

Lardia Marcel THIOMBIANO

*Université Nasi BONI (UNB),
Email : lardia.marcel@gmail.com /
t.lardia@univ-bobo.bf*

Idrissa Mohamed OUEDRAOGO

*Université Aube Nouvelle (U-AUBEN),
Email : idriss_mo@yahoo.fr*

Rôle du développement financier dans la relation entre les investissements étrangers et la croissance économique en Afrique

Résumé : L'objet de cet article est d'examiner le rôle du développement financier dans la relation entre les investissements étrangers et la croissance économique. Il applique la méthode GMM en système sur un panel de 41 pays africains et une période allant de 1970 à 2014 agrégée en moyennes quinquennales non échelonnées. Nous aboutissons à trois résultats majeurs. D'abord, les investissements directs étrangers ont un effet négatif et significatif sur la croissance économique. Ensuite, les investissements de portefeuille n'affectent pas significativement la croissance économique. Enfin, si le niveau de développement financier est élevé, les investissements directs étrangers et les investissements de portefeuille peuvent accélérer la croissance économique.

Mots Clés : *Investissements étrangers, développement financier, croissance économique*

Role of financial development in the relationship between foreign investment and economic growth in Africa

Abstract: The aims of this article are to examine the role of financial development in the relationship between foreign investment and economic growth. We apply a GMM system on panel data of 41 African countries from 1970 to 2014 aggregated in five-year non-overlapping averages. We find three major results. First, foreign direct investment has a negative and significant effect on economic growth. Second, portfolio investments do not significantly affect economic growth. Finally, if the level of financial development is high, foreign direct investment and portfolio investment can accelerate economic growth.

Keywords: *Foreign investments, financial development, economic growth*

J.E.L. Classification: *O47 – F21 – O16*

Received for publication: 20190902.

Final revision accepted for publication: 20201226

1. Introduction

À la lecture de la littérature théorique¹, les investissements étrangers sont susceptibles d'accélérer la croissance économique du pays hôte. Ils peuvent accroître le produit national à travers plusieurs canaux de transmission directs ou indirects. Au titre des canaux directs, ils participent à l'accumulation du capital et augmentent la productivité globale des facteurs à travers leurs externalités de technologies et connaissances (Balasubramanyam et al., 1996 ; Blomstrom et Wang, 1989 ; Borensztein et al., 1998 ; Lucas, 1990). Quant aux canaux indirects, ils concernent leurs effets sur l'approfondissement financier, les institutions et la discipline macroéconomique (Kose et al., 2009).

Cependant, des prévisions théoriques optimistes, les travaux empiriques souffrent à montrer l'existence d'un effet positif des investissements étrangers sur la croissance économique². Certaines études empiriques vont même offrir à la thèse structuraliste³ sa validation empirique en montrant que les investissements étrangers ralentiraient la croissance économique (Agbloyor et al., 2014 ; Klobodu et Adams, 2016). Ces résultats empiriques contraires aux attentes théoriques interpellent et invitent à un réexamen de la relation entre investissements étrangers et croissance économique.

Dans ce sens, la piste la plus explorée par les auteurs est celle des capacités d'absorption du pays hôte. L'hypothèse sous-jacente est que l'effet des capitaux étrangers sur la croissance économique n'est pas constant, mais conditionné par la capacité de l'économie à absorber ces capitaux et de leurs externalités. Il s'agit donc d'une hypothèse de non-linéarité de la relation entre les investissements étrangers et la croissance économique (Borensztein et al., 1998 ; Prasad et al., 2007). Dans ce sens, de nombreux agrégats de l'économie hôte peuvent conditionner la relation entre les investissements étrangers et la croissance économique. Des études s'étant penchées sur cette question identifient quelques-uns : le développement financier, la qualité des institutions, la politique macroéconomique et l'intégration commerciale comme (Kose et al., 2009).

Le développement financier semble être l'un des plus probants des conditions préalables à un effet positif des capitaux étrangers sur la croissance. L'importance du secteur financier pour l'économie fut soulignée assez tôt par Bagehot (1873) et Schumpeter (1911) puis développée récemment par Levine (2005). Au-delà de leur rôle fondamental qui est la mobilisation de l'épargne et son allocation, le secteur financier améliore l'information, facilite les transactions financières et commerciales, mutualise et réduit les risques et optimise l'investissement (Lévine, 2005). Une faible maturité du secteur

¹ Balasubramanyam et al., 1996 ; Blomstrom et Wang, 1989 ; Borensztein et al., 1998 ; Lucas, 1990 ; Papanek (1973) et Gerschenkron (1962).

² À l'instar de Sandar Kyaw et Macdonald (2009), Brambila-Macias et Massa, (2010), Agbloyor et al. (2014), Gossel et Biekpe (2014) et Klobodu et Adams (2016).

³ Voir Papanek (1973) et Gerschenkron (1962).

financier peut alors représenter un obstacle à la transmission des effets des investissements étrangers à la croissance (Carkovic et Levine, 2002 ; Hermes et Lensink, 2003 ; Kose et al., 2009). Quel rôle joue le développement financier dans la relation entre les investissements étrangers et la croissance des économies africaines ?

Il faut noter par ailleurs que les investissements étrangers revêtent pour l'Afrique une importance particulière. Le besoin de financement pour son développement est élevé et semble au-delà de la capacité de mobilisation de ressources internes⁴. Les États africains s'inscrivent de ce fait dans la logique de la mondialisation (financière) en multipliant les accords bilatéraux et multilatéraux visant à accroître les mouvements transfrontaliers de capitaux⁵. La conséquence immédiate et voulue de ces accords est l'accroissement des entrées de capitaux étrangers de toutes formes. En effet, en Afrique Subsaharienne et, respectivement en Afrique du Nord et du Moyen-Orient, les investissements directs étrangers ont augmenté respectivement de 7,26% et de 9,95% en moyenne annuelle⁶.

L'ensemble de ses politiques sont motivées par les théories optimistes sur les effets de ces capitaux. Plus précisément, c'est leur qualité de levier de croissance qui incite les décideurs à mener des politiques d'attractions des investissements étrangers. Il importe donc de savoir si les investissements étrangers peuvent accélérer la croissance économique. Cependant, la difficulté à montrer un effet positif des investissements étrangers dans les travaux antérieurs invite plutôt à la recherche des conditions dans lesquelles cet effet serait positif en Afrique.

Dans cet ordre d'idée, cet article a pour objectif d'analyser les effets des investissements étrangers sur la croissance économique en tenant compte du rôle du niveau de développement financier. Il s'agit de rechercher les effets des investissements directs étrangers et des investissements de portefeuille d'actions sur la croissance des économies africaines sous l'hypothèse que ces effets sont fonction du niveau de développement financier. La contribution de cet article réside dans le fait qu'il se focalise à la fois sur les effets conditionnés par le développement financier et exclusivement sur les économies africaines. En effet, les études consacrées exclusivement au cas de l'Afrique sont assez rares dans la littérature⁷. De plus, elles se sont intéressées pour la plupart seulement aux effets des IDE. Ce papier va plus loin en incluant les investissements de portefeuille dans son analyse.

⁴ Le besoin annuel d'investissement en infrastructure est évalué à 93 milliards de dollars par le groupe de travail sur le financement du développement durable des Nations Unies (UNTT, 2013). Quant à l'agence internationale pour l'énergie, elle évalue dans son rapport annuel à 25 milliards de dollars, le besoin annuel en investissement pour un accès à des services d'énergie moderne en Afrique (IEA, 2012).

⁵ 31 réformes économiques en faveur des investissements transfrontaliers ont été effectuées en Afrique en 2017 (rapport sur les investissements dans le monde de l'UNCTAD, WIR, 2018). Il s'agit du second plus grand nombre après les pays en développement d'Asie (49). En comparaison, seules 12 réformes de ce type furent menées en Europe, 8 en Amérique latine et 6 en Amérique du Nord.

⁶ Statistiques calculées à partir des indicateurs de développement dans le monde (WDI 2019) de la banque mondiale.

⁷ Les plus récentes sont : Gossel et Biekpe (2014) ; Agbloyor et al. (2014) ; Klobodu et Adams (2016) ; Nkoa (2018) ; Acquah et Ibrahim (2020).

Dans la suite de ce papier, nous présentons dans une première section une revue de la littérature sur l'effet des investissements étrangers. La deuxième section expose la méthodologie d'investigation empirique. Enfin, dans la dernière section, nous présentons et discutons nos résultats.

2 Revue de la littérature sur l'effet des investissements étrangers sur la croissance économique

2.1. La littérature théorique

Les théories de la croissance économique montrent les effets des flux de capitaux sur production. Elles distinguent deux types d'effets : les effets directs sur l'accumulation du capital et les externalités de technologies et de connaissances d'une part, et d'autre part les effets indirects sur le système financier, les institutions et la discipline macroéconomique.

Les investissements étrangers affecteraient directement la production en augmentant le stock de capital physique disponible ; il s'agit là d'une prédiction du modèle de croissance néoclassique. Les flux de capitaux viendraient suppléer aux limites de l'épargne domestique, réduire le coût du capital, accroître l'investissement et, par-là, le stock de capital domestique (Balasubramanyam et al., 1996 ; Blomstrom et Wang, 1989 ; Borensztein et al., 1998 ; Lucas, 1990). Cet effet bénéfique peut être réduit si l'investissement étranger bénéficie d'un régime de taxation allégé, si de gros montants de retour sur investissement sont transférés en dehors de l'économie ou s'il évince l'investissement domestique. Cette dernière condition est l'élément déterminant qui garantirait un effet positif des investissements étrangers sur la croissance. Effectivement, la question de savoir si les investissements étrangers et ceux domestiques sont des compléments ou des substituts est au centre des théories.

Théoriquement les deux possibilités sont envisageables. Selon Borensztein et al. (1998) et De Mello (1997, 1999), les capitaux étrangers viennent pallier l'insuffisance d'une épargne domestique à répondre aux besoins de financement d'une économie en développement. Les investissements étrangers peuvent alors être vus comme un apport de capitaux supplémentaires venant pallier la faiblesse du taux d'épargne domestique. À l'inverse, Papanek (1973) montrent qu'ils sont substituts et que les entrées de capitaux seraient une source d'éviction pour les capitaux domestique, et ce, du fait de la rareté des opportunités d'investissement. Dans le même ordre d'idée, Gerschenkron (1962) estime que les mouvements transfrontaliers de capitaux répondent à un besoin existant d'investissement. Puisqu'ils ne créent pas de nouvelles opportunités d'investissement, ils seraient donc en concurrence avec les investissements domestiques.

En outre, si les capitaux étrangers n'avaient pas d'effets autres que celui d'accroissement des capitaux, ils auraient nécessairement moins d'intérêt. Les théories de croissance endogène prévoient qu'à l'état stationnaire, les innovations technologiques peuvent

accélérer la croissance⁸. Les capitaux étrangers, considérés par Balasubramanyam et al. (1996) comme un concentré de stock de capital, de connaissance et de technologies, sont susceptibles d'apporter une croissance durable (Bailliu, 2000 ; Blomstrom et Wang, 1989). C'est cela qui les distinguerait des capitaux domestiques qui accroissent aussi le stock de capital physique. De plus, les effets négatifs probables liés à l'éviction des investissements domestiques peuvent être compensés par les effets positifs dus aux transferts de technologies et de connaissances.

À côté de ce canal traditionnel, la théorie contemporaine⁹ identifie de nouveaux canaux par lesquels les capitaux étrangers pourraient affecter la croissance économique. Plus précisément, selon Kose et al. (2009) les investissements étrangers amélioreraient le système financier, les institutions domestiques et la gouvernance et la discipline macroéconomique. À leur tour, ces variables affecteraient alors la croissance économique.

En ce qui concerne le système financier, les interactions avec un système financier étranger à travers les échanges de capitaux peuvent améliorer la qualité des services proposés. Aussi, ces interactions peuvent faciliter l'accès aux marchés internationaux et contraindre les institutions financières locales à aligner leur cadre de supervision et de contrôle sur les standards internationaux (Levine, 2005). Pour ce qui est de la qualité des institutions, les investissements étrangers peuvent participer à améliorer la gouvernance tant dans le secteur public que dans le secteur privé (Stulz, 2005). Enfin, la libéralisation des flux transfrontaliers expose les états au retour brusque des capitaux selon les humeurs des investisseurs étrangers. Par contre, pour Rodrik (2007) enfin, l'afflux de capitaux étrangers peut être à l'origine d'un syndrome hollandais. Il est susceptible de créer une surévaluation des changes qui nuirait aux exportations. Dans l'hypothèse que les exportations sont bénéfiques à la croissance économique, l'afflux de capitaux serait nocif pour la croissance.

En somme, la théorie apporte des éléments d'explication du rôle éventuel des investissements étrangers sur la croissance économique. Les canaux énumérés (directs ou indirects) ne conduisent pas nécessairement à des effets positifs. Aussi, aucun élément théorique ne peut garantir leur occurrence du fait des contextes macroéconomiques différents d'un pays à l'autre. Une analyse de la littérature empirique pourrait éclairer davantage la question des effets des investissements étrangers sur la croissance économique.

2.2. Investissements étrangers et croissance économique : évidences empiriques

De nombreuses investigations empiriques ont tenté de tester les hypothèses théoriques sur les effets des capitaux étrangers. Cependant, les résultats sont si dissonants qu'il est difficile de tirer une conclusion claire sur l'effet de l'ouverture financière sur la

⁸ Voir Romer (1986, 1990) pour plus de détails sur le modèle de croissance endogène

⁹ Kose et al. (2009) ; Levine (2005) ; Stulz (2005) et Rodrik (2007)

croissance. Il est toutefois possible de distinguer quelques grandes tendances dans les résultats empiriques.

Il y'a d'abord les investigations empiriques aboutissant à la conclusion que les capitaux étrangers accéléreraient la croissance économique. Il s'agit principalement des études empiriques précurseurs que sont Balasubramanyam et al. (1996), Borensztein et al. (1998) et Kraay (1998). Balasubramanyam et al. (1996) étudient le cas de 46 pays sur la période de 1970 à 1985 et concluent que les IDE affectaient positivement la croissance. Dans la même logique, Borensztein et al. (1998) montrent que les investissements étrangers sont une importante fenêtre de transfert de technologie et contribuent plus à la croissance que les investissements domestiques. Par ailleurs, Kraay (1998) montre que les effets positifs des capitaux étrangers sont plus importants que leurs effets négatifs et inconditionnels aux politiques économiques. Par la suite, leur intuition sera empiriquement soutenue par des travaux empiriques récents, parmi lesquels nous pouvons citer : Reisen et Soto, (2001) ; Gheeraert et Malek Mansour (2005) ; Driffield et Jones (2013) ; Sakyi et al. (2015).

Reisen et Soto (2001) montrent que les investissements étrangers (directs ou de portefeuille) affectent positivement la croissance économique. Gheeraert et Malek-Mansour (2005), Driffield et Jones (2013) aboutissent à des résultats identiques. Quelques études empiriques, essentiellement focalisées sur le cas de l'Afrique, montrent aussi les effets bénéfiques des capitaux étrangers sur la croissance en Afrique. Seetanah (2009) montre que les IDE ont un effet positif sur la croissance de 39 pays d'Afrique Subsaharienne. De même, Deléchat et al. (2009) étudient 44 pays d'Afrique Subsaharienne entre 2000 et 2007 et montrent que les capitaux étrangers accélèrent la croissance économique. Dans la même logique, Sakyi et al. (2015) étudient le seul cas du Ghana et montrent aussi que les IDE accéléreraient la croissance économique.

Nous distinguons ensuite les investigations empiriques qui soutiennent les arguments structuralistes et montre que les capitaux étrangers peuvent ralentir la croissance de l'économie hôte. Kentor et Boswell (2003) examinèrent le cas de 39 pays en développement sur la période allant de 1970 à 1995 et aboutirent à la conclusion qu'autant la pénétration que la concentration des investissements directs étrangers affectent négativement et significativement la croissance de long terme. Johnson (2006) quant à lui montre que les capitaux étrangers peuvent aussi ralentir la croissance des économies développées. En étudiant le cas de 14 pays d'Afrique Subsaharienne sur la période de 1990 à 2007, Agbloyor et al. (2014) concluent que les IDE, les investissements de portefeuille et la dette extérieure ont des effets négatifs sur leur croissance économique. Klobodu et Adams (2016) aboutirent aux mêmes résultats sur les effets des IDE, de l'aide, de la dette extérieure et des transferts des migrants sur la croissance du Ghana.

Enfin, il y'a des études empiriques qui soutiennent l'absence d'effet des investissements étrangers sur la croissance économique. Ainsi, Durham (2004), Agosin et Machado (2005), Prasad et al. (2007), Kose et al. (2011) montrent qu'il est difficile de trouver aux capitaux étrangers des effets significatifs. En effet, Durham (2004) examine le cas de 83 pays, dont 21 en développement, et conclut qu'il est presque impossible de trouver des

effets significatifs et stables des capitaux étrangers sur la croissance économique. Ce résultat sera confirmé par l'investigation empirique de Prasad et al. (2007) sur 99 pays et celle de Kose et al. (2011) sur 84 pays. Agosin et Machado (2005), eux, recherchent les effets de capitaux étrangers sur les investissements domestiques (en tant que levier de croissance) et concluent aussi qu'il n'y a pas d'effets significatifs. Le cas de l'Afrique du Sud (pays africain) est exclusivement examiné par Gossel et Biekpe (2014). Ils ne trouvent pas d'effets significatifs des investissements étrangers sur la croissance économique. Cependant, ils montrent que la croissance économique est un déterminant des flux de capitaux étrangers.

2.2. Secteur financier et croissance

L'idée selon laquelle le secteur financier est le principal moteur de la croissance économique domine la pensée économique depuis le début des années quatre-vingt. Ainsi, la nécessité de libéraliser ce secteur afin de favoriser son développement fut le fondement théorique de nombreuses politiques économiques dans le monde en développement. La littérature économique commence à s'intéresser à la finance comme déterminant de la croissance depuis les travaux de Bagehot (1873). Il décrit le fonctionnement du marché de la monnaie et le rôle et l'influence des banques commerciales et de la banque centrale sur le développement de l'activité économique.

À sa suite, Schumpeter (1911) affirme qu'un système bancaire en bon état impulserait l'innovation technologique : il orienterait les capitaux disponibles vers les projets les plus rentables et produirait un champ riche d'informations indispensables à la conclusion des contrats financiers. La modernisation du système financier apparaît comme la solution optimale aux besoins de l'économie en service financier. Gurley et Shaw (1960), Hicks (1969) et Goldsmith (1955, 1958) s'inscrivirent dans la logique de leurs prédécesseurs en accordant un rôle central au développement financier dans le processus de croissance économique.

Plus tard, cette théorie en faveur du développement financier aura un plus grand écho à partir des travaux de McKinnon (1973) et Shaw (1973). Ils dénonçaient l'intervention publique sur le marché financier que McKinnon qualifie de répression financière. D'après McKinnon (1973), la répression financière affecterait négativement l'efficacité du système. Il soutient alors que leur abolition favoriserait le développement financier¹⁰. À leur suite de nombreuses études montrèrent la nécessité de libéraliser le secteur financier afin de promouvoir son développement. Cette théorie réaffirme ainsi à travers ses partisans contemporains¹¹, le rôle central du système financier dans la croissance économique tant des pays industrialisés que de ceux en développement.

En outre, ces développements théoriques ont suscité de nombreuses études empiriques visant, soit à attester de l'existence d'une relation finance – croissance, soit à évaluer les

¹⁰ Voir aussi Shaw et McKinnon (1976).

¹¹ A savoir Klein et Olivei (2008), Levine (2008) et Honig (2008)

effets de la libéralisation financière des années quatre-vingt. L'étude pionnière de Goldsmith (1955) montre l'existence d'une relation positive entre finance et croissance sans pour autant préciser le sens de la relation de causalité. Des séries temporelles aux données de panel, plusieurs méthodes furent utilisées depuis lors dans les tentatives de validation de la théorie. Ainsi, King et Levine (1993a, 1993b), Easterly et Pritchett (1993), De Gregorio et Guidotti (1995), Levine (1999) et Levine et al. (2000) aboutissent à la même conclusion sur la nature de la relation finance – croissance : le développement financier à un impact positif sur la croissance économique¹².

Par ailleurs, considéré comme un facilitateur des transactions économiques, le secteur financier peut affecter le niveau de l'impact d'un agrégat sur l'économie. Autrement, Kose et al. (2009) expliquent en dessous d'un certain seuil de développement financier, les flux financiers peuvent être source de crises. L'effet de ces flux la croissance devient alors ambiguë. De plus, un système financier développé facilite et améliore l'allocation des capitaux entrés. Par exemple, un marché boursier développé est nécessaire pour orienter les capitaux étrangers vers les meilleures opportunités d'investissement (Choong et al., 2010). Les études empiriques d'Alfaro et al. (2004), Adjasi et al. (2012) et Agbloyor et al. (2014) sont quelques-unes des rares études portant exclusivement sur l'Afrique qui confirment l'importance d'un secteur financier développé.

Paradoxalement, Hautcoeur (2008) montre à travers l'histoire économique que les mutations du secteur financier ont eu plus de désagréments que d'avantage. En effet, de l'expérience de certains pays¹³, il s'est avéré que les multiples défaillances du système financier pourraient avoir un impact négatif sur la croissance économique. Il existe donc un certain degré de scepticisme quant au rôle du secteur financier dans l'économie.

3. Méthodologie

Cette section est consacrée à la présentation détaillée du modèle, de la méthode économétrique et des données utilisés.

3.1. Les données et les variables

Les données utilisées portent sur quarante un (41) pays d'Afrique et couvrent une période de quarante-cinq (45) ans, allant de 1970 à 2014. Elles sont tirées de la base de données des indicateurs du développement dans le monde (WDI) de la banque mondiale, de la Penn World Table version 9.0 (PWT 9.0) et de la base de données de (Lane and Milesi-Ferretti, 2007). Les données sont ensuite agrégées en moyennes quinquennales non échelonnées afin de se focaliser sur les relations de long terme entre agrégats. Il est assez courant dans les études empiriques sur la croissance économique de procéder ainsi afin

¹² Voir Levine (2005) pour une revue exhaustive de la littérature théorique et empirique sur la relation finance – croissance.

¹³ Notamment l'Argentine en 1980 et 1994, la Thaïlande en 1983, le Venezuela en 1993, le Danemark en 1987, la Finlande et la Suède en 1991, le Mexique en 1992

d'éliminer le bruit des cycles économiques. Les estimations seront alors focalisées sur les relations de long terme. Nous aurons alors un panel de 41 pays et 9 périodes. Nous présentons la liste des variables utilisées dans cette étude dans le tableau 1.

Tableau 1 : Variables impliquées dans l'investigation empirique

Variable	Description	Source
La variable dépendante		
Taux de croissance (g)	Taux de croissance en glissement annuel du produit intérieur brut	WDI
Les variables d'intérêt		
Investissements Directs Etrangers (IDE)	Les IDE sont des flux financiers transfrontaliers visant à maintenir, créer ou acquérir une entreprise étrangère et d'y exercer un certain contrôle. Cet indicateur comptabilise toute transaction financière visant à acquérir au moins 10% des actions de l'entreprise.	WDI
Investissements en portefeuille d'action (IPA)	Les IPA sont des flux financiers transfrontaliers visant à acquérir des parts d'une entreprise étrangère sans y exercer de contrôle. Cet indicateur comptabilise toute transaction financière visant à acquérir moins de 10% des actions de l'entreprise.	Lane and Milesi- Ferretti (2007)
Variables conditionnelles		
Dépôts bancaires (Dépôt)	Le volume total de dépôts effectué par les agents auprès des banques	WDI
Crédits bancaires (Crédit)	Le volume total de crédits octroyés par les banques au secteur privé	WDI
Actifs liquides (M3)	Ensemble des actifs dans l'économie ou la masse monétaire au sens large	WDI
Les variables de contrôle		
Capital humain (HC)	Nombre moyen d'années effectué dans une institution d'enseignement formel	PWT90
Stock de capital domestique (K)	Stock de capital domestique calculer à partir de la formation brute de capital fixe (I) : $K_t = \delta K_{t-1} + I_t$, $K_0 = I_0$ rapporté au PIB	Calculé à partir du WDI
Le travail (L)	Il représente le total des travailleurs de l'économie. C'est la population active diminuée de celle des chômeurs.	WDI
Échanges commerciaux (XM)	Volume des importations et des exportations rapportées au PIB	WDI

3.2. Le Modèle

Étant donné que nous voulons évaluer les effets des investissements étrangers sur la croissance, nous utilisons le modèle de base développé par De Mello (1997), et repris dans plusieurs études empiriques telles Durham (2004) et Agbloyor et al. (2016).

$$g_{it} = \alpha_1 g_{it-1} + \alpha_2 IE_{it} + \sum_{j>3} \alpha_j X_{jit} + \mu_i + v_{it} \quad (1)$$

Dans cette équation, g_{it} représente la croissance du produit par tête et g_{it-1} est sa valeur retardée, IE_{it} représente les investissements étrangers. Les variables X_j représentent les variables de contrôle qui sont le travail, le capital, le capital humain et les échanges commerciaux. Quant à μ_i , il représente l'effet individuel et v_{it} l'aléa. Enfin, $\{\alpha_i\}$ est l'ensemble des paramètres constants du modèle.

L'équation (1) permet d'analyser l'effet non conditionné des investissements étrangers sur la croissance économique. Il est le modèle de base qui guidera nos investigations empiriques. Étant donné que nous voulons analyser le rôle du développement financier, nous l'impliquons dans le modèle comme suit :

$$g_{it} = \alpha_1 g_{it-1} + \alpha_2 IE_{it} + \alpha_3 DF_{it} + \sum_{j>4} \beta_j X_{jit} + \mu_i + \nu_{it} \quad (2)$$

Le développement financier est représenté par DF. À travers cette équation, nous pouvons analyser non seulement l'effet des investissements étrangers sur la croissance économique, mais aussi celui du développement financier.

Le modèle ainsi exposé ne permet d'appréhender que les effets inconditionnés des investissements étrangers. Effectivement, l'effet des investissements étrangers, représenté par le paramètre α_2 , y est supposé invariable. Il ne permet donc pas de tester l'existence d'effet conditionnel. En présence d'effet conditionnel, l'effet des investissements étrangers serait une fonction de la condition (ici le développement financier) :

$$\frac{\partial g_{it}}{\partial IE_{it}} = f(DF_{it}) \quad (3)$$

Sous l'hypothèse que $f(\cdot)$ est une fonction affine, il suffit d'associer aux variables explicatives, une variable interactive entre les investissements étrangers et le développement financier ($IE_{it} * DF_{it}$). L'équation de croissance devient alors :

$$g_{it} = \alpha_1 g_{it-1} + \alpha_2 IE_{it} + \alpha_3 DF_{it} + \alpha_4 IE_{it} * DF_{it} + \sum_{j>5} \beta_j X_{jit} + \mu_i + \nu_{it} \quad (4)$$

L'effet des investissements étrangers est conditionné par le niveau de qualité des institutions. En effet, il peut s'écrire :

$$\frac{\partial g_{it}}{\partial IE_{it}} = \alpha_2 + \alpha_4 DF_{it}, \text{ avec } \alpha_4 \neq 0 \quad (5)$$

Le paramètre α_4 doit être nécessairement différent de zéro pour que la conditionnalité soit validée. Si en plus α_2 est différent de zéro de signe opposé à α_4 on dira qu'il y'a un effet de seuil. L'analyse des effets conditionnels des investissements étrangers sur la croissance économique pourra se résumer économétriquement en un test de significativité du paramètre α_4 . Ainsi, le signe et la significativité des paramètres α_2 et α_3 importent moins que ceux du paramètre α_4 car c'est ce dernier qui valide par sa significativité l'existence d'un quelconque effet conditionnel. Néanmoins, les analyses de Blomström et al. (1989), Balasubramanyam et al. (1996) et Levine (2005) permettent d'attendre de α_2 et α_3 un signe positif. Quant à α_4 , sa significativité seule importe.

3.3. Méthode économétrique

Nous utiliserons la méthode des moments généralisés système (SGMM) pour estimer les paramètres du modèle¹⁴. Il offre une alternative de choix au problème de qualité des instruments dans le cas du GMM en différences premières¹⁵s. L'estimateur SGMM considère le système constitué de la régression en différences et de la régression en niveaux. Les variables explicatives retardées sont utilisées comme instruments de régression des différences premières. Ensuite, les différences premières retardées sont utilisées comme instruments de régression des variables en niveaux.

En outre, il n'est pas exclu qu'une corrélation entre les variables explicatives et l'effet spécifique au pays puisse exister. Les différences premières de ces variables n'étant pas corrélées avec l'effet spécifique au pays, elles sont des instruments parfaits. L'estimation par la SGMM peut se faire en une étape ou en deux étapes. Nous privilégions l'estimateur en deux étapes, car il est asymptotiquement plus efficace que l'estimateur en une étape. Par ailleurs, l'utilisation de l'estimateur SGMM dans cette étude trouve aussi sa pertinence à plusieurs niveaux. Premièrement, il est approprié de par sa conception à la structure de notre panel : la dimension temporelle est inférieure au nombre d'individus (Roodman, 2006). Deuxièmement, l'utilisation du GMM intègre systématiquement le caractère dynamique de la variable à expliquer (la croissance économique). Troisièmement, l'utilisation de l'approche GMM nous permet de contrôler l'endogénéité des variables explicatives. Enfin, aucun test de stationnarité n'est nécessaire que la dimension temporelle est inférieure à 20 périodes¹⁶.

Il est de coutume de vérifier la cohérence des estimations par rapport aux hypothèses fondant leur construction. À cet effet et dans le cadre d'un SGMM, nous ferons le test Hansen des restrictions de suridentification et le test d'Arellano et Bond pour la corrélation sérielle du second ordre dans le terme d'erreur.

¹⁴ Les estimateurs de la méthode des moments généralisés (GMM) ont été développés dans les années 90. Ils sont de deux principaux types : l'estimateur GMM en différences premières et l'estimateur GMM système (SGMM). L'estimateur GMM en différences premières reformule la relation en relation de première différence qu'elle estime en utilisant des variables explicatives retardées comme instruments. Cependant, lorsque l'effet des variables explicatives persiste dans le temps, il biaise l'estimation. En outre, l'estimateur GMM en premières différences élimine l'effet spécifique au pays.

¹⁵ Blundell et Bond (1998) proposent la méthode SGMM pour pallier les failles de la méthode GMM en différence première.

¹⁶ Il est usuel d'effectuer des tests de racine unitaire et de cointégration avant toute régression chaque fois que l'on a affaire à des séries longues de plus de 30 années afin d'éviter toute régression fallacieuse. Pourtant ces tests sont moins puissants quand la période d'étude est inférieure à 30 ans, voire inopérants, quand la période est inférieure à 20 ans (Hurlin et Mignon, 2005 ; Salanié, 1999).

4. Analyse des résultats

Les estimations ont été faites selon la méthode décrite plus haut en utilisant les équations (1, 2 et 4). L'équation (1) permet d'analyser l'effet non conditionné des investissements étrangers. Ensuite l'équation (2) permet de voir non seulement le même résultat que l'équation (1), mais aussi l'effet du développement financier. Enfin, l'équation (4), permet d'analyser le rôle du développement financier dans la relation entre les investissements étrangers et la croissance en Afrique. Nous analysons dans cette section l'ensemble de ces résultats. La première sous-section présente les résultats sur le rôle du développement financier dans la relation entre les Investissements Directs Etrangers (IDE) et la croissance. Quant à la seconde sous-section, elle est focalisée sur le rôle du développement financier dans la relation entre les Investissements de Portefeuille d'Action (IPA) et la croissance.

4.1. IDE, croissance et développement financier

Les résultats sur l'effet des IDE sur la croissance sont consignés dans le tableau 2. Le résultat de l'estimation de l'équation (1) se trouve dans la première colonne du tableau. Le coefficient des IDE y est négatif et significatif.

L'équation (2) est estimée à trois reprises en utilisant successivement et exclusivement les dépôts, le crédit et les actifs liquides comme indicateurs de développement financier. Les résultats sont dans les colonnes (2, 4 et 6) du tableau 2. Les coefficients des IDE sont là aussi négatifs et significatifs sauf dans l'estimation impliquant M3. On peut en conclure que dans les économies africaines, les IDE ralentissent la croissance. Kentor et Boswell (2003), Johnson (2006), Agbloyor et al. (2014) et Klobodu et Adams (2016) ont aussi trouvé des résultats identiques, qui confortent les nôtres. En outre, au regard des résultats de l'estimation de l'équation (2), on peut constater que les dépôts et M3 ont des coefficients positifs et significatifs. Quant au crédit, son coefficient n'est pas significatif. En somme, deux des trois indicateurs de développement financier (les dépôts bancaires et M3) accélèrent la croissance économique. Ce résultat secondaire est en droite ligne avec les résultats de De Gregorio & Guidotti (1995) et Levine (2005).

En ce qui concerne les variables d'interaction entre les indicateurs d'IDE et ceux de développement financier, la significativité de leurs coefficients nous permettra de dire s'il existe un effet conditionnel ou non. Le coefficient de la variable d'interaction entre les dépôts et les IDE est positif et significatif (Tableaux 2, colonne 3). Ce qui signifie que les dépôts conditionnent positivement les effets des flux et des stocks d'IDE sur la croissance économique. En d'autres termes, l'accroissement du ratio de dépôts bancaires au PIB accroît l'effet des IDE sur la croissance économique. Ensuite, celui de la variable d'interaction entre le crédit et les IDE est négatif et significatif (Tableau 2, colonne 5). On en conclut que le crédit au secteur privé conditionne négativement l'effet des flux d'IDE sur la croissance économique. Quant à la variable d'interaction entre M3 et les IDE, son coefficient n'est pas significatif et suggère l'absence d'effet conditionnel.

Tableau 2 : Effet des IDE sur la croissance économique

VARIABLE S	1	2	3	4	5	6	7
g(t-1)	-0.0998 (0.105)	0.177*** (0.0508)	0.365*** (0.0484)	0.157** (0.0643)	0.385*** (0.0400)	0.393*** (0.0372)	0.449*** (0.0340)
K	0.192*** (0.0358)	0.199*** (0.0593)	0.136*** (0.0200)	0.163*** (0.0512)	0.0971** * (0.0180)	0.203*** (0.0179)	0.117*** (0.0131)
L	0.606*** (0.156)	0.727*** (0.112)	0.473*** (0.0704)	0.825*** (0.134)	0.377*** (0.0633)	0.556*** (0.166)	0.423*** (0.0729)
HC	-1.070*** (0.252)	-0.551** (0.268)	0.156 (0.174)	-0.554** (0.227)	0.0240 (0.133)	- 0.604*** (0.133)	0.0333 (0.129)
XM	0.0352 (0.0333)	-0.0622 (0.0418)	-0.0321** (0.0153)	0.00554 (0.0234)	-0.0153 (0.0102)	-0.0397 (0.0317)	-0.0315*** (0.00956)
IDE	-0.0456*** (0.00737)	-0.0321*** (0.00589)	-0.00225 (0.00306)	-0.0378*** (0.00375)	-0.00148 (0.00323)	0.0124 (0.00831)	0.00253 (0.00273)
Dépôt		0.0428** (0.0195)	0.0295* (0.0164)				
IDE*Dépôt			0.00566* (0.00320)				
Crédit				-0.00986 (0.0107)	0.0310** * (0.00865)		
IDE*Crédit					- 0.00510* * (0.00244)		
M3						0.0253** (0.0124)	0.0223*** (0.00452)
IDE*M3							0.00499 (0.00324)
Constant	0.0473** (0.0200)	-0.0140 (0.0223)	-0.0290* (0.0162)	-0.0204 (0.0136)	-0.0106 (0.0129)	-0.0128 (0.0272)	-0.0190* (0.0107)
Observations	163	157	157	157	157	158	157
Individus	33	32	32	32	32	32	32
Instruments	31	30	29	32	32	28	32
Fisher	69,85	26,55	157,49	83,03	230,33	99,70	1036,43
AR1	-2,018	-2,096	-2,012	-2,009	-1,937	-2,405	-2,179
AR1_probabilité	0,044	0,036	0,044	0,045	0,053	0,016	0,029
AR2_probabilité	0,735	0,394	0,594	0,346	0,803	0,590	0,732
Hansen	0,418	0,597	0,323	0,644	0,508	0,665	0,401

Source : Estimations des auteurs.

Notes : (a) Statistique du test de significativité globale de Fisher. (b) Probabilité du test de suridentification de Hansen. Les erreurs types sont inscrites entre parenthèses. * significatif à 10%. ** significatif à 5%. *** significatif à 1%.

Somme toute, les IDE affectent négativement et significativement la croissance dans les économies africaines. En outre le développement financier conditionne cet effet, mais de diverses manières. D'une part, il peut faire des IDE un levier de croissance à travers

un accroissement des dépôts bancaires. Ce résultat, conforme à la théorie (Beck et al., 2000), confirme les travaux de Alfaro et al. (2004), Hermes et Lensink (2003), Kose et al. (2011), Agbloyor et al. (2014), Nkoa (2018) et Acquah et Ibrahim (2020). D'autre part, l'accroissement du crédit au secteur privé accroît les effets négatifs des IDE. Autrement, les flux d'IDE semblent en conflit avec le crédit interne comme l'a souligné plutôt Gerschenkron (1962).

4.2. Investissements de portefeuille, croissance et développement financier

Le tableau (3) présente les résultats des régressions sur les investissements de portefeuille d'action (IPA). Le résultat de l'estimation de l'équation (1) se trouve dans la colonne 1 du tableau 3. Le coefficient des IPA n'est pas significatif. L'équation (2) est estimée à trois reprises en utilisant successivement et exclusivement les dépôts, le crédit et les actifs liquides comme indicateurs de développement financier. Les résultats sont dans les colonnes (2, 4 et 6) du tableau 3. Là aussi le coefficient des IPA n'est pas significatif. De même, les coefficients des indicateurs de développement financier ne sont pas significatifs sauf celui des dépôts qui paradoxalement est négatif et significatif. Jusque là aucune conclusion n'est possible sans l'examen des résultats de l'estimation de l'équation (4). Là, les coefficients des variables d'interaction nous offriront une idée claire des liens entre les différents agrégats.

La variable d'interaction entre les dépôts et les IPA à un coefficient positif et significatif (colonne 3, tableau 3). Dans la même équation, les IPA et les dépôts ont des coefficients négatifs et significatifs. Ces résultats suggèrent que les IPA auraient un effet négatif dans un contexte où les dépôts sont à leur plus bas niveau. Cet effet se réduit à mesure que le niveau des dépôts bancaires croît et peut même devenir positif au-delà d'un certain seuil. Ensuite, la variable d'interaction entre le crédit et les IPA à un coefficient positif et significatif (colonne 5, tableau 3). Pourtant, dans la même équation, les IPA ont un coefficient positif et significatif. Par contre, le crédit a un coefficient négatif et significatif. Cela suggère qu'en considérant uniquement le crédit comme condition, les IPA auraient un effet positif qui augmente avec le niveau de crédit. Quant à la variable d'interaction entre M3 et les IPA, son coefficient n'est pas significatif.

Tableau 3 : Effet des IPA sur la croissance économique

VARIABLE	1	2	3	4	5	6	7
S							
g(t-1)	0.279*** (0.0484)	0.167** (0.0628)	0.112** (0.0550)	0.309*** (0.0392)	0.348*** (0.0576)	0.241*** (0.0482)	0.333*** (0.0374)
K	0.100*** (0.0238)	0.127*** (0.0238)	0.0930*** (0.0276)	0.135*** (0.0270)	0.144*** (0.0338)	0.107*** (0.0240)	0.0767** (0.0247)
L	0.283** (0.105)	0.239*** (0.0767)	0.196** (0.0871)	0.268** (0.102)	0.314*** (0.0885)	0.230** (0.0992)	0.432*** (0.106)
HC	-0.256** (0.106)	-0.275*** (0.0850)	-0.473*** (0.0912)	-0.0706 (0.106)	-0.164 (0.129)	- (0.0746)	-0.300** (0.116)
XM	-0.0366 (0.0245)	-0.0716*** (0.0186)	-0.0708*** (0.0204)	-0.109*** (0.0324)	-0.0341 (0.0248)	- (0.0165)	0.0134 (0.0330)
IPA	0.00630 (0.00423)	0.00544 (0.00342)	-0.00730** (0.00312)	0.00944 (0.00651)	0.00783* (0.00283)	0.00397 (0.00308)	0.0583** (0.00834)
Dépôt		-0.0464* (0.0254)	-0.107*** (0.0240)				
IPA*Dépôt			0.0926*** (0.0165)				
Crédit				-0.0216 (0.0254)	- (0.0562** (0.0228)		
IPA*Crédit					0.0206** (0.00629)		
M3						-0.0170 (0.0143)	0.0471 (0.0324)
IPA*M3							-0.0359 (0.0234)
Constant	0.0348* (0.0179)	0.0529*** (0.0169)	0.0847*** (0.0157)	0.0164 (0.0186)	0.0168 (0.0183)	0.0394** (0.0148)	- (0.0416** (0.0202)
Observations	112	108	108	108	108	108	108
Individus	33	32	32	32	32	32	32
Instruments	26	27	31	28	29	29	31
Fisher^a	20,48	26,85	58,74	96,67	258,97	47,44	14617,92
AR1	-2,080	-1,682	-1,679	-1,913	-1,912	-1,920	-2,038
AR1_probab ilité	0,038	0,093	0,093	0,056	0,056	0,055	0,042
AR2_probab ilité	0,310	0,659	0,396	0,751	0,231	0,547	0,344
Hansen^b	0,263	0,486	0,592	0,470	0,324	0,453	0,884

Source : Estimations des auteurs.

Notes : (a) Statistique du test de significativité globale de Fisher. (b) Probabilité du test de suridentification de Hansen. Les erreurs types sont inscrites entre parenthèses. * significatif à 10%. ** significatif à 5%. *** significatif à 1%.

En somme, les IPA ont un effet sur la croissance qui augmente avec le niveau de développement du secteur financier de l'économie hôte. Ce résultat est renforcé par les idées de Carkovic et Levine (2002), Choong et al. (2010a), Kose et al. (2011) et Agbloyor et al. (2014). Carkovic et Levine (2002) montrent que les effets des investissements de portefeuille ne sont significatifs et positifs que pour des niveaux de développement financier élevés. Pour Choong et al. (2010a), un marché boursier domestique développé est nécessaire pour capter les effets positifs des investissements de portefeuille. Kose et al. (2011) démontre qu'un niveau optimal de crédit au secteur privé est nécessaire pour que les investissements étrangers aient un effet positif sur la croissance. Agbloyor et al. (2014) eux suggèrent le développement financier pour rendre positifs les effets initialement négatifs des investissements de portefeuille. En outre, sous un second angle, nos résultats suggèrent que l'effet du crédit au secteur privé est négatif dans un contexte où le niveau des IPA est bas. Cet effet peut cependant être positif au-delà d'un certain seuil d'IPA.

5. Conclusion

Cette investigation empirique avait pour objectif d'analyser l'effet des investissements étrangers sur la croissance économique, en tenant compte du rôle du développement financier. Partant du constat de l'ambiguïté des résultats empiriques précédents et reconnaissant l'importance d'un secteur financier développé, elle suppose que le développement financier peut affecter la relation entre les investissements étrangers et la croissance économique. Elle s'est ensuite focalisée sur le cas de l'Afrique, à la fois pour accroître le corpus empirique sur la question en Afrique, mais surtout pour offrir des fondements scientifiques aux politiques d'attraction des capitaux étrangers. Pour cela, nous avons utilisé la méthode SGMM sur un panel de 41 pays africains sur 45 ans (agrégés en moyenne quinquennale non échelonnée).

Nos investigations nous permettent de conclure d'une part que les investissements directs étrangers affectent négativement la croissance économique en Afrique tandis que les investissements de portefeuille d'action n'ont pas d'effet significatif. D'autre part, avec l'accroissement du niveau de développement financier, les investissements directs étrangers peuvent voir leur effet devenir positif. De même, les investissements de portefeuille d'action ont un effet qui augmente avec le niveau de développement financier. Ainsi, dans une économie dont le secteur financier est très développé, les investissements étrangers seraient un parfait levier pour la croissance. Par contre, dans une économie dont le secteur financier est très peu développé, les investissements étrangers seraient inutiles, voire nuisibles à la croissance.

L'importance du secteur financier pour l'économie, souligné par Bagehot (1873) et Schumpeter (1911), retrouve à nouveau des preuves à travers cette étude. Il facilite la transmission des effets des investissements étrangers sur la croissance économique. Par conséquent, il importe pour les décideurs politiques de promouvoir le secteur financier en parallèle aux politiques d'attraction des capitaux étrangers. C'est une condition pour s'assurer que les investissements étrangers puissent jouer leur rôle de levier de croissance économique. Par ailleurs, si le développement financier joue un rôle crucial dans la transmission des effets des investissements étrangers, il serait opportun

d'analyser leur rôle sur les effets d'autres formes de capitaux tant étrangers que domestiques.

6. Références bibliographiques

- Acquah A.M. et Ibrahim M. (2020), « Foreign direct investment, economic growth and financial sector development in Africa », *Journal of Sustainable Finance & Investment*, vol. 10, n°4, pp. 315-334.
- Adjasi C.K.D., Abor J., Osei K.A. et Nyavor-Foli E.E. (2012), « FDI and economic activity in Africa: The role of local financial markets », *Thunderbird International Business Review*, vol. 54, n°4, pp. 429-439.
- Agbloyor E.K., Abor J.Y., Adjasi C.K.D. et Yawson A. (2014), « Private capital flows and economic growth in Africa: The role of domestic financial markets », *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, vol. 30, pp. 137-152.
- Agosin M.R. et Machado R. (2005), « Foreign investment in developing countries: does it crowd in domestic investment? », *Oxford Development Studies*, vol. 33, n°2, pp. 149-162.
- Alfaro L., Chanda A., Kalemli-Ozcan S. et Sayek S. (2004), « FDI and economic growth: the role of local financial markets », *Journal of international economics*, vol. 64, n°1, pp. 89-112.
- Bagehot W. (1873), *Lombard street*, King.
- Bailliu J.N. (2000), « Private Capital Flows, Financial Development and Economic Growth in Developing Countries », Ottawa, Bank of Canada.
- Balasubramanyam V.N., Salisu M. et Sapsford D. (1996), « Foreign direct investment and growth in EP and IS countries », *The economic journal*, pp. 92-105.
- Beck T., Levine R. et Loayza N. (2000), « Finance and the sources of growth », *Journal of Financial Economics*, vol. 58, n°1, pp. 261-300.
- Blomstrom M. et Wang J.-Y. (1989), « Foreign Investment and Technology Transfer: A Simple Model », *National Bureau of Economic Research Working Paper Series*, vol. No. 2958.
- Blundell R. et Bond S. (1998), « Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models », *Journal of Econometrics*, vol. 87, n°1, pp. 115-143.
- Borensztein E., DeGregorio J. et Lee J.-W. (1998), « How does foreign direct investment affect economic growth? », *Journal of International Economics (Netherlands)*, vol. 45, n°1, pp. 115-135.
- Brambila-Macias J. et Massa I. (2010), « The global financial crisis and Sub-Saharan Africa: the effects of slowing private capital inflows on growth », *African Development Review*, vol. 22, n°3, pp. 366-377.
- Carkovic M. V et Levine R. (2002), « Does foreign direct investment accelerate economic growth? »,.
- Choong C.-K., Baharumshah A.Z., Yusop Z. et Habibullah M.S. (2010), « Private capital flows, stock market and economic growth in developed and developing countries: A comparative analysis », *Japan and the World Economy*, vol. 22, n°2, pp. 107-117.

- Deléchat C., Wagh S., Ramirez G. et Wakeman-Linn J. (2009), « Sub-Saharan Africa's integration in the global financial markets », IMF Working papers, 1-38.
- Driffield N. et Jones C. (2013), « Impact of FDI, ODA and Migrant Remittances on Economic Growth in Developing Countries: A Systems Approach », The European Journal of Development Research, vol. 25, n°2, pp. 173-196.
- Durham J.B. (2004), « Absorptive capacity and the effects of foreign direct investment and equity foreign portfolio investment on economic growth », European economic review, vol. 48, n°2, pp. 285-306.
- Easterly W. et Pritchett L. (1993), « The determinants of economic success: Luck and policy », Finance and Development, vol. 30, n°4, pp. 38.
- Gerschenkron A. (1962), « Economic backwardness in historical perspective: a book of essays », Cambridge, MA: Belknap Press of Harvard University Press.
- Gheeraert L. et Malek Mansour J. (2005), « On the impact of private capital flows on economic growth and development ».
- Goldsmith R.W. (1955), « Financial structure and economic growth in advanced countries: An experiment in comparative financial morphology », in Capital formation and economic growth, Princeton University Press, pp. 112-167.
- Goldsmith R.W. (1958), « Financial intermediaries in the American economy since 1900 », NBER Books.
- Gossel S.J. et Biekpe N. (2014), « Economic growth, trade and capital flows: A causal analysis of post-liberalised South Africa », The Journal of International Trade & Economic Development, vol. 23, n°6, pp. 815-836.
- Gregorio J. De et Guidotti P.E. (1995), « Financial development and economic growth », World development, vol. 23, n°3, pp. 433-448.
- Gurley J.G. et Shaw E.S. (1960), « Money in a Theory of Finance », Washington: Brookings Institution, No. 332.4/G97m.
- Hautcoeur P.-C. (2008), « Marchés financiers et développement économique: une approche historique », Regards croisés sur l'économie, n°1, pp. 159-172.
- Hermes N. et Lensink R. (2003), « Foreign direct investment, financial development and economic growth », The journal of development studies, vol. 40, n°1, pp. 142-163.
- Hicks J. (1969), A theory of economic history, Oxford University Press Oxford.
- Honig A. (2008), « Do improvements in government quality necessarily reduce the incidence of costly sudden stops? », Journal of Banking & Finance, vol. 32, n°3, pp. 360-373.
- International Energy Agency (IEA) (2012), World Energy Outlook 2012, IEA, Paris <https://www.iea.org/reports/world-energy-outlook-2012>
- Johnson A. (2006), « The effects of FDI inflows on host country economic growth », The Royal Institute of technology. Centre of Excellence for studies in Science and Innovation http://www.infra.kth.se/cesis/research/publications/working_papers.
- Kentor J. et Boswell T. (2003), « Foreign capital dependence and development: A new direction », American sociological review, pp. 301-313.
- King R.G. et Levine R. (1993a), « Finance and growth: Schumpeter might be right », The quarterly journal of economics, vol. 108, n°3, pp. 717-737.
- King R.G. et Levine R. (1993b), « Finance, entrepreneurship and growth », Journal of Monetary economics, vol. 32, n°3, pp. 513-542.

- Klein M.W. et Olivei G.P. (2008), « Capital account liberalization, financial depth, and economic growth », *Journal of International Money and Finance* (U K), vol. 27, No. 6, pp. 861-875.
- Klobodu E.K.M. et Adams S. (2016), « Capital Flows and Economic Growth in Ghana », *Journal of African Business*, vol. 17, n°3, pp. 291-307.
- Kose A.M., Prasad E.S. et Taylor A.D. (2011), « Thresholds in the process of international financial integration », *Journal of International Money and Finance*, vol. 30, n°1, pp. 147-179.
- Kose M.A., Prasad E., Rogoff K. et Wei S.-J. (2009), « Financial Globalization: A Reappraisal », *IMF Staff Papers*, vol. 56, n°1, pp. 8-62.
- Kraay A. (1998), « In search of the macroeconomic effects of capital account liberalization ».
- Lane P.R. et Milesi-Ferretti G.M. (2007), « The external wealth of nations mark II: Revised and extended estimates of foreign assets and liabilities, 1970–2004 », *Journal of International Economics*, vol. 73, n°2, pp. 223-250.
- Levine R. (1999), *Financial development and economic growth: views and agenda*, The World Bank.
- Levine R. (2005), « Finance and growth: theory and evidence », *Handbook of economic growth*, vol. 1, pp. 865-934.
- Levine R. (2008), « Finance and the Poor », *The Manchester School*, vol. 76, pp. 1-13.
- Lucas R.E. (1990), « Why doesn't capital flow from rich to poor countries? », *The American Economic Review*, vol. 80, n°2, pp. 92-96.
- McKinnon R.I. (1973), « Money and Capital in Economic Development », Washington, DC: The Brookings Institution, vol. 68, n°4, pp. 1822-1824.
- Mello L.R. De (1997), « Foreign direct investment in developing countries and growth: A selective survey », *The journal of development studies*, vol. 34, n°1, pp. 1-34.
- Mello L.R. De (1999), « Foreign direct investment-led growth: evidence from time series and panel data », *Oxford economic papers*, vol. 51, n°1, pp. 133-151.
- Nkoa B.E.O. (2018), « Effets différenciés des IDE sur la croissance économique africaine : le rôle de la finance », *Revue d'économie du développement*, vol. 26, n°3, pp. 33-63.
- Papanek G.F. (1973), « Aid, foreign private investment, savings, and growth in less developed countries », *Journal of political Economy*, vol. 81, n°1, pp. 120-130.
- Prasad E.S., Rajan R.G. et Subramanian A. (2007), *Foreign capital and economic growth*.
- Reisen H. et Soto M. (2001), « Which Types of Capital Inflows Foster Developing-Country Growth? », *International Finance*, vol. 4, n°1, pp. 1-14.
- Rodrik D. (2007), « The real exchange rate and economic growth: theory and evidence ».
- Romer P.M. (1986), « Increasing returns and long-run growth », *Journal of political Economy*, vol. 94, n°5, pp. 1002-1037.
- Romer P.M. (1990), « Endogenous technological change », *Journal of political Economy*, vol. 98, n°5, Part 2, pp. S71-S102.
- Roodman D. (2006), « How to do xtabond2: An introduction to difference and system GMM in Stata », *Center for Global Development*, vol. Working Pa, n°No. 103.

- Sakyi D., Commodore R. et Opoku E.E.O. (2015), « Foreign direct investment, trade openness and economic growth in Ghana: An empirical investigation », *Journal of African Business*, vol. 16, n°1-2, pp. 1-15.
- Sandar Kyaw K. et Macdonald R. (2009), « Capital Flows and Growth in Developing Countries: A Dynamic Panel Data Analysis », *Oxford Development Studies*, vol. 37, n°2, pp. 101-122.
- Schumpeter J. (1911), « Théorie de l'évolution économique, Paris, Dalloz », Google Scholar.
- Seetanah B. (2009), « Is Foreign Direct Investment Growth Conducive? New Evidences From Sub-Saharan African Countries, 1980-2005 », *Applied Econometrics and International Development*, vol. 9, n°2, pp. 185-201.
- Shaw E.S. (1973), « Financial deepening in economic development », New York, Oxford University Press.
- Shaw E.S. et McKinnon R.I. (1976), *Money and finance in economic growth and development*, M. Dekker.
- Stulz R.M. (2005), « The limits of financial globalization », *Journal of Finance (U S)*, vol. 60, No. 4, pp. 1595-1638.
- UNTT (2013), « Financing for sustainable development: Review of global investment requirement estimates ».
- WIR (2018), « Investment and new industrial policies », United Nations Publication, pp. 213.