas les premiers à étudier la présence de non-linéarités dans la relation entre développement financier et croissance, nous étions probablement parmi les premiers (avec Cecchetti et Kharroubi, 2012) à le faire de façon systématique. Cet article a été cité de nombreuses fois (plus de 700 fois sur Google Scholar au moment de la rédaction du présent article) et l'expression « *too much finance* » (« trop de finance ») est aujourd'hui souvent utilisée par les journalistes et les responsables politiques<sup>3</sup>.

De Gregorio et Guidotti (1995) ont probablement été les premiers à prouver empiriquement que les pays à revenu élevé pourraient avoir atteint le point à partir duquel le développement financier ne contribue plus à accroître l'efficacité de l'investissement. Ils ont notamment montré que, même si dans certains pays à revenu élevé le développement financier était positivement corrélé avec la croissance de la production pendant la période 1960-1985, ce résultat n'était plus probant si l'on omettait les données des années 1960. De la même façon, Rousseau et Wachtel (2011) font état d'une « relation évanescence ». Ces auteurs attestent que l'hypothèse d'un effet positif de la finance sur la croissance se révèle peu solide face aux données les plus récentes et suggèrent que la relation évanescence est peut être due aux crises financières souvent associées au développement rapide du secteur financier.

Arcand *et al.* (2015a) et Cecchetti et Kharroubi (2012) apportent une autre explication à cette relation évanescence. Ils vérifient notamment si le développement financier suscite des rendements décroissants et s'il existe un point à partir duquel ces rendements deviennent négatifs. Dans Arcand *et al.* (2015a), nous utilisons différentes techniques d'estimation et différents types de données (données purement transversales, données de panel sur plusieurs pays et données sectorielles) et nous concluons que la relation entre développement financier et croissance économique est non monotone. Nos estimations ponctuelles indiquent que l'effet marginal du développement financier sur la croissance économique devient négatif lorsque le crédit au secteur privé atteint 100 % du PIB (le seuil exact dépend de la spécification utilisée). Même si nous n'avons pas étudié les canaux par lesquels un

secteur financier important peut ralentir la croissance du PIB, nous avons procédé à des contrôles de robustesse approfondis et nous avons également exploré l'hétérogénéité entre pays. Nous concluons que l'effet « trop de finance » n'est pas lié à la faiblesse des institutions, aux crises financières ou à la volatilité macroéconomique. Notre spécification quadratique ne révèle d'ailleurs aucune relation évanescence. Au cours des deux dernières décennies, le nombre de pays dont la taille du secteur financier dépasse le seuil « trop de finance » a augmenté. Par conséquent, la relation évanescence entre développement financier et croissance identifiée par Rousseau et Wachtel (2011) pourrait être due au fait que les modèles qui ne permettent pas d'avoir une relation non monotone souffrent d'un biais d'omission de variable. Les travaux empiriques qui utilisent des données allant jusqu'aux années 1990 ne relèvent pas cette « mauvaise spécification », car l'échantillon n'inclut pas assez de pays présentant un niveau de développement supérieur au seuil.

Une autre explication de la relation évanescence serait liée au fait que tous les crédits ne sont pas égaux. La plupart des modèles théoriques se concentrent sur les crédits attribués par le système financier aux projets d'investissement productifs. Toutefois le financement des ménages (en particulier les prêts hypothécaires) joue un rôle important dans la plupart des pays (voir, par exemple, Jordá *et al.*, 2016). À partir de données pour un échantillon de quarante-cinq pays, Beck *et al.* (2012) concluent que le crédit aux ménages oscille entre 20 % et 85 % du total des crédits au secteur privé. Ils montrent également que, même s'il existe une corrélation statistiquement significative entre croissance économique et crédit aux entreprises, il n'existe aucune corrélation significative entre croissance économique et crédit aux ménages. Il est donc possible que l'effet « trop de finance » soit en réalité un effet « trop de finance pour les ménages ». Même si dans Arcand *et al.* (2015a), nous prouvons que l'effet « trop de finance » reste probant même en prenant en compte la part du financement des ménages, les données sur le financement des ménages sont limitées en termes de couverture géographique et temporelle. Il est nécessaire d'effectuer davantage de recherches dans cette direction.

Plus important encore, le crédit au secteur privé (l'indicateur standard de développement financier utilisé dans les régressions sur plusieurs pays) pourrait être un indicateur imparfait du développement financier et ne permettrait donc pas de rendre pleinement compte des divers canaux et mécanismes par lesquels un système financier bien développé peut soutenir le développement économique. Si tel est le cas, il nous faut de nouvelles mesures du développement financier permettant d'évaluer si le système financier d'un pays est adapté au cadre

institutionnel et à l'environnement macroéconomique de ce pays. Parmi les tentatives d'élaboration d'indicateurs du développement financier plus complets intégrant un grand nombre de variables structurelles et politiques figurent Barajas *et al.* (2013), de la Torre *et al.* (2011) et FMI (2015).

Quoi qu'il en soit, le résultat « trop de finance » qui montre qu'il existe une relation en U inversé entre le développement financier et le crédit au secteur privé s'est révélé robuste et est aujourd'hui corroboré par un grand nombre d'articles (Pagano, 2012 ; Cecchetti et Kharroubi, 2012 et 2015 ; Eugster, 2014 ; Law et Singh, 2014 ; Cournède et Denk, 2015 ; Sahay *et al.*, 2015 ; Mbome, 2016). Toutefois Cline (2015 a et b) affirme que ce résultat est essentiellement un artéfact statistique. Je vais maintenant décrire le principal argument de Cline et réfuter son hypothèse selon laquelle le résultat « trop de finance » ne serait qu'une illusion statistique.

### ...OU ILLUSION STATISTIQUE ?

Cline (2015 a et b) laisse entendre que l'effet « trop de finance » serait un artéfact relevant de fausses attributions de causalité. Il utilise un petit modèle théorique qui, selon lui, prouve que les effets quadratiques dans une régression finance-croissance typique présentent un biais négatif. Il corrobore ensuite cet argument en assurant qu'une régression de la croissance sur le nombre de médecins, de techniciens de R&D (recherche et développement) et de téléphones donne toujours des coefficients impliquant une relation en U inversé entre chacune de ces variables et la croissance économique. Comme rien ne justifie théoriquement ce résultat, il en conclut qu'il est dû à un artéfact statistique similaire à celui qui conduit à une relation en U inversé entre la croissance et le développement financier.

Dans Arcand *et al.* (2015b), nous réfutons la critique de Cline envers l'effet « trop de finance ». Tout d'abord, nous prouvons que le modèle simple qu'il utilise ne montre pas que le terme quadratique dans la relation croissance-finance est négatif. Il se contente de montrer que le terme quadratique a un signe opposé à celui du terme linéaire. Ainsi il suppose implicitement que le terme linéaire est positif et donc que le terme quadratique est négatif. Toutefois, il ne s'agit évidemment pas d'une preuve mais d'une supposition. Plus important encore, nous révélons qu'en utilisant les suppositions de Cline avec un terme quadratique égal à zéro (c'est-à-dire en utilisant le modèle de Cline pour dériver l'équation habituellement estimée dans la littérature sur le lien entre finance et croissance), le terme linéaire devient négatif. Ce résultat contredit les conclusions de l'ensemble de la littérature sur le lien entre

finance et croissance. Ainsi soit les principales hypothèses de Cline sont justes et les modèles linéaires utilisés dans la littérature avant 2011 sont faux, soit les hypothèses de Cline sont fausses<sup>4</sup>.

Dans Arcand *et al.* (2015b), nous montrons également que le résultat de Cline, à savoir la relation quadratique entre la croissance et le nombre de médecins et de techniciens de R&D, n'est plus probant lorsqu'on prend en compte l'hétérogénéité non observée. Quand nous estimons à nouveau les régressions de Cline en incluant les effets fixes par pays, la relation quadratique entre la croissance et le nombre de médecins et de techniciens de R&D disparaît. En revanche, la relation quadratique entre finance et croissance reste probante lorsqu'on prend en compte les effets fixes par pays (et effets fixes d'année). De fait, les estimations de référence d'Arcand *et al.* (2015a) incluent toujours les effets fixes. Cline (2015b) répond que, selon lui, un modèle qui n'inclut pas les effets fixes est préférable à notre modèle à effets fixes (même si les tests de spécification types rejettent les estimations par la méthode des moindres carrés ordinaires sur données groupées ou à effets aléatoires). Je ne partage pas cet avis.

### *PISTES DE RECHERCHE POUR L'AVENIR*

Des preuves convaincantes attestent de l'existence d'une relation en U inversé entre le développement financier et la croissance économique. Toutefois il n'existe aucun consensus sur les facteurs expliquant ce résultat. Plutôt que de formuler des remarques de conclusion qui ne feraient que répéter ce qui a déjà été dit dans cet article, cette partie présente un bref examen des explications possibles de l'effet « trop de finance » et propose d'éventuelles pistes de recherche pour l'avenir.

89

#### *Crises*

Les crises financières constituent la première explication possible. Il existe des preuves témoignant que l'expansion rapide du crédit est souvent suivie de crises financières et que les crises financières engendrent d'importants coûts macroéconomiques (pour une analyse, voir Claessens *et al.*, 2014). Même si Arcand *et al.* (2015a) montrent que l'effet « trop de finance » reste probant lorsqu'on prend en compte les crises bancaires, il serait intéressant de vérifier si les crises bancaires associées à un développement rapide du secteur financier sont différentes des autres types de crises bancaires et de vérifier ensuite si cette différence peut expliquer l'effet « trop de finance ».

#### *Mauvaise répartition des talents*

En 1984, James Tobin constate que « tous les professeurs d'université savent que la finance attire une proportion considérable et

croissante des jeunes hommes et femmes les plus compétents du pays » (Tobin, 1984, p.1). Il laisse entendre qu'un secteur financier excessivement important peut entraîner une mauvaise répartition des talents. Philippon et Reshef (2012) décrivent l'évolution du sur-salaire (c'est-à-dire les différences de rémunération que n'expliquent pas les caractéristiques individuelles des travailleurs) aux États-Unis et soutiennent qu'il existe un lien étroit entre le sursalaire du secteur financier, la taille du secteur financier et la libéralisation financière. Philippon et Reshef (2013) apportent des preuves au niveau international qui sont cohérentes avec les données des États-Unis. Boustanifar *et al.* (2017) utilisent les données de vingt-trois pays pour montrer que la déréglementation financière a un effet de causalité sur les salaires dans le secteur financier et pourrait conduire à des prises de risques inefficaces sur le plan social. Enfin Kneer (2013) et Cecchetti et Kharroubi (2015) indiquent qu'une mauvaise répartition des talents pourrait en effet jouer un rôle et expliquer pourquoi un secteur financier excessivement important a un effet négatif sur la croissance économique. À l'avenir, la recherche devrait essayer d'affiner ces résultats à l'aide d'un modèle structurel visant à évaluer les coûts et avantages sociaux d'un secteur financier important.

90

### *Différents types de finance*

La troisième explication possible porte sur le fait qu'il existerait différents types de finance : une « bonne » finance (mise en commun de l'épargne, facilitation des échanges et amélioration de l'allocation du capital grâce à la production d'informations *ex ante* et à des contrôles *ex post*) et une « mauvaise » finance basée sur l'aléa moral (activités spéculatives comportant des risques et ne contribuant pas au processus de détermination du prix et, potentiellement, excès de crédit aux ménages). L'effet « trop de finance » pourrait donc être expliqué par le fait qu'à mesure que le secteur financier croît, la composante « mauvaise finance » devient relativement plus importante. Pour vérifier cette hypothèse, il faudrait collecter des données détaillées sur les différentes composantes du secteur financier, une tâche difficile, mais qui pourrait porter ses fruits.

### *La capture politique*

La dernière explication est liée à l'économie politique de la régulation financière (Johnson, 2009). Il existe des preuves témoignant de l'importante pression exercée par le secteur financier sur les décideurs politiques (Igan *et al.*, 2011). Étant donné que la libéralisation financière pèse sur les rentes captées par les acteurs du secteur financier (Boustanifar *et al.*, 2017), il se peut qu'un important secteur financier,

doté d'une influence accrue, exerce davantage de pression en faveur d'une régulation financière socialement inefficace qui, à son tour, renforce l'influence du secteur financier. Même si les résultats de Boustanifar *et al.* (2017) sont cohérents avec cette interprétation, il n'existe à ma connaissance aucune étude qui examine spécifiquement les implications pour la croissance du canal de la capture politique.

## NOTES

1. Le lecteur doit savoir qu'il existe une abondante littérature traitant de ce sujet. Pour une étude détaillée, voir Levine (2005) et Beck (2011).
2. L'article a d'abord fait l'objet d'une publication dans VoxEU en avril 2011 (<http://voxeu.org/article/has-finance-gone-too-far>). Il a ensuite été publié sous forme de document de travail du FMI en juin 2012 (<https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp12161.pdf>) et a finalement été publié dans *Journal of Economic Growth* en mai 2015. Le concept « trop de finance » était pour sa part basée sur une note d'information (Panizza, 2009) préparée pour la CnuCED (2009).
3. Voir, par exemple, « Warning: Too Much Finance Is Bad for the Economy » par *The Economist* (<http://www.economist.com/blogs/buttonwood/2015/02/finance-sector-and-growth>) (un article qui par ailleurs ne cite même pas l'article « Too Much Finance »), l'article du *Financial Times* par Martin Wolf intitulé « Why Finance Is Too Much of a Good Thing » (<https://www.ft.com/content/64c2f03a-03a0-11e5-a70f-00144feabdc0>) ou encore la question « Too Much Finance? » soulevée au Parlement européen (<http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//TEXT+WQ+E-2015-007727+0+DOC+XML+V0//EN&language=mt>).
4. Cline (2015b) a répondu à notre réfutation en laissant entendre qu'il fallait envisager deux types de finance. Pourtant son modèle n'intègre pas ces deux types de finance. Par conséquent, notre réfutation reste valide.

91

## BIBLIOGRAPHIE

- ARCAND J.-L., BERKES E. et PANIZZA U. (2015a), « Too Much Finance? », *Journal of Economic Growth*, vol. 20, pp. 105-148.
- ARCAND J.-L., BERKES E. et PANIZZA U. (2015b), « Too Much Finance or Statistical Illusion: a Comment », Institut de hautes études internationales et du développement, *Document de travail*, n° WP12-2015.
- BAGEHOT W. (1873), *Lombard Street: a Description of the Money Market*, History of Economic Thought Books, McMaster University Archive for the History of Economic Thought.
- BARAJAS A., BECK T., DABLA-NORRIS E. et YOUSEFI S. R. (2013), « Too Cold, Too Hot, Or Just Right? Assessing Financial Sector Development Across the Globe », FMI, *Document de travail*, n° 13/81.
- BECK T. (2009), « The Econometrics of Finance and Growth », in Mills T. et Patterson K. (éd.), *Palgrave Handbook of Econometrics*, vol. 2, Palgrave Macmillan, pp. 1180-1211.
- BECK T. (2011), « The Role of Finance in Economic Development: Benefits, Risks, and Politics », Tilburg University, Center for Economic Research, *Discussion Paper*, n° 2011-141.
- BECK T., LEVINE R. et LOAYZA N. (2000), « Finance and the Sources of Growth », *Journal of Financial Economics*, Elsevier, vol. 58, n° 1-2, pp. 261-300.
- BECK T., CHEN T., LIN C. et SONG F. M. (2012), « Financial Innovation: the Bright and the Dark Sides », Hong Kong Institute for Monetary Research, *Working Papers*, n° 052012.

- BOUSTANIFAR H., GRANT E. et RESHEF A. (2017), « Wages and Human Capital in Finance: International Evidence 1970-2011 », Federal Reserve Bank of Dallas, *Document de travail*, n° 266.
- CECCHETTI S. et KHARROUBI E. (2012), *Reassessing the Impact of Finance on Growth*, Banque des règlements internationaux, *Document de travail*, n° 381.
- CECCHETTI S. et KHARROUBI E. (2015), « Why Does Financial Sector Growth Crowd Out Real Economic Growth? », *Document de travail*.
- CLAESSENS S., KOSE A., LAEVEN L. et VALENCIA F. (2014), *Financial Crises: Causes, Consequences and Policy Responses*, Fonds monétaire international.
- CLINE W. (2015a), « Too Much Finance or Statistical Illusion? », Peterson Institute for International Economics, *Document de politique*, n° PB15-9.
- CLINE W. (2015b), « Further Statistical Debate on Too Much Finance », Peterson Institute for International Economics, *Document de travail*, n° WP15-16.
- COURNÈDE B. et DENKO O. (2015), « Finance and Economic Growth in OECD and G20 Countries », OCDE, Département des affaires économiques, *Document de travail*, n° 1223.
- DE GREGORIO J. et GUIDOTTI P. (1995), « Financial Development and Economic Growth », *World Development*, vol. 23, n° 3, pp. 433-448.
- DE LA TORRE A., GOZZI C. et SCHMUKLER S. (2007), « Innovative Experiences in Access to Finance: Market Friendly Roles for the Visible Hand? », Banque mondiale, *Document de travail de recherche sur les politiques*, n° WPS4326.
- DE LA TORRE A., IZE A. et SCHMUKLER S. (2011), « Financial Development in Latin America and the Caribbean: the Road Ahead », Banque mondiale.
- EUGSTER J. (2014), *Nonlinear Marginal Effects of Finance on Growth*, FMI, non publié.
- FMI (Fonds monétaire international) (2015), « Rethinking Financial Deepening: Stability and Growth in Emerging Markets », FMI, *Staff Discussion Note*, n° 15/08, mai.
- GOLDSMITH R. (1969), *Financial Structure and Development*, Yale University Press.
- IGAN D., MISHRA P. et TRESSEL T. (2011), « A Fistful of Dollars: Lobbying and the Financial Crisis », National Bureau of Economic Research, *NBER Macroeconomics Annual 2011*, vol. 26.
- JOHNSON S. (2009) « The Quiet Coup », *The Atlantic*, mai.
- JORDÀ Ò., SCHULARICK M. et TAYLOR A. M. (2016), « The Great Mortgaging: Housing Finance, Crises and Business Cycles », *Economic Policy*, vol. 31, pp. 107-152.
- KINDLEBERGER C. (1978), *Manias, Panics and Crashes: a History of Financial Crises*, New York: Basic Books.
- KING R. G. et LEVINE R. (1993), « Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 108, n° 3, pp. 717-737.
- KNEER C. (2013), « Finance as a Magnet for the Best and Brightest: Implications for the Real Economy », DNB, *Document de travail*, n° 392.
- KOHN D. (2005), « Comment to Rajan », Actes de l'Economic Symposium 2005 de Jackson Hole organisé par la Federal Reserve Bank of Kansas City.
- LAW S. H. et SINGH N. (2014), « Does Too Much Finance Harm Economic Growth? », *Journal of Banking and Finance*, vol. 41, pp. 36-44.
- LEVINE R. (2005), « Finance and Growth: Theory, Evidence and Mechanisms », in Aghion P. et Durlauf S. N. (éd.), *The Handbook of Economic Growth*, Elsevier, pp. 865-934.
- LEVINE R., NORMAN L. et BECK T. (2000), « Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes », *Journal of Monetary Economics*, Elsevier, vol. 46, n° 1, août, pp. 31-77.
- LEVINE R. et ZERVOS S. (1998), « Stock Markets, Banks and Economic Growth », *American Economic Review*, vol. 88, n° 3, pp. 537-558.
- MBOME M. S. (2016), « Financial Development, Macroeconomic Stability and Growth », Université de Milan, non publié.
- MINSKY H. (1974), « The Modeling of Financial Instability: an Introduction » in *Modelling and Simulation*, vol. 5, Actes de la cinquième conférence annuelle de Pittsburgh, Instruments Society of America, pp. 267-272.

- PAGANO M. (2012), « Finance: Economic Lifeblood or Toxin? », Université de Naples, CSEF, *Document de travail*, n° 326.
- PANIZZA U. (2009), « Can There Be Too Much Finance? », United Nations Conference on Trade and Development, non publié.
- PANIZZA U. (2012), « Finance and Economic Development », *International Development Policy*, n° 3, pp. 141-160.
- PANIZZA U. (2014), « Financial Development and Economic Growth: Known Knowns, Known Unknowns, and Unknown Unknowns », *Revue d'économie du développement*, vol. 22, HS02, pp. 35-65.
- PHILIPPON T. et RESHEF A. (2012), « Human Capital in the US Financial Sector: 1909-2006 », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 127, pp. 1551-1609.
- PHILIPPON T. et RESHEF A. (2013), « An International Look at the Growth of Modern Finance », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 27, pp. 73-96.
- RAJAN R. (2005), « Has Financial Development Made the World Riskier? », Actes de l'Economic Symposium 2005 de Jackson Hole organisé par la Federal Reserve Bank of Kansas City.
- RAJAN R. G. et ZINGALES L. (1998), « Financial Dependence and Growth », *American Economic Review*, vol. 88, n° 3, pp. 559-586.
- ROUSSEAU P. et WACHTEL P. (2011), « What Is Happening to the Impact of Financial Deepening on Economic Growth? », *Economic Inquiry*, n° 49, pp. 276-288.
- SAHAY R., ČIHÁK M., N'DIAYE P., BARAJAS A., BI R., AYALA D., GAO Y., KYOBE A., NGUYEN L., SABOROWSKI C., SVIRYDZENKA K. et YOUSEFI S. R. (2015), « Rethinking Financial Deepening: Stability and Growth in Emerging Markets », FMI, Note de discussion du personnel du FMI 15/08.
- SCHUMPETER J. A. (1911), *A Theory of Economic Development*, Harvard University Press.
- SUMMERS L. (2005), « Comment to Rajan », Actes de l'Economic Symposium 2005 de Jackson Hole organisé par la Federal Reserve Bank of Kansas City.
- TOBIN J. (1984), « On the Efficiency of the Financial System », *Lloyds Bank Review*, n° 153, pp. 1-15.
- CNUCED (Conférence des Nations unies sur le commerce et le développement) (2009), *Trade and Development Report*, Chapitre 3, United Nations Conference on Trade and Development.

