

Développement financier et croissance économique : l'effet de la dette publique

Financial development and economic growth: the effect of public debt

Megam Armel Brice TADJO, (Docteur)

*Faculté des Sciences Economiques et de Gestion
 Université de Yaoundé II-Soa, Cameroun*

Adresse de correspondance :	Faculté des Sciences économiques et de gestion de l'Université de Yaoundé II. B.P : 1365 Yaoundé-Cameroun Téléphone : +237 243 682 254 Email : fseg@univ-yaounde2.org
Déclaration de divulgation :	Les auteurs n'ont pas connaissance de quelconque financement qui pourrait affecter l'objectivité de cette étude et ils sont responsables de tout plagiat dans cet article.
Conflit d'intérêts :	Les auteurs ne signalent aucun conflit d'intérêts.
Citer cet article	TADJO, M. A. B. (2025). Développement financier et croissance économique : l'effet de la dette publique. <i>International Journal of Accounting, Finance, Auditing, Management and Economics</i> , 6(3), 44-60. https://doi.org/10.5281/zenodo.14984881
Licence	Cet article est publié en open Access sous licence CC BY-NC-ND

Received: 18 December, 2024

Accepted: March 01, 2025

International Journal of Accounting, Finance, Auditing, Management and Economics - IJAFAME

ISSN: 2658-8455

Volume 6, Issue 03 (2025)

Développement financier et croissance économique : l'effet de la dette publique

Résumé

Cet article a pour objectif d'analyser l'effet du développement financier sur la croissance compte tenu du niveau de la dette publique. L'étude porte sur 88 pays et couvre la période 1996-2020. Deux mesures de développement financier ont été prises en compte. La première concerne le ratio du crédit accordé au secteur privé par rapport au PIB ; la seconde porte sur les actifs liquides du système financier rapporté au PIB. Le taux de croissance du PIB réel par habitant a servi à mesurer la croissance économique. La dette publique quant à elle est appréhendée par la dette publique centrale rapportée au PIB. Les estimations effectuées à partir de la méthode des moments généralisée en système (MMG) a permis d'obtenir deux résultats. Premièrement, le développement financier ne contribue pas positivement à la croissance. Deuxièmement, le développement financier ne favorise pas la croissance lorsque la dette publique est élevée. Spécifiquement, le développement financier n'agit pas positivement sur la croissance lorsque la dette publique atteint 65% ou 72% du PIB. Cependant, il contribue positivement à la croissance dans les pays où le niveau de la dette publique est faible ou modéré, c'est-à-dire lorsqu'il est inférieur à 65% ou 72% du PIB. Il est important que les pays lourdement endettés ramènent leur dette à un niveau optimal, mais également que les emprunts publics effectués par les pays à faible niveau d'endettement servent à assurer le financement des investissements productifs, afin de favoriser une relation positive entre le développement financier et la croissance économique.

Mots clés : Développement financier, croissance économique, dette publique, MMG

Classification JEL : E44 ; G20 ; O4

Type de l'article : Recherche appliquée

Abstract

The objective of this article is to analyse the relationship between financial development and economic growth, taking into account the level of public debt in 88 countries from 1996 and 2020. Two measures of financial development has been used : the ratio of credit granted to the private sector to GDP and the liquid assets of the financial system relative to GDP. To perform the estimates, the generalized method of moments was selected. Two main result were obtained. First, there is no positive contribution between financial development and economic growth. Second, financial development does not stimulate economic growth in countries where the level of public debt is high. Specifically, when public debt reach 65% or 72% of GDP, financial development does not positively impacts economy growth. However, financial development is beneficial for growth in countries where public debt is low or moderate, it is to say when it less than 65% or 72% of GDP. For financial development to positively impact economic growth, it is important for heavily indebted countries to bring their debt down to an optimal level. But it is equally crucial that borrowing by low-debt countries is used to finance productive investments.

Keywords : Financial development, economic growth, public debt, , GMM

JEL Classification : E44 ; G20 ; O4

Paper type : Empirical research

1. Introduction

A la suite de l'adoption des politiques de libéralisation financière, le ratio du crédit octroyé au secteur privé par rapport au PIB s'est fortement accru à l'échelle mondiale. Les données recueillies sur le site de la Banque Mondiale montrent qu'il a pratiquement doublé entre 1996 et 2023, passant de 78,68% à 147,59%. Par contre, le taux de croissance économique sur la même période a plutôt baissé, passant de 2,063% à 1,78%. On constate que la hausse du développement financier ne s'est pas fait suivre d'une hausse de la croissance. La croissance économique se définit comme étant la hausse de la quantité des biens et services produits par un pays sur une période donnée. Le développement financier quant à lui est perçu comme le processus de diversification des institutions financières et des instruments financiers.

Plusieurs travaux ont analysé le lien entre le développement financier et la croissance. Parmi ces travaux, on retrouve les théories de la croissance endogène qui montrent que le développement financier est un vecteur de croissance. King et Levine (1993) soulèvent à cet effet qu'il contribue positivement à la formation du capital et à l'amélioration du niveau de productivité dans l'économie. Dans la même veine, Alfaro et al (2009) mentionnent que le développement financier favorise l'adoption des nouvelles technologies. Les travaux empiriques sur le sujet montrent que la relation qui lie le développement financier à la croissance est contradictoire. Pendant que certaines études confirment les prédictions théoriques tant dans les pays développés qu'en développement (Ikshan et Satrianto, 2023 ; Xu et Wubishet, 2024), d'autres trouvent que le développement financier n'a aucun effet sur la croissance de ces pays ou que cet effet est négatif (Arcand et al, 2015, Cecchetti et Kharroubi, 2015 ; Sharma et Kautish, 2020).

A la suite de l'effet mitigé du développement financier sur la croissance, une nouvelle littérature a émergé. Celle-ci vise à montrer que le lien entre le développement financier et la croissance est tributaire de certaines caractéristiques économiques. A cet effet, les études ont montré que l'effet du développement financier sur la croissance peut dépendre des niveaux du développement économique (Yilmaskuday, 2011), du développement financier (Arcand et al, 2015 ; Swamy et Dharani, 2020), de l'inflation (Muazu et al, 2022 ; Bandura, 2020), des institutions (Demetriades et Law, 2006 ; Law et al, 2018) et du capital humain (Tadjo, 2024). Cette littérature a fi d'une caractéristique économique importante susceptible d'affecter le lien entre le développement financier et la croissance dans les pays développés et en développement : la dette publique. Celle-ci désigne l'ensemble des emprunts contractés par l'État et les administrations publiques non encore remboursés. Le développement du secteur financier a favorisé l'émergence de la dette publique à travers une multiplication des canaux d'emprunt. Les données des Nations Unies en 2024 révèlent que le niveau de la dette publique mondiale a pratiquement doublé passant de 50% du PIB en 2010 pour atteindre 97% du PIB en 2023. Les économistes s'accordent sur le fait que la dette publique n'est pas sans conséquence sur l'économie. Pour certains, la dette publique exerce un effet positif sur l'économie, alors que pour d'autres, elle exerce plutôt un effet négatif. Pour les keynésiens à l'exemple de Checherita et Rother (2010) et Leao (2013), la dette publique est bénéfique pour l'économie dans la mesure où elle contribue non seulement à l'accroissement du capital public indispensable à l'efficacité des entreprises. Mais également, elle stimule la demande des biens et services. Pour d'autres économistes, la dette publique exerce plusieurs effets négatifs sur l'économie, principalement lorsqu'elle est élevée. Selon Sargent et Wallace (1981), à court et à long terme, la dette publique entraîne un ralentissement de la croissance économique et stimule l'inflation. Picarelli et al (2019) précisent que l'accumulation de la dette publique entraîne la baisse des dépenses publiques productives à l'exemple des dépenses liées aux investissements publics, à l'éducation et à la santé, réduisant ainsi la productivité de l'économie. Patillo et al (2004) mentionnent que la dette publique réduit non seulement l'accumulation du capital, mais également la productivité

globale des facteurs. Pour certains auteurs, la dette publique est source d'instabilité macroéconomique. A cet effet, Das et al (2010) indiquent qu'elle est susceptible de générer l'instabilité financière, alors que Fischer et al (2002), de même que Reinhart et Rogoff (2010) montrent qu'elle est l'une des principales sources de l'inflation.

Il est plausible qu'un effet négatif de la dette publique à travers l'instabilité macroéconomique, une baisse de l'accumulation du capital se répercute négativement sur le lien entre le développement financier et la croissance. Car, des effets de la dette publique créeraient un environnement économique défavorable qui empêche au développement de la finance de se répercuter positivement sur la croissance. De même, il se peut que la contribution du développement financier à la croissance soit positive si la dette publique crée un environnement économique favorable à travers par exemple une accumulation du capital public et capital humain.

De cette littérature, il ressort clairement la question de savoir : Quel est l'effet de la dette publique sur la relation entre le développement financier et la croissance ? Autrement dit, la dette publique influence-t-elle positivement ou alors négativement cette relation ? Avant de répondre à cette question, l'on s'intéressera d'abord à la question de savoir : quel est l'effet du développement financier sur la croissance ?

Cette étude a pour objectif d'évaluer l'influence de la dette publique sur la relation entre le développement financier et la croissance. Spécifiquement, elle vise à apporter une réponse à l'effet mitigé du développement financier sur la croissance, en proposant un nouveau paramètre : la dette publique.

Le plan de cette étude se présente ainsi qu'il suit. La première section vise à présenter une revue de la littérature sur le sujet. La deuxième section porte sur la méthodologie utilisée dans le but d'effectuer les vérifications empiriques. La troisième section s'intéresse à l'analyse des résultats. Pour finir, une conclusion est présentée dans le but de résumer ce travail, proposer quelques recommandations de politique économique et offrir des pistes de recherche future sur le sujet.

2. Revue de littérature

Cette revue de la littérature a deux rubriques. D'une part, elle présente les travaux existants sur la relation existante entre le développement financier et la croissance d'une part et d'autre part, elle essaie de ressortir les canaux par lesquels la dette publique influence la relation entre le développement financier et la croissance.

2.1. Relation entre développement financier et croissance économique

Dans le cadre de cette sous-section, l'on présentera d'abord les études théoriques, puis les études empiriques sur la relation entre le développement financier et la croissance.

2.1.1 Etudes théoriques

Le débat sur la relation entre le développement financier et la croissance remonte au 19^{ème} siècle et a été le sujet de nombreuses recherches théoriques et empiriques. Sur le plan théorique, le secteur financier joue un rôle capital dans l'économie en canalisant l'épargne vers les activités génératrices de revenu. D'après Schumpeter (1911), les banquiers sont dotés des capacités nécessaires pour choisir les projets dont le rendement est élevé. Ce sont ces projets qu'ils financent. Greenwood et Jovanovic (1990) repris par King et Levine (1993) montrent que le développement financier favorise la croissance du capital et l'innovation. Alfaro et al (2009) indiquent que le développement financier favorise l'adoption des nouvelles technologies. Levine (2005) quant à lui fait état de ce que le développement financier influence positivement la croissance dans la mesure où il permet au système financier de mieux exercer les fonctions suivantes : (i) la mobilisation de l'épargne, (ii) la production des informations et l'affectation

des ressources vers les meilleurs projets d'investissement ; (iii) la facilitation des échanges ; (iv) la gestion des risques ; (v) la gouvernance des entreprises financées.

2.1.2 Etudes empiriques

Sur le plan empirique, les résultats obtenus sont plutôt divergents. Levine et Zervos (1998) se penchent sur l'étude de l'impact du fonctionnement du marché boursier et du secteur bancaire sur la croissance dans 49 pays couvrant la période 1976-1993. A partir de la méthode des moindres carrés ordinaires (MCO). Ils trouvent que le ratio de turn over et le crédit bancaire et de développement bancaire améliorent le taux de croissance, l'accumulation du capital et la productivité globale des facteurs. Beck et Levine (2004) effectuent une étude similaire dans 40 pays développés et en développement sur la période 1976-1998 à partir de la méthode des moments généralisée. Cette méthode vient combler la faiblesse de la méthode des MCO qui ne prend pas en compte l'endogénéité de certaines variables dans le modèle. Ces auteurs aboutissent toutefois aux mêmes résultats. Certains travaux récents trouvent aussi des résultats conformes aux précédents. C'est par exemple le cas de Xu et Wubishet (2024) qui analysent cette relation dans 18 pays d'Afrique entre 1995 et 2021. Ils mesurent le développement financier par l'indice de développement financier conçu par le Fonds Monétaire international (FMI) qui prend en compte la profondeur, l'efficacité et l'accessibilité des institutions financières et des marchés financiers. A partir de la méthode des moments généralisés, leurs résultats montrent que l'ensemble des indicateurs de développement financier utilisés est positivement lié à la croissance. En captant le développement financier de la même manière que la précédente étude, Ikshan et Satrianto (2023) constatent aussi que le développement du secteur financier favorise l'expansion économique dans les pays à revenu élevé entre 2005 et 2019. Guptha et Rao (2018) mènent une étude similaire entre 2005 et 2019 en se référant à un échantillon composé de cinq pays, à savoir : le Brésil, la Russie, l'Inde, la Chine et l'Afrique du Sud). Ils trouvent que le développement financier affecte positivement la croissance économique. Spécifiquement, le crédit accordé au secteur privé favorise les investissements et relève le niveau de la productivité dans ces pays. Il ressort que le développement financier contribue positivement à la croissance indépendamment des niveaux de développement et des dimensions de développement financier.

Certains travaux montrent au contraire que le développement financier n'affecte pas positivement la croissance. C'est le cas de Sharma et Kautish (2020) qui, en examinant le développement du secteur financier et la croissance dans les pays à revenu moyen en Asie du Sud trouvent que celui-ci n'influence pas la croissance. Ils justifient ce résultat par la crise financière de 2008 qui a constitué un frein au développement du secteur financier dans ces pays. Mais, les résultats de Arcand et al (2015) contredisent les résultats obtenus par ces derniers. En effet, Arcand et al (2015) avouent que le développement financier (principalement mesuré par le crédit accordé au secteur privé) exerce une influence négative sur la croissance. Mais d'après eux, cette influence négative ne résulte nullement de la crise financière de 2008, encore moins de la qualité des institutions, ni même du niveau de supervision, mais plutôt d'un excès de développement financier. Ils constatent qu'au-delà de 100% du crédit accordé au secteur privé par rapport au PIB, l'effet du développement financier sur la croissance devient négatif. D'après eux, le crédit privé agit positivement sur la croissance lorsqu'il est situé en deçà de ce seuil. Un développement financier excessif semble donc néfaste pour la croissance. Il conseille aux pays dont le volume de crédit excède le seuil calculé de ramener à un niveau optimal leur crédit accordé au secteur financier. Nguyen et al (2019) montrent que l'effet du développement financier sur la croissance est plutôt fonction du niveau de développement économique. Leur analyse menée sur la base de 90 pays révèle que dans les pays à revenu élevé, le développement financier exerce une influence négative sur la croissance. Mais, cet effet est positif dans les pays à revenu faible. Leur résultat semble rejoindre celui d'Arcand et al (2015), car les pays à revenu

élevé sont également les pays qui enregistrent le niveau de développement financier le plus élevé et les pays à revenu faible sont également ceux-là qui ont un niveau de développement financier faible. Tadjó (2024) qui s'est également intéressé à l'analyse de la relation entre le développement financier et la croissance économique a fait recours à un échantillon plus large composé 107 pays et a pris en compte une période d'étude large s'étend de 1985 à 2020. Il trouve que le crédit accordé au secteur privé n'influence pas positivement la croissance dans les pays où le capital humain est faible. Cependant, cet effet est positif dans les pays où le capital humain est développé. Pour Law et al (2018) et Yulsel et al (2023), les indicateurs du développement financier affectent positivement la croissance lorsque les institutions sont bonnes. Cet effet devient nul ou négatif dans le contraire. S'il est vrai que la littérature a bien fait de mentionner les caractéristiques économiques susceptibles de modifier l'effet du développement financier sur la croissance, il convient aussi de dire qu'elle a ignoré une caractéristique importante, à savoir la dette publique. La suite de la littérature consiste à montrer comment la dette publique est susceptible d'influencer la relation entre le développement financier et la croissance.

2.2. Développement financier et croissance économique : le rôle de la dette publique

Les investigations du lien entre le développement financier et la croissance compte tenu du niveau de la dette publique n'a véritablement pas fait l'objet des études. Néanmoins, Aria et al (2014) tentent de montrer comment le niveau de la dette publique est susceptible d'influencer la contribution du développement financier à la croissance. Ils présentent une théorie selon laquelle lorsque la dette publique s'accroît, le taux d'intérêt sur les prêts bancaires s'accroît également. Il en résulte le problème de sélection adverse sur le marché du crédit. Il se traduit par le fait que les emprunteurs présentant des projets rentables refusent d'emprunter des fonds moyennant un taux d'intérêt élevé, alors que les mauvais emprunteurs (emprunteurs à risque dont les projets ne sont pas certains) vont accepter emprunter à ce taux. En conséquence, les banquiers vont opter pour le financement des projets non rentables au détriment des projets rentables. D'où l'inefficacité des projets financés se traduisant par une contribution négative du développement financier sur la croissance. Cette théorie montre que le lien entre le développement financier et la croissance dépend du niveau d'endettement public.

D'après l'énoncé d'Aria et al (2014), la dette publique influence le lien entre le développement financier et la croissance via le canal du taux d'intérêt. Il existe d'autres canaux par lesquels la dette publique est susceptible d'influencer la relation entre le développement financier et la croissance. L'un d'eux c'est le canal des investissements publics¹. Selon Were et Madete (2022), la dette publique favorise les investissements publics. Barro (1990) souligne que les investissements publics améliorent la productivité de l'économie et par conséquent l'efficacité des investissements privés. Il s'en suit donc une contribution positive du développement financier à la croissance. Par contre, une dette publique excessive entraîne une réduction des dépenses publiques productives, surtout les dépenses publiques relatives aux infrastructures publiques, à la santé et à l'éducation (Picarelli et al, 2019 ; Fosu, 2008 et Lora et Olivera, 2006), contribuant ainsi à réduire la productivité de l'économie et l'efficacité des investissements privés. Dans ce cas, la dette publique élevée réduit ou annule l'effet positif du développement financier sur la croissance économique. La dette publique peut aussi affecter le lien entre le développement financier et la croissance par le canal de la stabilité financière. Lorsque la dette publique est modérée ou faible, elle contribue positivement à la stabilité financière. En cela, la dette publique engendre un environnement favorable à une relation positive entre le développement financier et la croissance. Cependant, lorsque la dette publique est élevée, elle crée l'instabilité financière (Das et al, 2010). Cette instabilité financière empêche au

¹ Hirschman (1958) définit les investissements publics comme étant les biens et services qui rendent possibles l'activité économique.

développement financier de contribuer positivement à la croissance. Par ailleurs, à travers le canal de la taxe, la dette publique réduit l'accès à l'éducation et aux soins de santé, ce qui altère le capital humain, ou alors empêche son accumulation. Cela se justifie par le fait que l'accroissement de la taxe décourage les investissements dans la formation et accroît le coût des services liés à la santé. Il va en découler une diminution de l'investissement des ménages dans le capital humain et donc, une baisse du potentiel productif de l'économie.

De cette littérature, découle les hypothèses de recherche suivantes :

Le développement financier influence positivement la croissance.

Le développement financier affecte négativement la croissance économique lorsque la dette publique est élevée.

3. Méthodologie

La méthodologie de cette étude aborde successivement la spécification des modèles utilisés, la méthode d'estimation et la présentation des données.

3.1. Modèles utilisés

Dans le but d'évaluer l'effet du développement financier sur la croissance, les auteurs à l'exemple de King et Levine (1993), Demetriades et Law (2006) ont généralement fait recours à un modèle qui se présente de la manière suivante :

$$PIB_{it} = \beta_0 PIB_{it-1} + \beta_1 DF_{it} + \beta_2 X_{it} + \mu_i + v_t + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Après avoir évalué l'analyse de l'effet du développement financier sur la croissance à partir de ce premier modèle, l'on a recouru à un second modèle, encore appelé modèle à interaction. Ce modèle permet de croiser les variables d'intérêt, à savoir le développement financier et la dette publique. Il est utilisé dans le cas de cette étude pour évaluer l'effet du développement financier sur la croissance en fonction du niveau de la dette publique. Ce modèle a été préconisé par Demetriades et Law (2006) et adopté par plusieurs études récentes, à l'exemple de celles réalisées par Mondjeli et al (2024) et Bitoto et Ongo (2024). Il se présente comme suit :

$$PIB_{it} = \beta_0 PIB_{it-1} + \beta_1 DF_{it} + \beta_2 DETTE_{it} + \beta_3 (DF \times DETTE)_{it} + \beta_4 X_{it} + \mu_i + v_t + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Dans ce modèle, β_1 et β_3 représentent respectivement les coefficients associés au développement financier (DF) et à l'effet combiné du développement financier et de la dette publique ($DF \times DETTE$). Si β_1 et β_3 sont respectivement positif et négatif, cela revient à dire que lorsque la dette publique atteint un certain seuil, le lien entre le développement financier et la croissance devient négatifs. Si β_1 et β_3 sont respectivement négatif et positif, cela signifie que lorsque la dette publique atteint un certain seuil, le lien entre le développement financier et la croissance devient positif. Il est dès lors possible de calculer le seuil d'endettement en dérivant l'équation de croissance par le développement financier.

Dans ces modèles, PIB_{it} désigne le taux de croissance du PIB réel par habitant et PIB_{it-1} est le taux de croissance du PIB réel par habitant de l'année antérieure. X_{it} représente l'ensemble des variables de contrôle utilisées dans cette étude et $DETTE_{it}$, la dette publique. μ_i désigne l'effet spécifique pays inobservé et v_t l'effet spécifique temps inobservé. ε appréhende le terme d'erreur, tandis que les indices i et t indiquent respectivement les pays et les années. β désigne le coefficient associé à chaque variable pris en compte dans le modèle.

3.2. Méthode d'estimation

Dans les équations 1 et 2 ci-dessus, le taux de croissance du PIB réel qui désigne la variable dépendante figure également comme variable explicative. Ce qui fait que le modèle employé est dynamique. Un modèle dynamique est un modèle où au moins une variable expliquée fait

également partie des variables explicatives. Selon Sevestre (2002), dans ce cas de figure, les méthodes classiques d'estimation, à l'exemple des moindres carrés ordinaires ne sont pas adaptées. Il est donc préférable de recourir à la méthode des moments généralisée. Celle-ci offre deux variantes. La première c'est la méthode en différence première proposée par Arellano et Bond (1991) et la seconde c'est la méthode en système proposée par Blundell et Bond (1998). En ce qui concerne la première variante, lors de la différenciation de l'équation du modèle, on observe une perte d'information. Ce qui rend les résultats obtenus moins fiables. La seconde variante qui est la méthode en système existe dans le but de corriger le problème observé avec la méthode en différence. Cette méthode considère en même temps l'équation différenciée et l'équation à niveau. En comparant les deux méthodes, Blundell et Bond (1998) constatent que la méthode des moments généralisés en système offre des résultats fiables par rapport à la méthode en différence. C'est pour cela que la méthode des moments généralisée en système est celle qui est prise en compte lors des estimations relatives à cette étude.

L'acceptation et la fiabilité des résultats issus des estimations lorsqu'on utilise la méthode des moments généralisés reposent sur la validité d'un certain nombre de tests. Il y a le test de la validité des instruments et les tests d'auto-corrélation des erreurs d'ordre 2. La littérature propose deux tests pour s'assurer que les instruments utilisés sont appropriés, à savoir le test de Sargan et le test de Hansen. Le test de Sargan n'est pas utilisé en raison du fait qu'il est moins performant à l'hétéroscédasticité et à l'auto-corrélation des erreurs, contrairement au test de Hansen. Toutefois, le test de Hansen présente une faiblesse face à la prolifération des instruments. Celui-ci est valide lorsque le nombre d'instruments utilisés est inférieur à la taille de l'échantillon. A cet effet, deux hypothèses sont présentées : l'hypothèse nulle (H_0) qui permet de valider les instruments et l'hypothèse non nulle (H_1) qui les invalide. L'hypothèse nulle sera acceptée lorsque la p-value obtenue à la suite des estimations excède 1%, 5%, ou 10%. Dans le cas contraire, les instruments ne sont pas valides. Les résultats de ce test sont présentés dans les tableaux qui enregistrent les différents résultats obtenus à l'issue des estimations.

Pour le test d'auto-corrélation des erreurs, on a deux hypothèses. L'hypothèse nulle (H_0) d'absence d'auto-corrélation des erreurs d'ordre deux en différence et l'hypothèse non nulle (H_1) d'auto-corrélation des erreurs d'ordre deux en différence. Après avoir effectué les estimations, une p-value supérieure à 1%, 5%, ou 10%, permet de valider l'hypothèse nulle d'absence d'auto-corrélation des erreurs. Dans le cas contraire, on dira qu'il y a présence d'auto-corrélation des erreurs et c'est l'hypothèse H_1 qui sera acceptée. L'hypothèse nulle doit être validée pour que les résultats soient acceptés. Ainsi, la méthode des moments généralisés en système permet d'obtenir des résultats robustes lorsque l'ensemble des tests ci-dessus sont valides.

3.3. Les données

Cette étude porte sur 88 pays développés et en développement. Le choix de cet échantillon se justifie par le fait que l'effet mitigé du développement financier sur la croissance est une problématique qui concerne tant les pays développés qu'en développement. Par ailleurs, la méthode d'estimation utilisée (la méthode des moments généralisée) exige que la taille de l'échantillon soit importante et largement supérieure à la période d'étude sans quoi les résultats obtenus seront biaisés. La période d'étude s'étend de 1996 à 2020. Elle est dictée par la disponibilité des données. Par exemple, la qualité institutionnelle qui est une variable de contrôle dans cette étude n'est disponible qu'à partir de 1996. Parmi les variables utilisées, certaines proviennent de la *World Development indicators (WDI)*. On a à cet effet :

- **Le taux de croissance du PIB réel par habitant** qui représente dans le cadre de cette étude la variable expliquée.
- **Le taux de croissance du PIB réel par habitant de l'année antérieure (PIB retardé).**

- **Du taux d'inflation** qui est un indicateur de l'évolution des prix des biens et services. C'est l'un des indicateurs d'instabilité macroéconomique et son influence sur la croissance est négative.
- **Des dépenses gouvernementales** qui mesurent les dépenses publiques du gouvernement central. Elles représentent les dépenses de consommation et non pas les dépenses d'investissement ; c'est pourquoi son effet sur la croissance est négatif.
- **Le niveau d'éducation** qui mesure le niveau de scolarisation dans l'enseignement primaire. L'éducation améliore la connaissance des individus et contribue à relever le niveau de la production. C'est donc un facteur de croissance d'après Lucas (1988). Le signe attendu de cette variable est donc positif.
- **L'ouverture commerciale** quant à elle mesure le volume des échanges commerciaux en proportion du PIB. D'après Levine et Renelt (1992), l'ouverture commerciale favorise la croissance à travers l'investissement. Il facilite aussi l'adoption des nouvelles technologies. Son effet sur la croissance est donc positif. D'après les théories néoclassiques de la croissance, les variables susmentionnées constituent les principaux déterminants de la croissance.

D'autres variables par contre proviennent de la *Global Financial Development Database (GFDD)*. On a à cet effet :

- **Le crédit intérieur au secteur privé rapporté au PIB (crédit privé)** mesure la fonction d'allocation des ressources des institutions financières bancaires et non bancaires. Cet indicateur a été introduit par Levine et Zervos (1998). Son effet sur la croissance est ambigu. C'est l'un des indicateurs de développement financier les plus utilisés. Comme cette étude vise aussi à vérifier les précédentes études, c'est pourquoi il est utilisé.
- **Les actifs liquides du système financier (M3/PIB)** mesurent la proportion de la masse monétaire M3 par rapport au PIB. Cet indicateur prend en compte les activités d'intermédiation financière des banques et de la banque centrale, contrairement à l'indicateur précédent. Le signe attendu de cette variable sur la croissance peut être positif ou négatif. Il est utilisé en remplacement du crédit accordé au secteur privé pour tester la robustesse du résultat obtenu après avoir analysé la relation entre le développement financier et la croissance compte tenu du niveau de la dette publique. C'est également un des indicateurs les plus utilisés.

Les indicateurs de développement financier utilisés dans le cadre de cette étude portent essentiellement sur la taille du système financier. Ils présentent l'avantage d'être disponible pour un grand nombre de pays et pour une longue période, contrairement aux autres indicateurs de développement financier. Également, ces indicateurs sont les plus utilisés au sein de la littérature. Leur utilisation permet de mieux confronter les résultats obtenus aux résultats présentés dans la littérature. Mais, l'inconvénient de ces indicateurs est qu'ils mesurent partiellement le développement financier. Il existe d'autres indicateurs de développement tels que l'inclusion financière ou l'accès aux services financiers ; seulement, leur utilisation dans le cadre de cette étude aurait réduit considérablement la taille de l'échantillon et la période d'étude.

- **La crise bancaire** est une variable qui vaut 1 si la crise bancaire se produit et 0 dans le cas contraire. C'est un indicateur d'instabilité financière et son effet sur la croissance est négatif (Beck, 2014). Elle est utilisée dans le cadre de cette étude comme une variable de contrôle supplémentaire.
- **La qualité institutionnelle** a également été prise en compte dans l'étude comme variable de contrôle supplémentaire. La littérature souligne que l'environnement institutionnel est fondamental dans l'atteinte d'un certain niveau de croissance (Kocenda et Poghosyan, 2018). Pour ce faire, l'on a construit un indice de la qualité institutionnelle en s'appuyant sur six variables institutionnelles proposées par Kaufman et al (2010). Ces variables

proviennent de la *World Governance Indicators (WGI)*. Il s'agit en l'occurrence de la règle de loi, la stabilité politique, du contrôle de la corruption, de la qualité de la régulation, de l'efficacité du gouvernement et de la voie et responsabilité. Ces variables présentent un score compris entre -2,5 et 2,5. Lorsque le score se rapproche de -2,5, cela signifie que la qualité institutionnelle du pays est mauvaise. Cependant, lorsqu'elle est proche de 2,5, cela signifie que la qualité institutionnelle est bonne. Pour construire l'indice de la qualité institutionnelle, l'on a additionné pour chacune des années l'ensemble des six variables, puis on a divisé le résultat par six. Cela a permis d'obtenir une moyenne institutionnelle pour chaque pays au cours de chaque année tout en conservant le score identique.

- **Les investissements directs étrangers (IDE) :** ce sont des investissements effectués par les non-résidents sur un autre territoire. Son apport sur la croissance est généralement positif. Certains auteurs estiment que son effet sur la croissance est négatif lorsqu'il y a retrait des capitaux investis. Cette variable est utilisée comme variable de contrôle additionnelle pour tester la robustesse des résultats.
- **La dette publique centrale (en % du PIB) :** cet indicateur mesure le poids de la dette publique des administrations centrales qui n'a pas encore été remboursée. L'on a choisi cet indicateur par rapport à la dette publique brute et par rapport à la dette publique générale (en % du PIB). Le choix de cette variable plutôt que celle relative à la dette publique brute porte sur le fait qu'elle est rapportée au PIB. Elle présente par ce fait l'avantage de mesurer l'évolution de la dette publique en fonction du poids de l'économie. Donc, si cette dette croît plus vite que le PIB, cet indicateur aura tendance à s'accroître ; par contre, si le PIB croît plus vite que la dette publique brute, alors cet indicateur aura plutôt tendance à décroître. La dette publique centrale a également été préférée à la dette publique générale pour la simple raison qu'elle est disponible pour un plus grand nombre de pays. Les données de la dette publique centrale rapportée au PIB ont été recueillies dans la base de données du FMI, connue sous le terme « *Historical Public Debt Database* ».

4. Présentation des résultats et interprétations

L'analyse des résultats présente deux principaux résultats. Il s'agit premièrement de l'effet du développement financier sur la croissance, et deuxièmement de l'effet de la dette publique dans la relation entre le développement financier et la croissance.

4.1. Analyse des résultats de l'effet du développement financier sur la croissance

Le tableau 1 ci-après enregistre les résultats de l'effet du développement financier (crédit privé) sur la croissance économique, obtenus à partir de la méthode des moments généralisée.

Les colonnes 1, 2, 3 et 4 du tableau 1 représentent l'effet du développement financier sur la croissance lorsqu'on prend en compte respectivement les variables de contrôle usuelles, la crise bancaire, la qualité institutionnelle et les IDE.

L'analyse des résultats des estimations contenus dans le tableau ci-dessus montre que dans le modèle 1, le coefficient qui lie le développement financier à la croissance est de -0,016%. Ce qui traduit que le crédit privé exerce un effet négatif sur la croissance économique. Spécifiquement, un accroissement du développement financier de 1% entraîne une diminution du taux de croissance de 0,016%. Selon Arcand et al (2012), ce résultat négatif du développement financier sur la croissance est dû à un système financier trop large ; ce qui est généralement le cas des pays développés. Selon Cecchetti et Kharroubi (2015), cela découlerait plutôt des booms de crédit ; ce qui peut être observé aussi bien dans les pays développés et que dans les pays en développement. Les résultats obtenus et enregistrés dans les modèles 2 et 3 prennent en compte respectivement la crise bancaire et la qualité institutionnelle. Ils révèlent que l'effet négatif du développement financier sur la croissance est plus élevé dans les pays où il y a l'instabilité financière. Cependant, dans les pays où la qualité institutionnelle est bonne,

l'effet négatif du développement financier sur la croissance est faible. Une amélioration de la qualité des institutions et la lutte contre l'instabilité financière seraient bénéfiques à la relation entre le développement financier et la croissance. Ces résultats s'opposent à ceux de Levine (2021) qui trouve que cette relation est positive et corroborent entièrement ce qu'ont trouvé Tadjó (2024) et Arcand et al (2012).

Tableau 1 : Effet du développement financier (crédit privé) sur la croissance

	(1)	(2)	(3)	(4)
PIB retardé	0,087*** (0,031)	0,080*** (0,028)	0,097*** (0,021)	0,246*** (0,045)
Crédit privé	-0,016* (0,009)	-0,067** (0,030)	-0,037*** (0,013)	-0,015** (0,007)
Ouverture commerciale	0,185*** (0,031)	0,187*** (0,034)	0,187*** (0,039)	0,196*** (0,362)
Inflation	-0,019*** (0,004)	-0,014***	-0,041* (0,022)	-0,016*** (0,002)
Dépenses gouvernementales	-0,039 (0,044)	-0,077*** (0,028)	-0,305*** (0,101)	-0,030 (0,034)
Education	0,017 (0,011)	0,017* (0,009)	0,021* (0,012)	0,013 (0,009)
Crise bancaire		-5,722*** (0,906)		
Qualité institutionnelle			3,335***	
IDE				0,024 (0,024)
Constante	1,869 (1,251)	1,950* (1,061)	6,516*** (2,072)	1,387 (1,125)
AR2	0,981	0,457	0,427	0,536
Hansen	0,199	0,417	0,378	0,205
Nombre d'observations	1941	1937	1716	1942
Nombre de pays	88	88	88	88
Nombre d'instruments	77	77	72	76

*, ** et *** désignent respectivement les p-values au seuil de 10%, 5% et 1%. Les données entre parenthèses représentent les écart-type

Source : Auteur à partir des données de la Banque Mondiale

Les colonnes 1, 2, 3 et 4 du tableau 1 représentent l'effet du développement financier sur la L'analyse des variables de contrôle présente deux principaux résultats. Premièrement, certaines variables exercent une influence positive sur la croissance comme c'est le cas de l'éducation, de l'ouverture commerciale, de la qualité institutionnelle et des IDE. Il est évident que l'éducation stimule la croissance, car elle accroît la capacité productive d'un individu et stimule l'innovation. L'ouverture commerciale est positivement reliée à la croissance en raison du fait qu'elle favorise l'acquisition des biens technologiques ; ce qui améliore le niveau de productivité. Comparée aux deux précédentes variables, la qualité institutionnelle est celle qui contribue le mieux à la croissance avec un coefficient de 3,335. La qualité institutionnelle est donc un facteur très déterminant pour atteindre la croissance. Ceci est vrai dans la mesure où une bonne qualité des institutions favorise les exportations, l'éducation, booste le niveau des investissements et améliore leur efficacité. Les IDE quant à eux ne sont pas significatifs sur la croissance. Ceci pourrait s'expliquer par un volume insuffisant ou alors par la qualité des institutions qui n'est pas favorable dans certains pays en développement, empêchant un effet escompté de ceux-ci sur la croissance.

Deuxièmement, certaines variables de contrôle exercent une influence négative sur la croissance. C'est le cas des dépenses de consommation gouvernementales, de l'inflation et de la crise bancaire. Cette dernière est celle qui contribue le plus à diminuer la croissance. Son coefficient s'élève à -5,722 et est significatif au seuil de 1%. Ceci indique que la crise bancaire

représente un véritable frein à la croissance. L'inflation est généralement source d'incertitude ; ce qui réduit le niveau et l'efficacité des investissements. Les dépenses de consommation gouvernementales quant à elles ne favorisent pas les investissements et la croissance par conséquent.

4.2. Analyse des résultats de l'effet de la dette publique dans la relation entre le développement financier et la croissance

Le tableau 2 ci-après présente les résultats des interactions entre le développement financier et la dette publique sur la croissance. Quatre estimations ont été effectuées et enregistrées respectivement dans les modèles 1, 2, 3 et 4 prenant en compte respectivement les variables de contrôle usuelles, la crise bancaire, la qualité institutionnelle et les IDE. On constate que dans chacune de ces estimations, le crédit privé est toujours positif et significatif, alors que la variable d'interaction (crédit privé*dette publique) est toujours négative et significative au seuil de 1%. Ces résultats signifient que la relation entre le développement financier et la croissance économique est tributaire du niveau de la dette publique. Spécifiquement, lorsque le niveau de la dette publique est élevé, le développement financier ne contribue pas positivement à la croissance. Lorsque le niveau de la dette publique est faible ou modéré, le développement financier contribue positivement à la croissance. Les résultats montrent que les seuils d'endettement varient entre 72% et 68%. C'est dire que les pays dont le niveau d'endettement est situé en deçà de cet intervalle enregistre un effet positif du développement financier sur la croissance. De même, dans les pays dont le niveau d'endettement excède cet intervalle, le développement financier ne favorise pas la croissance. Les données recueillies et analysées par nos soins révèlent que c'est dans les pays développés que le niveau de la dette publique est le plus élevé. Pour information, les données de la Banque Mondiale montrent qu'en 2020, le niveau de la dette publique dans ces pays s'élevait à 100,6% du PIB, tandis que dans les pays en développement, il se situait à 60% du PIB seulement. C'est donc dans les pays développés que le développement financier ne promeut pas la croissance. Ce résultat étant dû à une dette publique élevée. Ces résultats confirment les prédictions théoriques d'Aria et al (2014) qui arguent qu'une dette publique élevée altère l'effet positif du développement financier sur la croissance. De même, ce résultat vient trancher l'ambiguïté de la relation entre le développement financier et la croissance observée au sein de la littérature.

Ce résultat est testé en utilisant cette fois-ci une autre variable expliquée, à savoir le taux de croissance, contrairement au taux de croissance par habitant précédemment utilisé. Les résultats obtenus sont enregistrés dans le tableau 3 qui suit.

Le tableau 3 qui suit retrace les résultats de l'effet de la dette publique dans la relation entre le développement financier et la croissance. Il prend en compte comme variable expliquée le taux de croissance et non pas le taux de croissance du PIB par habitant et intègre aussi toutes les autres variables de contrôle.

Les résultats obtenus restent inchangés. Il se trouve que le seuil d'endettement public varie entre 65% et 69% du PIB. Les pays dont le niveau de la dette publique est supérieur à ce seuil, sont ceux qui enregistrent une relation négative entre le développement financier et la croissance. Ces résultats demeurent robustes à l'utilisation d'une nouvelle variable expliquée et des variables de contrôle supplémentaires suivantes : la qualité institutionnelle, la crise bancaire et les IDE.

Un nouveau test de robustesse est effectué en recourant à un nouvel indicateur de développement financier, à savoir : les actifs liquides du système financier rapporté au PIB. Le tableau 4 ci-après retrace les résultats relatifs à cet effet.

Tableau 2 : Effet de la dette publique dans la relation entre le développement financier et la croissance

	(1)	(2)	(3)	(4)
PIB retardé	0,138*** (0,044)	0,111*** (0,049)	-1,0603*** (0,0970)	0,1090 (0,0536)
Crédit privé	0,068** (0,026)	0,072*** (0,023)	0,1554* (0,0842)	0,0748*** (0,0258)
Crédit privé*Dette publique	-0,001*** (0,0003)	-0,001*** (0,0003)	-0,0022*** (0,0012)	-0,0011*** (0,0004)
Dette publique	0,121*** (0,038)	0,124*** (0,037)	0,0085 (0,0842)	0,1180*** (0,0258)
Ouverture commerciale	0,005 (0,012)	0,007 (0,013)	0,2451*** (0,0415)	0,0132 (0,176)
Inflation	-0,023*** (0,004)	-0,020*** (0,004)	-0,0248 (0,0297)	-0,0291*** (0,0080)
Dépenses gouvernementales	- 0,151** (0,060)	-0,145** (0,057)	-0,8299*** (0,2125)	-0,4064** (0,1881)
Education		0,037* (0,019)	0,3091 (0,2394)	-0,0360 (0,0477)
Crise bancaire		-4,433*** (0,988)		
Qualité institutionnelle			2,4086*** (0,8013)	
IDE				0,0012 (0,0056)
Constante	-5,904** (2,947)	-6,028** (2,837)	14,0658*** (3,3143)	4,8565 (6,0603)
Seuil d'endettement	68	72	70,63	68
AR2	0,684	0,622	0,166	0,907
Hansen	0,130	0,120	0,351	0,170
Nombre d'observations	1957	1943	1716	1874
Nombre de pays	88	88	88	88
Nombre d'instruments	77	77	72	78

*, ** et *** désignent respectivement les p-values au seuil de 10%, 5% et 1%. Les données entre parenthèses représentent les écart-type.

Source : Auteur à partir des données de la Banque Mondiale

Dans les trois modèles utilisés, les résultats obtenus montrent que les coefficients associés aux actifs liquides du système financier sont toujours positifs et significatifs, tandis que ceux associés à la variable d'interaction entre la dette publique et les actifs liquides du système financier sont toujours négatifs et significatifs. Spécifiquement, dans le modèle 1, 2 et 3, les coefficients des actifs liquides s'élèvent respectivement à 0,023, 0,014 et 0,024, tandis que les coefficients d'interaction entre les actifs liquides et la dette publique se situent à -0,003, -0,003 et -0,002. Cela vient renforcer le résultat selon lequel le développement financier ne contribue pas positivement à la croissance lorsque la dette publique est située au-delà d'un certain niveau, alors qu'il contribue positivement lorsque le niveau de la dette publique est situé en deçà d'un certain niveau. Il est donc évident que l'effet du développement financier sur la croissance dépend du niveau de la dette publique. Il ressort que dans le cadre cette étude, les résultats obtenus sont restés sans changement à l'usage d'un nouvel indicateur de développement financier, mais également à la prise en compte d'autres variables de contrôle, en l'occurrence la qualité institutionnelle et la crise bancaire.

Tableau 3 : Effet de la dette publique sur la relation entre le développement financier et la croissance (robustesse I)

Variables	(1)	(2)	(3)	(4)
PIB retardé	0,0186 (0,055)	0,0240 (0,0537)	0,0129 (0,0507)	0,0190 (0,0555)
Crédit privé	0,0629** (0,0259)	0,1394* (0,0728)	0,0650*** (0,0209)	0,0628** (0,0299)
Crédit privé*Dette publique	-0,0009* (0,0003)	-0,0020* (0,0010)	-0,0010*** (0,0003)	(0,0628) ** (0,0004)
Dette publique	0,1077** (0,0430)	-0,0066 (0,0177)	0,1062*** (0,0362)	0,1051** (0,0462)
Ouverture commerciale	0,2526*** (0,0440)	0,2299*** (0,0534)	0,2613*** (0,0379)	0,2533*** (0,0439)
Inflation	-0,0761 (0,0345)	-0,0150 (0,0189)	-0,0637** (0,0262)	-0,0763** (0,0354)
Dépenses gouvernementales	-0,4706*** (0,1552)	-0,5229*** (0,1469)	-0,3848*** (0,1293)	-0,0034*** (0,1517)
Education	0,0237 (0,0238)	0,0143	0,0152 (0,0224)	0,0253 (0,0225)
Qualité institutionnelle		0,7705 (0,4700)		
Crise bancaire				
IDE				-0,0034 (0,0197)
Constante	3,0132 (4,5816)	10,2069* (0,0010)	2,7336 (3,8327)	2,7382 (4,4482)
Seuil d'endettement	69,88	69,7	65	69,77
AR2	0,402	0,144	0,405	0,432
Hansen	0,196	0,299	0,436	0,192
Observations	1804	1643	1790	1797
Pays	88	88	88	88
Instruments	76	72	76	76

*, ** et *** désignent respectivement les p-values au seuil de 10%, 5% et 1%. Les données entre parenthèses représentent les écart-type.

Source : Auteur.

Tableau 4 : Effet de la dette publique sur la relation entre le développement financier et la croissance (robustesse II)

Variables	(1)	(2)	(3)
PIB retardé	0,276*** (0,046)	0,248*** (0,019)	0,114*** (0,029)
Actifs liquides	0,023** (0,012)	0,014*** (0,012)	0,024*** (0,007)
Actifs liquides*Dette publique	-0,003*** (0,0008)	-0,003*** (0,001)	-0,002*** (0,0007)
Dette publique	-0,0007 (0,010)	-0,002 (0,010)	-0,0013 (0,016)
Ouverture commerciale	0,156*** (0,036)	0,157*** (0,037)	0,126*** (0,028)
Inflation	-0,021*** (0,0021)	-0,019*** (0,002)	-0,032 (0,028)
Dépenses gouvernementales	- 0,097** (0,028)	-0,087** (0,030)	-0,224*** (0,082)
Education	0,019** (0,0092)	0,019* (0,010)	0,032*** (0,010)
Qualité institutionnelle			1,109 (0,271)
Crise bancaire		-4,325*** (0,841)	

Constante	1,117 (1,143)	-1,356** (1,219)	2,487 (2,317)
AR2	0,232	0,466	0,313
Hansen	0,245	0,320	0,399
Observations	1951	1937	1716
Pays	76	88	88
Instruments	77	76	72

*, ** et *** désignent respectivement les p-values au seuil de 10%, 5% et 1%. Les données entre parenthèses représentent les écart-type.

Source : Auteur.

5. Conclusion

Parvenu au terme de cette étude, il était question d'évaluer l'effet du développement financier sur la croissance en tenant compte du niveau de la dette publique dans 88 pays au cours de la période 1996-2020. La croissance économique a été mesurée par le taux de croissance du PIB réel par habitant. Le développement financier quant à lui a été appréhendé par deux variables, à savoir le ratio du crédit accordé au secteur privé et les actifs liquides du système financier rapporté au PIB. Une batterie de variables de contrôle a également été considérée dans le but d'obtenir de meilleurs résultats. La méthode des moments généralisées en système a servi pour les estimations. Les résultats obtenus sont doubles. Premièrement, le développement financier ne promeut pas la croissance au cours de la période considérée. Deuxièmement, la dette publique influence l'effet du développement financier sur la croissance. Spécifiquement, lorsque la dette publique est faible ou modérée, le développement financier exerce une contribution positive sur la croissance. Cependant, lorsqu'elle est élevée, le développement financier n'exerce plus une contribution positive sur la croissance. Une dette publique excessive empêche au développement financier d'influencer positivement la croissance. Il est donc nécessaire que les pays qui enregistrent un niveau élevé de la dette publique œuvrent pour la réduire, afin de permettre au développement financier d'avoir le rendement escompté sur la croissance. Par ailleurs, les pays dont le niveau de la dette publique est faible ou modéré doivent éviter un endettement excessif, et orienter les emprunts publics en direction des investissements productifs. Cette étude n'est pas sans imperfection. Une première imperfection est qu'elle n'analyse pas le lien entre le développement financier et la croissance en distinguant d'une part l'effet de la dette publique interne, et d'autre part de l'effet de la dette publique externe. Il est plausible que le type de dette publique influence différemment ce lien. La deuxième est que cette étude est basée sur un échantillon hétérogène composé de pays développés et en développement. En menant une étude similaire et en distinguant les pays en fonction de leur niveau de développement, l'on pourrait avoir des résultats différents.

Références

- a. Alfaro, L., Sebnem, K.O. & Selin, S. (2009). FDI, Productivity and Financial Development. *The world Economy*, 32(1), 111-135.
- (2). Arcand, J.L., Berkes, E. & Panizza, U. (2015). Too Much Finance. *Journal of Economic Growth*, 20(2), 105-148.
- (3). Arellano, M., & Bond, S. (1991). Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations. *Review of Economic Studies*, 58(2), 277-297.
- (4). Aria, R., Kunieda, T. & Nishida, K. (2014). Is public debt growth-enhancing or growth-reducing, Discussion Paper N°884.

- (5). Bandura, W.N. (2020). Inflation and Finance-growth nexus in sub-Saharan Africa. *Journal of Africa Business*, 23(2), 1-13.
- (6). Barro, R. J. (1990). Government spending in a simple model of endogenous growth. *The Journal of Political Economy*, 5, 103-125.
- (7). Beck, T. (2014). Finance et Croissance : le Trop Serait-il L'ennemi du Bien ? *Revue d'Economie du Développement*, 22(2), 67-73.
- (8). Blundell, R. & Bond, S. (1998). Initial Conditions and Moment Restriction in Dynamic Panel Data Models. *Journal of Econometrics*, 87(1), 115-143.
- (9). Cechetti, S. & Kharroubi, E. (2015). Reassessing the impact of Finance on growth, BIS Working Paper, N°381.
- (10). Checherita, W.C. & Rother, P. (2012). "The impact of high and growing government debt on economic growth: An empirical investigation for the euro area". *European economic review*, 56(7), 1392–1405.
- (11). Dar, M.H. & Nain, M.Z. (2023). Revisiting the financial development and economic growth nexus: empirical evidence from SAAR countries. *Journal of Financial Economic Policy*, 15(6), 645-659.
- (12). Demetriades, P. & Law, S.H. (2006). Finance, Institutions and Economic Development. *International Journal of Finance and Economics*, 11 (3), 245-260. 1-15.
- (13). Fischer, S. Sahay, R. & Végh, C.A. (2002). Modern hyper- and high inflations. *Journal of Economic Literature*, 40(3), 837–880.
- (14). Fosu, A.K. (1996). The impact of external debt on economic growth in Subsaharan Africa. *Journal of Economic Development*, 21(1), 93-118.
- (15). Fosu, A.K. (2008). Implications of the external debt-servicing constraint for public health expenditure in Sub-Saharan Africa. *Oxford Development Studies*, 36(4), 363-377.
- (16). Guptha, K.S.K. (2018). The causal relationship between financial development and economic growth: an experience with BRICS economies. *Journal of Social and Economic Development*, 20(2), 308-326.
- (17). Hirschman, A.O. (1958). *The strategy of Economic Development*. Yale University Press? New Haven.
- (18). Ikshan, A. & Satrianto, A. (2023). The Effect of Financial Development on Economic Growth in High Income Countries. *Asian Economic and Financial Review*, 13(3), 202-215.
- (19). Kaufmann, D., Kraay, A. & Mastruzzi, M. (2010). *The Worldwide Governance Indicators: A Summary of Methodology, Data and Analytical Issues*. World Bank Policy Research Working Paper No. 5430.
- (20). King, R. & Levine, R. (1993). Finance, entrepreneurship and growth: theory and evidence. *Journal of Monetary Economics*, 32(3), 513-542.
- (21). Kocenda, E. & Poghosyan, K. (2018). Export sophistication, a dynamic panel data approach. *Emerging Markets Finance and Trade*, 54 (2), 2799–2814.
- (22). Law, S.H., Kutan, A. M & Naseem, N. (2018). The role of institutions in finance curse: Evidence from international data", *Journal of Comparative Economics*, 46, 174–191.
- (23). Leao, P. (2013). The effect of Government Spending on the Debt-to-GDP Ratio: Some Keynesian Arithmetic. *Metroeconomica*, 64(3), 448-465.
- (24). Levine, R. & Renelt, D. (1992). A Sensibility Analysis of Cross-Country Growth Regressions. *American Economy review*, 81(4), 942-963.
- (25). Levine, R. & Zervos, S. (1998). What we Have Learned About Policy and Growth from Cross Country Regressions? *American Economic Review*, 83 (2). 426-430.
- (26). Levine, R. (1993). Finance, Entrepreneurship and Growth: Theory and Evidence. *Journal of Monetary Economics*, 32(3), 513-542.

- (27). Lora, E. & Olivera, M. (2006). Public debt and social expenditure: Friends or foes? *Emerging Markets Review*, 8(4), 299-310.
- (28). Muazu, I., Olufemi, A.A. & Xuan, V.V. (2022). The role of inflation in financial development-economic growth link in sub-Saharan Africa. *Cogent Economics & Finance*, 10(1), 1-15.
- (29). Nguyen, Y.N., Kym, B. & Skully, M. (2019). Impact of finance on growth: does it vary with development levels or cyclical conditions? *Journal of Policy Modeling*, 41 (6), 1195-1209.
- (30). Patillo, C. Poirson, H. & Ricci, L.A. (2004). What are the channels through which external debt affects growth? *IMF Working Paper*, 04(15), 1-33.
- (31). Picarelli, O.P, Vanlae, W. & Marneffe, W. (2019). Does public debt produce a crowding out effect for public investment in the EU, *European Stability Mechanism*, 36, 1-46.
- (32). Reinhart, C. M. & Rogoff, K.S. (2010). Growth in a time of debt. *American Economic Review*, 100(2), 573-578.
- (33). Rousseau, P. & Wachtel, P. (2017). Episodes of Financial Deepening: Credit Booms or Growth Generators? in Rousseau, P.L. and Wachtel, P. (éd.), *Financial systems and economic growth*, Cambridge University Press, 52-75
- (34). Sevestre, P. (2002), *Économétrie des Données de Panel*. Edition Dunod, Paris.
- (35). Sharma, R. & Kautish, P. (2020). Linkages between Financial Development and economic growth in the Middle-Income countries of South Asia: A Panel data Investissement. *Vison*. 24(2), 140-150.
- (36). Swamy, V. & Dharani, M. (2020). Threshold of financial development in the Euro area. *The World Economy*, 46(6), 1730-1774.
- (37). Tadj, M.A.B. (2024). Développement financier et croissance économique: le rôle du capital humain. *Revue Française d'Economie et de Gestion*, 5(10), 181-201.
- (38). Teles, V. & Mussolini, C. (2014). Public debt and the limits of fiscal policy to increase economic growth. *European Economic Review*, 66, 1–15.
- (39). Were, M. & Madete, L. (2022). The link between public debt and public investment in Tanzania, *WIDER Working Paper*, N°2022/155.
- (40). Xu, F. & Wubishet, A. (2024). Analysis of the Impacts of Financial Development on Economic Growth in East Africa: How Do the Institutional Qualities Matter? *Economic Analysis and Policy*, 82, 1177-1189.
- (41). Yilmaskuday, H. (2011). Thresholds in the finance-growth nexus: A cross country analysis. *The World Bank economic review*, 25(2), 278-295.
- (42). Yuksel, B, Ayfer, O, Metin, T, Mehmet, F.O. (2023). The role of institutional quality in the relationship between financial development and economic growth: Emerging markets and middle-income economies. *Borsa Istanbul Review*, 23(6), 1303-1321.