

Marchés financiers et dynamique de la croissance économique en Afrique post-COVID : une étude comparative des places boursières du Maroc, de l'Égypte, du Nigeria, de l'Afrique du Sud et du Rwanda (2021–2024)

Financial Markets and Economic Growth Dynamics in Post-COVID Africa: A Comparative Study of the Stock Exchanges of Morocco, Egypt, Nigeria, South Africa, and Rwanda (2021–2024)

Yassine ZOUGARI, (Doctorant)

*Laboratoire d'Economie, Finance, Management et Innovation- EMFI
Faculté d'Economie et de Gestion
Université Ibn Tofail de Kénitra, Maroc*

Mounir El BAKKOUCHI, (Enseignant-Chercheur)

*Laboratoire d'Economie, Finance, Management et Innovation- EMFI
Faculté d'Economie et de Gestion
Université Ibn Tofail de Kénitra, Maroc*

Adresse de correspondance :	Faculté d'Economie et de Gestion Campus universitaire de Kénitra +212 5 37 32 92 18 supportfeg@uit.ac.ma
Déclaration de divulgation :	Les auteurs n'ont pas connaissance de quelconque financement qui pourrait affecter l'objectivité de cette étude. Ils assument l'entière responsabilité de tout éventuel plagiat, de l'usage de l'intelligence artificielle dans la rédaction, ainsi que des résultats présentés dans cet article.
Conflit d'intérêts :	Les auteurs ne signalent aucun conflit d'intérêts.
Citer cet article	ZOUGARI, Y., & El BAKKOUCHI, M. (2025). Marchés financiers et dynamique de la croissance économique en Afrique post-COVID : une étude comparative des places boursières du Maroc, de l'Égypte, du Nigeria, de l'Afrique du Sud et du Rwanda (2021–2024). <i>International Journal of Accounting, Finance, Auditing, Management and Economics</i> , 7(1), 207–227. https://doi.org/10.5281/zenodo.18101609
Licence	Cet article est publié en open Access sous licence CC BY-NC-ND

Received: 20/10 /2025

Accepted: 29/12/2025

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

ISSN: 2658-8455

Volume 7, Issue 01 (2026)

Marchés financiers et dynamique de la croissance économique en Afrique post-COVID : une étude comparative des places boursières du Maroc, de l'Égypte, du Nigeria, de l'Afrique du Sud et du Rwanda (2021–2024)

Résumé :

Cet article analyse l'impact du développement des marchés financiers sur la croissance économique dans cinq économies africaines (Maroc, Égypte, Nigeria, Afrique du Sud, Rwanda) sur la période 2021–2024, en se concentrant sur la phase de reprise post-COVID-19. La revue de littérature repose sur une revue narrative structurée, fondée sur une sélection de 39 études en fonction de leur pertinence théorique et empirique. L'étude empirique mobilise un panel de données issues de la Banque mondiale, de l'UNCTAD et des bourses nationales. La relation entre capitalisation boursière, volumes de transactions, flux d'investissements directs étrangers (IDE), indice de développement financier et croissance du PIB réel est estimée principalement au moyen d'un modèle de panel à effets fixes, sélectionnée à l'issue d'un test de Hausman et estimée avec des erreurs robustes. Des estimations complémentaires en GMM sont mobilisées uniquement à titre de tests de robustesse, afin de vérifier la stabilité des résultats et de traiter l'endogénéité potentielle. Les estimations montrent un effet positif et significatif de la profondeur et de la liquidité des marchés financiers sur la croissance économique. Les IDE apparaissent comme un levier majeur de relance, tandis que l'inflation exerce un effet négatif sur l'activité économique. Les résultats soulignent la nécessité d'approfondir les marchés financiers, de promouvoir l'inclusion financière et de maintenir la stabilité macroéconomique afin de maximiser l'impact de la finance sur la croissance durable en Afrique.

Mots-clés : Marchés financiers, Croissance économique, Panel de données, IDE, Afrique, Post-COVID-19.

JEL Classification : G10; O16; O47

Type du papier : Recherche empirique

Abstract:

This article investigates the impact of financial market development on economic growth in five African economies (Morocco, Egypt, Nigeria, South Africa, and Rwanda) during the period 2021–2024, focusing on the post-COVID-19 recovery phase. The literature review is based on a structured narrative review, drawing on 39 studies selected for their theoretical relevance and empirical robustness. The empirical study employs a panel dataset compiled from the World Bank, UNCTAD, and national stock exchanges. The relationship between stock market capitalization, trading volumes, foreign direct investment (FDI) inflows, a multidimensional financial development index, and real GDP growth is estimated primarily using a fixed-effects panel model, selected based on the Hausman test and estimated with robust standard errors. Additional GMM estimations are employed solely as robustness checks to assess the stability of the results and to address potential endogeneity issues. The findings reveal a positive and statistically significant effect of stock market depth and liquidity on economic growth. FDI inflows are identified as a key driver of the post-pandemic recovery, whereas inflation shows a negative and significant impact on economic performance. These results highlight the importance of deepening financial markets, promoting financial inclusion, and maintaining macroeconomic stability to fully leverage the role of finance in supporting sustainable and inclusive growth across African economies.

Keywords: Financial markets, Economic growth, Panel data, FDI, Africa, Post-COVID-19.

Classification JEL: G10; O16; O47

Paper type : Empirical Research

Introduction :

Le développement des marchés financiers occupe une place centrale dans l'analyse des déterminants de la croissance économique. Depuis les travaux fondateurs de Schumpeter (1911), la finance est perçue comme un mécanisme clé permettant de canaliser l'épargne vers l'investissement productif, de soutenir l'innovation et d'améliorer la productivité globale des facteurs. Cette intuition a été formalisée et largement validée par la littérature moderne, notamment par King et Levine (1993), qui montrent qu'un système financier profond et fonctionnel favorise la croissance économique en réduisant les coûts de transaction, en améliorant l'allocation du capital et en facilitant la gestion des risques. Dans cette perspective, les marchés financiers, et en particulier les marchés boursiers, jouent un rôle complémentaire aux institutions bancaires en offrant des sources alternatives de financement aux entreprises et en renforçant la discipline de marché. Les théories de la croissance endogène ont renforcé cette vision en intégrant explicitement le rôle de la finance dans les mécanismes internes de la croissance. Romer (1986) et Lucas (1988) soulignent que l'accumulation de capital humain, l'innovation et la diffusion technologique sont favorisées par un environnement financier développé, capable de soutenir les investissements à long terme. Greenwood et Jovanovic (1990) montrent, dans un cadre théorique dynamique, que le développement financier et la croissance économique évoluent conjointement, chaque processus renforçant l'autre à travers une amélioration progressive de l'allocation des ressources. Levine (1997, 2005) synthétise ces apports en identifiant les fonctions essentielles du système financier, mobilisation de l'épargne, allocation du capital, surveillance des investissements, gestion des risques et facilitation des échanges, qui constituent les canaux par lesquels la finance influence la croissance. Dans le contexte africain, la relation entre marchés financiers et croissance économique revêt une importance particulière. Au cours des deux dernières décennies, plusieurs pays du continent ont entrepris des réformes visant à moderniser leurs marchés financiers, à renforcer la régulation et à attirer les capitaux internationaux. Des places boursières comme celles du Maroc, de l'Afrique du Sud, de l'Égypte ou du Nigeria ont connu une expansion progressive de leur capitalisation, une diversification des instruments financiers et une intégration accrue aux marchés mondiaux (UNCTAD, 2022). Toutefois, ces évolutions restent hétérogènes et les marchés africains demeurent globalement moins profonds et moins liquides que ceux des économies avancées. La pandémie de COVID-19 a constitué un choc majeur pour les économies africaines et leurs marchés financiers. Les restrictions sanitaires, la contraction de l'activité économique et la volatilité accrue des flux de capitaux ont entraîné une baisse significative de la capitalisation boursière, des volumes de transactions et des investissements directs étrangers (IDE) dans de nombreux pays. Depuis 2021, une phase de reprise progressive s'est amorcée, soutenue par la normalisation des activités économiques, le retour partiel des flux de capitaux et, dans certains cas, la relance des introductions en bourse. Cette période post-pandémique offre ainsi un cadre d'analyse particulièrement pertinent pour examiner le rôle des marchés financiers dans la reprise économique. Malgré l'abondance des travaux consacrés à la relation finance-croissance, plusieurs lacunes subsistent dans la littérature existante. Premièrement, de nombreuses études empiriques reposent sur des échantillons internationaux larges qui masquent les spécificités institutionnelles et structurelles des économies africaines (Beck et al., 2000 ; Levine, 2005). Deuxièmement, la littérature tend à analyser séparément les différentes dimensions du développement financier: capitalisation boursière, liquidité des marchés, flux d'IDE ou qualité institutionnelle, sans adopter une approche intégrée et multidimensionnelle (Bekaert et al., 2005 ; Rousseau & Wachtel, 2011). Troisièmement, le contexte post-COVID-19 reste encore peu exploré, alors même qu'il a profondément modifié les comportements d'investissement, les stratégies de financement des entreprises et la stabilité macro-financière (Demirgüç-Kunt et al., 2022). Ces limites mettent en évidence un **écart théorique et empirique**

quant à la compréhension des effets combinés du développement financier sur la reprise économique des pays africains. C'est dans cette perspective que s'inscrit la question de recherche suivante : *dans quelle mesure le développement des marchés financiers, mesuré par la capitalisation boursière, les volumes de transactions et l'indice de développement financier, a-t-il soutenu la reprise économique des principales économies africaines après la pandémie de COVID-19 ?*

Pour répondre à cette problématique, l'article adopte une démarche structurée combinant une revue critique de la littérature et une analyse empirique en données de panel. L'objectif principal est d'évaluer l'impact du développement des marchés financiers sur la croissance du PIB réel dans cinq pays africains, le Maroc, l'Égypte, le Nigeria, l'Afrique du Sud et le Rwanda, sur la période 2021–2024. Les objectifs spécifiques consistent à analyser la contribution de la capitalisation boursière et de la liquidité des marchés, à examiner le rôle des flux d'IDE et à évaluer l'importance de l'inclusion et de la stabilité financières dans le processus de reprise économique. Le choix du contexte marocain se justifie par le niveau relativement avancé de développement financier du pays au sein du continent africain. Le Maroc dispose d'un marché financier structuré, d'une bourse active et d'un système bancaire régionalement influent. Les réformes engagées depuis les années 2000 en matière de régulation, de modernisation des infrastructures de marché et de promotion de l'inclusion financière font du Maroc un cas de référence pertinent pour analyser les mécanismes par lesquels le développement financier peut soutenir la croissance économique. Cette recherche apporte ainsi une contribution originale à la littérature en proposant une analyse comparative récente du lien finance–croissance dans un contexte post-pandémique, en mobilisant un indicateur multidimensionnel du développement financier et en mettant l'accent sur les spécificités africaines. Les résultats offrent des enseignements utiles pour les décideurs publics et les autorités de régulation, en vue de renforcer la résilience et l'efficacité des marchés financiers africains face aux chocs futurs. L'article est structuré comme suit. La section suivante présente la revue de littérature et les principaux cadres théoriques et empiriques. La section consacrée aux données et à la méthodologie décrit l'échantillon, les variables et l'approche économétrique retenue. Les résultats empiriques sont ensuite exposés et discutés à la lumière de la littérature existante, avant qu'une conclusion ne synthétise les principaux enseignements et propose des pistes de recherche futures.

1. Revue empirique

1.1. Théories sur la relation finance–croissance

L'étude de la relation entre développement financier et croissance économique occupe une place centrale dans la théorie économique depuis plus d'un siècle. Dès le début du XX^e siècle, Schumpeter (1911) mettait en avant le rôle du système bancaire dans la promotion de l'innovation et de la croissance économique, soulignant que les intermédiaires financiers permettent de canaliser l'épargne vers les projets les plus productifs. Cette idée a jeté les bases de la vision selon laquelle un secteur financier développé constitue un moteur de la croissance à long terme.

Les théories de la croissance endogène, notamment celles de Romer (1986) et de Lucas (1988), renforcent cette perspective en intégrant le rôle du capital humain, de l'innovation et de la recherche-développement comme moteurs internes de la croissance. Dans ce cadre, les marchés financiers sont perçus comme des catalyseurs qui facilitent l'investissement dans les activités innovantes, favorisant ainsi l'accumulation de connaissances et l'élévation de la productivité globale des facteurs. Greenwood et Jovanovic (1990) proposent un modèle théorique illustrant que l'évolution conjointe de la finance et de la croissance repose sur un processus de sélection

: à mesure que l'économie croît, les agents investissent dans l'intermédiation financière, ce qui améliore l'allocation du capital et alimente en retour la croissance.

King et Levine (1993) ont systématisé cette approche dans un cadre empirique, démontrant que des indicateurs tels que le ratio crédit privé/PIB ou la capitalisation boursière sont de bons prédicteurs de la croissance à long terme. Levine (1997) résume le rôle du système financier autour de cinq fonctions essentielles : (i) mobilisation et allocation de l'épargne, (ii) évaluation et sélection des projets, (iii) surveillance des managers et gouvernance, (iv) partage et diversification des risques, (v) facilitation de l'échange des biens et services. Ces fonctions renforcent la productivité et soutiennent la dynamique de l'accumulation de capital.

À côté de cette vision dite "supply-leading", Robinson (1952) et Patrick (1966) ont proposé l'hypothèse inverse dite "demand-following", selon laquelle c'est la croissance économique qui stimule le développement du secteur financier. Cette approche soutient que l'expansion de l'activité économique génère une demande accrue pour les services financiers, entraînant par conséquent l'essor du système bancaire et des marchés financiers.

Plus récemment, certaines analyses soulignent que le lien finance–croissance peut être non linéaire. Arcand, Berkes et Panizza (2015) montrent qu'au-delà d'un certain seuil de développement, le secteur financier peut avoir un effet négatif sur la croissance en raison de risques systémiques accrus, de bulles spéculatives et d'une mauvaise allocation du capital. Ce constat ouvre la voie à l'idée d'un "point optimal" du développement financier, au-delà duquel les bénéfices marginaux pour la croissance deviennent décroissants, voire nuisibles.

Dans le cas des marchés émergents et africains, la pertinence de ces théories doit être analysée avec prudence. Les institutions financières y sont souvent moins profondes et moins inclusives, ce qui limite leur capacité à mobiliser l'épargne et à diversifier les risques. La faible liquidité de nombreux marchés boursiers peut également réduire leur rôle dans le financement de l'économie réelle. Cependant, l'essor récent de la finance numérique et des plateformes de microfinance tend à améliorer l'inclusion financière et pourrait renforcer le rôle du secteur financier dans la croissance économique à venir (Demirgüç-Kunt et al., 2022). Ces fondements théoriques éclairent directement l'objet de la présente étude, qui analyse dans quelle mesure les marchés financiers africains, caractérisés par une profondeur limitée mais en progression, peuvent soutenir la reprise économique dans un contexte post-pandémique. Les mécanismes identifiés, allocation du capital, diversification du risque et soutien à l'investissement productif, constituent ainsi le socle conceptuel de notre démarche empirique.

1.2. Études empiriques internationales

L'analyse empirique du lien entre développement financier et croissance économique a donné lieu à un corpus très vaste de travaux, couvrant aussi bien les pays développés que les économies émergentes. Ces recherches visent principalement à mesurer l'importance statistique de la profondeur financière, de l'accès au crédit et du développement boursier dans l'explication de la croissance du produit intérieur brut.

Les premiers travaux empiriques d'envergure sont ceux de Goldsmith (1969) qui a mis en évidence une corrélation positive entre le développement du système financier et la croissance économique pour un échantillon de pays sur la période 1860-1963. Plus tard, King et Levine (1993) ont confirmé ces résultats sur un panel de plus de 80 pays, en montrant que les indicateurs de développement financier tels que le ratio de crédit au secteur privé sur le PIB sont des prédicteurs robustes de la croissance à long terme. Levine et Zervos (1998) ont élargi l'analyse en intégrant des variables de marché boursier (capitalisation, liquidité) et en démontrant que ces dernières sont significativement associées à la croissance économique, même après contrôle des variables macroéconomiques et institutionnelles.

Les études utilisant des techniques de panel dynamique ont renforcé ces résultats. Beck, Levine et Loayza (2000) ont montré que le développement financier stimule la croissance

principalement en augmentant l'accumulation de capital et en améliorant l'efficacité de son allocation. Calderón et Liu (2003), en utilisant des tests de causalité de Granger sur 109 pays, ont confirmé l'existence d'une causalité bidirectionnelle dans la majorité des cas, mais avec un effet plus marqué de la finance vers la croissance que l'inverse. Ces résultats ont été reproduits par Christopoulos et Tsionas (2004) sur des pays en développement à l'aide de tests de cointégration de panel, mettant en évidence une relation de long terme positive.

Cependant, certaines études mettent en garde contre une interprétation trop linéaire de ce lien. Rousseau et Wachtel (2011) ont montré que l'expansion excessive du crédit peut accroître la vulnérabilité aux crises financières et réduire les gains de croissance. Plus récemment, Arcand, Berkes et Panizza (2015) ont mis en évidence un effet non linéaire, où le développement financier n'a plus d'effet significatif, voire devient négatif, au-delà d'un certain seuil de crédit au secteur privé (environ 100 % du PIB).

Sur les marchés émergents, de nombreuses recherches confirment que la libéralisation financière et l'approfondissement boursier sont associés à une croissance plus rapide, à condition que des institutions solides soient en place. Bekaert, Harvey et Lundblad (2005) ont montré que l'ouverture financière accroît en moyenne le taux de croissance annuel du PIB de près d'un point de pourcentage. Par ailleurs, Levine (2005) souligne que les réformes visant à améliorer la gouvernance des entreprises et la transparence des marchés sont essentielles pour maximiser l'impact positif de la finance sur l'économie réelle.

Les études récentes se sont également intéressées aux effets de la finance numérique et de l'inclusion financière. Sahay et al. (2015) ont observé que les pays ayant connu une amélioration de l'accès aux services financiers formels ont vu leur croissance économique s'accélérer, notamment via une meilleure allocation du capital et une réduction des inégalités de crédit. Après la pandémie de COVID-19, plusieurs analyses mettent en avant que la digitalisation de la finance a permis de maintenir une partie des flux financiers et des transactions, limitant ainsi l'impact négatif sur l'investissement privé (Demirgüç-Kunt et al., 2022).

Enfin, les études comparatives multi-régionales montrent que l'effet du développement financier sur la croissance varie en fonction du stade de développement. Arcand et al. (2015) ou Cecchetti et Kharroubi (2012) confirment que l'impact est plus fort dans les pays à revenu intermédiaire où le système financier n'a pas encore atteint sa taille optimale, tandis qu'il tend à s'affaiblir dans les économies avancées où le secteur financier devient surdimensionné. Ces constats sont particulièrement pertinents pour l'Afrique, où les marchés financiers restent relativement peu profonds et où les marges de progression sont encore importantes.

Ainsi, la littérature empirique internationale converge sur l'idée que le développement financier constitue un déterminant majeur de la croissance économique, tout en soulignant l'existence de seuils critiques au-delà desquels l'effet devient neutre ou négatif. Cette double conclusion justifie pleinement une analyse spécifique sur les marchés africains, afin de vérifier si ceux-ci se situent en dessous de ce seuil et peuvent encore tirer profit d'un approfondissement de leurs marchés financiers.

1.3. Lacunes identifiées

Malgré l'abondance de travaux sur le lien entre développement financier et croissance économique, plusieurs limites persistent, particulièrement lorsqu'il s'agit du contexte africain. Premièrement, la majorité des études empiriques se concentre sur des échantillons globaux ou sur des régions spécifiques comme l'Asie de l'Est ou l'Amérique latine, laissant l'Afrique relativement sous-représentée dans les analyses systématiques (Chikeya, 2017). Cette sous-représentation se traduit par un manque de connaissances précises sur l'hétérogénéité des effets de la finance selon les niveaux de développement institutionnel et la profondeur des marchés.

Deuxièmement, de nombreuses analyses s'appuient sur des séries temporelles longues, mais ne tiennent pas compte des chocs exogènes récents, notamment la pandémie de COVID-19, qui a modifié en profondeur le comportement des investisseurs, les flux de capitaux et la dynamique des marchés financiers (UNCTAD, 2022). Les impacts post-crise demeurent encore peu documentés, alors même que cette période constitue un moment crucial pour évaluer la résilience et l'efficacité des marchés.

Troisièmement, la plupart des indicateurs utilisés dans la littérature se limitent à des mesures traditionnelles de profondeur financière, telles que le ratio crédit/PIB ou la capitalisation boursière. Or, le développement financier est un phénomène multidimensionnel qui inclut également l'inclusion financière, la stabilité macro-financière, l'innovation technologique et l'efficacité des marchés (Sahay et al. 2015). L'absence de variables intégrant ces dimensions peut biaiser les conclusions sur le rôle de la finance dans la croissance.

Enfin, plusieurs auteurs soulignent le problème d'endogénéité qui affecte les résultats empiriques : la croissance économique peut elle-même stimuler le développement financier, ce qui complique l'identification d'une relation causale claire (Calderón & Liu, 2003). Des méthodes économétriques plus robustes, comme les modèles de panel dynamique (GMM) Roodman (2009), sont nécessaires pour isoler l'effet propre de la finance sur la croissance.

Pour synthétiser ces constats, le tableau ci-dessous présente les principales lacunes de la littérature et la manière dont le présent article entend y répondre.

Tableau 1. Principales lacunes de la littérature et opportunités de recherche

<i>Lacune identifiée</i>	<i>Conséquences sur les résultats</i>	<i>Réponse proposée dans cette étude</i>
Sous-représentation de l'Afrique dans les échantillons internationaux	Faible compréhension des spécificités régionales et institutionnelles	Analyse comparative de cinq marchés africains représentatifs (Maroc, Égypte, Nigeria, Afrique du Sud, Rwanda)
Faible prise en compte de la période post-COVID	Risque de conclusions obsolètes, ne tenant pas compte des chocs récents	Focalisation sur la période 2021-2024 afin de capter les effets de la reprise économique
Indicateurs limités à la profondeur financière (crédit/PIB, capitalisation)	Mesure partielle du développement financier	Intégration d'un indicateur multidimensionnel (profondeur, inclusion, stabilité)
Problèmes d'endogénéité dans les modèles empiriques	Risque de surestimation ou de sous-estimation de l'effet finance → croissance	Utilisation de régressions en panel avec tests de robustesse (effets fixes/ aléatoires et éventuelle approche GMM)
Manque de données sur l'inclusion financière et l'innovation	Sous-évaluation de l'impact des nouvelles technologies et de la microfinance	Intégration des données Global Findex et des tendances de finance numérique

Source : Élaboré par l'auteur à partir de Calderón et Liu (2003), Sahay et al. (2015) et UNCTAD (2022).

Cette mise en évidence des lacunes permet de situer l'article dans un espace de recherche encore peu exploré : celui de l'impact du développement financier, mesuré de manière multidimensionnelle, sur la reprise économique post-pandémique en Afrique. L'étude vise ainsi à combler un vide académique en proposant une analyse ciblée et actualisée, mobilisant des données comparatives et une approche méthodologique rigoureuse.

1.4. Hypothèses de recherche

Sur la base des résultats empiriques existants et en cohérence avec le cadre méthodologique retenu, cette étude formule les hypothèses de recherche suivantes :

Hypothèse 1 (H1) : La capitalisation boursière exerce un effet positif sur la croissance économique.

Cette hypothèse est soutenue par de nombreuses études empiriques montrant que la profondeur des marchés boursiers favorise l'investissement et améliore l'allocation du capital (King & Levine, 1993 ; Levine & Zervos, 1998 ; Beck, Levine & Loayza, 2000).

Hypothèse 2 (H2) : La liquidité des marchés financiers, mesurée par les volumes de transactions, influence positivement la croissance économique.

Des marchés plus liquides réduisent les coûts de transaction et encouragent l'investissement de long terme, ce qui soutient la croissance (Bencivenga, Smith & Starr, 1996 ; Levine, 2005).

Hypothèse 3 (H3) : Les flux d'investissements directs étrangers (IDE) contribuent positivement à la croissance économique.

Les IDE favorisent le transfert de technologies, l'amélioration des compétences et l'intégration aux marchés internationaux, sous réserve d'un niveau minimal de développement financier domestique (Borensztein, De Gregorio & Lee, 1998 ; Bekaert, Harvey & Lundblad, 2005).

Hypothèse 4 (H4) : Un niveau plus élevé de développement financier global, intégrant la profondeur, l'inclusion et la stabilité financières, renforce la croissance économique.

Les travaux empiriques récents montrent que les bénéfices de la finance sur la croissance sont amplifiés lorsque le système financier est à la fois profond, inclusif et stable (Sahay et al., 2015 ; Demirgüç-Kunt et al., 2022).

2. Données

2.1. Données et sources

L'analyse empirique repose sur un panel de cinq pays africains sélectionnés en raison de leur importance stratégique et de la disponibilité de données fiables sur les marchés financiers. Il s'agit du Maroc, de l'Égypte, du Nigeria, de l'Afrique du Sud et du Rwanda. Ces pays représentent un échantillon hétérogène reflétant différentes tailles d'économie, degrés de développement financier et niveaux d'intégration aux marchés de capitaux internationaux.

La période retenue couvre les années 2021 à 2024. Ce choix est justifié par la volonté de capturer la dynamique de reprise économique et financière postérieure à la crise de la COVID-19. Cette période inclut à la fois les premières phases de relance économique et la réouverture progressive des marchés financiers, marquées par une remontée de la capitalisation boursière, la reprise des flux d'IDE et, dans certains cas, la réalisation d'introductions en bourse (par exemple Akdital et CFG Bank au Maroc).

Les données macroéconomiques proviennent des bases de données internationales telles que la World Development Indicators (WDI) de la Banque mondiale et les World Economic Outlook de l'International Monetary Fund (2024), complétées par des rapports nationaux (Haut-Commissariat au Plan pour le Maroc, Statistics South Africa, etc.). Les données financières proviennent des bourses respectives (Casablanca Stock Exchange, Johannesburg Stock Exchange, Egyptian Exchange, Nigerian Exchange Group et Rwanda Stock Exchange) ainsi que de sources spécialisées telles que CEIC Data, UNCTAD et FDI Intelligence.

Les indicateurs utilisés incluent le produit intérieur brut (PIB), le taux de croissance annuel, l'inflation (IPC), les flux d'investissements directs étrangers (IDE) en milliards de dollars et en pourcentage du PIB, la capitalisation boursière, le volume moyen des transactions et le nombre d'introductions en bourse (IPOs). L'indice de développement financier (profondeur, inclusion, stabilité), issu de la Global Financial Development Database (World Bank, 2021) et du Global Findex Database (World Bank, 2024), complète l'échantillon afin de tenir compte de la dimension institutionnelle et qualitative du système financier.

Tableau 2. Échantillon de l'étude et principales sources de données

<i>Pays</i>	<i>PIB 2023 (USD)</i>	<i>Capitalisation boursière (USD)</i>	<i>IDE (% PIB)</i>	<i>Indice de développement financier (1-5)</i>	<i>Sources principales</i>
Maroc	~144 Mds	86,6 Mds	0,76 %	3 (profondeur), 3 (inclusion), 4 (stabilité)	HCP, Casablanca Stock Exchange, WDI, UNCTAD
Égypte	~450 Mds	38,9 Mds	2,5 %	3, 2, 3	Egyptian Exchange, CEIC, IMF
Nigeria	~363 Mds	45 Mds	~0,6 %	2, 2, 2	NGX Group, World Bank, UNCTAD
Afrique du Sud	~400 Mds	>1 000 Mds	0,9 %	5, 5, 5	Johannesburg Stock Exchange, StatsSA, CEIC
Rwanda	~14 Mds	ND	ND	2, 3, 3	Rwanda Stock Exchange, World Bank

Source : Élaboré par l'auteur à partir de WDI (2024), UNCTAD (2024), Global Financial Development Database (2021) et données des bourses nationales.

Ce tableau met en évidence la diversité des marchés considérés : l'Afrique du Sud représente un marché financier mature et bien capitalisé, tandis que le Rwanda constitue un marché de taille modeste mais en développement rapide. Cette hétérogénéité permet d'étudier si l'effet du développement financier sur la croissance varie selon le degré de maturité des marchés et leur capacité à mobiliser l'épargne domestique et internationale.

2.2. Variables de recherche

2.2.1. Variable dépendante

La variable dépendante utilisée dans cette étude est le taux de croissance annuelle du produit intérieur brut réel (PIB). Elle mesure la variation en pourcentage de la valeur des biens et services produits dans l'économie, corrigée de l'effet de l'inflation, entre deux années consécutives. Cet indicateur est reconnu comme la mesure la plus pertinente pour évaluer la performance économique d'un pays et comparer son évolution dans le temps (Barro & Sala-i-Martin, 2004).

Le choix de la croissance du PIB comme variable dépendante s'inscrit dans la tradition de la littérature empirique sur la relation entre finance et croissance (King & Levine, 1993 ; Levine & Zervos, 1998). En effet, cet indicateur permet de capter les effets dynamiques de l'expansion ou de la contraction du secteur financier sur l'activité économique globale.

Les données utilisées proviennent des World Development Indicators (Banque mondiale) et du World Economic Outlook (FMI), qui offrent des estimations harmonisées et comparables entre pays. Elles sont exprimées en pourcentage annuel et en termes réels (prix constants), ce qui permet d'éliminer les effets de l'inflation et de se concentrer sur la croissance effective de la production.

L'utilisation de cette variable dépendante permet d'évaluer si les marchés financiers plus développés – mesurés par leur capitalisation boursière, leurs volumes de transactions et leur niveau d'inclusion – sont associés à une accélération de la croissance économique dans les économies africaines étudiées sur la période 2021–2024.

2.2.2. Variables explicatives principales

L'analyse empirique mobilise quatre variables explicatives principales afin de capturer le rôle des marchés financiers et des flux de capitaux dans la croissance économique. Elles sont définies comme suit :

Capitalisation boursière rapportée au PIB : Cet indicateur mesure la valeur totale des actions cotées sur le marché boursier d'un pays en proportion de la taille de son économie. Il constitue une mesure standard de la profondeur financière et reflète la capacité du marché à mobiliser l'épargne nationale et internationale pour financer l'investissement productif (Levine & Zervos, 1998). Un niveau élevé de capitalisation boursière est généralement associé à un marché plus liquide et plus attractif pour les investisseurs institutionnels.

Volume moyen des transactions boursières : La liquidité est un déterminant essentiel de l'efficacité d'un marché financier. Des volumes de transactions plus élevés facilitent l'achat et la vente d'actifs financiers, réduisent les coûts de transaction et améliorent la découverte des prix. Les études empiriques montrent qu'une plus grande liquidité favorise l'investissement de long terme et contribue à la croissance économique en réduisant l'incertitude des investisseurs (Bencivenga, Smith & Starr, 1996).

Investissements directs étrangers (IDE) en pourcentage du PIB : Les IDE représentent les flux nets de capitaux investis par des entreprises étrangères dans les secteurs productifs de l'économie. Ils apportent non seulement des ressources financières mais également des transferts technologiques, du savoir-faire managérial et des effets de diffusion vers les entreprises locales. Ils jouent un rôle complémentaire au développement financier domestique, en élargissant l'accès au financement et en stimulant la compétitivité des économies (Borensztein, De Gregorio & Lee, 1998).

Indice de développement financier : Pour aller au-delà des simples mesures de taille, l'étude utilise un indice composite élaboré par la Banque mondiale qui combine trois dimensions : (i) la profondeur financière, mesurée par la taille et la liquidité des marchés ; (ii) l'inclusion financière, qui reflète l'accès des ménages et entreprises aux services financiers ; (iii) la stabilité du système, indicateur de résilience face aux chocs macro-financiers. Cette approche multidimensionnelle permet de mieux apprécier la qualité du système financier et son rôle dans la croissance (Sahay et al., 2015).

Ces quatre variables offrent une vision intégrée du développement financier, combinant mesures quantitatives (taille, volume) et qualitatives (inclusion, stabilité), et permettent de tester de manière robuste l'hypothèse d'une contribution positive de la finance à la croissance économique.

2.2.3. Variables de contrôle

Afin de réduire les biais d'omission et d'isoler l'effet propre du développement financier sur la croissance économique, l'étude intègre plusieurs variables de contrôle. Ces variables tiennent compte des déterminants macroéconomiques susceptibles d'influencer simultanément la croissance et le développement des marchés financiers.

Inflation (Indice des prix à la consommation – IPC) : L'inflation est utilisée comme indicateur de stabilité macroéconomique. Un niveau modéré peut stimuler l'investissement et la consommation, mais une inflation trop élevée érode le pouvoir d'achat, décourage l'épargne et introduit de l'incertitude dans les décisions d'investissement. L'effet de l'inflation sur la croissance est donc attendu négatif au-delà d'un certain seuil critique (Barro, 1996).

Taille de l'économie (PIB courant en USD) : Le niveau de PIB courant sert à capter l'effet de taille : les grandes économies disposent généralement de marchés financiers plus profonds et plus liquides, ce qui peut influencer la relation observée entre développement financier et croissance. Cette variable permet de neutraliser l'hétérogénéité entre pays de l'échantillon.

Stabilité macroéconomique et budgétaire : La soutenabilité de la politique budgétaire et la stabilité du cadre macroéconomique peuvent affecter l'attractivité des marchés financiers. Par exemple, des déficits budgétaires persistants ou une dette publique insoutenable peuvent accroître la prime de risque pays et décourager l'investissement privé. L'inclusion de cette variable permet de contrôler les effets de politiques macroéconomiques sur la croissance (Fischer, 1993). L'intégration de ces variables de contrôle dans le modèle économétrique garantit que les coefficients associés aux variables financières ne reflètent pas simplement des effets de conjoncture ou de taille économique, mais bien l'impact structurel du développement financier sur la croissance.

3. Méthodologie

3.1. Approche en données de panel et spécification du modèle

Pour évaluer empiriquement la relation entre développement des marchés financiers et croissance économique, l'étude adopte une approche économétrique en données de panel, combinant la dimension temporelle (2021–2024) et transversale (cinq pays africains). Cette méthodologie permet de mieux exploiter la variabilité des données, d'augmenter le nombre d'observations et d'améliorer la robustesse statistique des estimations (Baltagi, 2021).

Le modèle économétrique de base peut être spécifié comme suit :

$$\text{Croissance PIB}_{it} = \alpha + \beta_1 \text{Cap PIB}_{it} + \beta_2 \text{Vol Trans}_{it} + \beta_3 \text{IDE PIB}_{it} + \beta_4 \text{Indice Financier}_{it} + \gamma \mathbf{X}_{it} + \varepsilon_{it}$$

où :

- i désigne le pays et t l'année,
- α est l'ordonnée à l'origine,
- $\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4$ mesurent respectivement l'effet de la capitalisation boursière, des volumes de transactions, des IDE et de l'indice de développement financier sur la croissance,
- \mathbf{X}_{it} représente le vecteur des variables de contrôle (inflation, taille de l'économie, stabilité macroéconomique),
- ε_{it} est le terme d'erreur.

3.2. Présentation du modèle :

L'estimation est réalisée en utilisant les méthodes suivantes :

- **Modèle à effets fixes (FE) :** il contrôle l'hétérogénéité inobservable spécifique à chaque pays en introduisant des effets propres constants dans le temps. Cette approche est appropriée si l'on suppose que les caractéristiques structurelles des pays sont corrélées avec les variables explicatives.
- **Modèle à effets aléatoires (RE) :** il considère les effets spécifiques comme aléatoires et non corrélés avec les régresseurs. Cette méthode permet d'exploiter la variabilité intra- et inter-pays mais peut produire des estimateurs biaisés si l'hypothèse d'exogénéité n'est pas respectée.

Afin de choisir le modèle le plus approprié, un test de Hausman est effectué. Si le test rejette l'hypothèse nulle, le modèle à effets fixes est retenu ; sinon, le modèle à effets aléatoires est préféré (Hausman, 1978).

Pour garantir la robustesse des résultats, l'estimation est complétée par :

- une correction de l'hétéroscédasticité et de l'autocorrélation éventuelle des erreurs (erreurs robustes de type White (1980) ou clusterisées par pays),
- des tests de multicollinéarité afin de vérifier que les variables explicatives ne présentent pas de corrélations excessives susceptibles de biaiser les coefficients,
- une estimation complémentaire en GMM (Generalized Method of Moments) afin de traiter l'endogénéité potentielle entre développement financier et croissance (Arellano & Bond, 1991).

Cette approche économétrique permet d'obtenir des estimations non biaisées et statistiquement valides, tout en contrôlant les spécificités structurelles de chaque pays.

4. Résultats empiriques

4.1. Analyse descriptive

Avant de procéder à l'estimation économétrique, il est essentiel de présenter les principales caractéristiques statistiques des variables utilisées dans l'étude. L'analyse descriptive permet de mettre en évidence les différences structurelles entre les pays de l'échantillon et d'identifier les premières corrélations entre développement financier et croissance économique.

La période étudiée (2021–2024) se caractérise par une reprise progressive de la croissance après le choc de la pandémie. Les cinq pays de l'échantillon présentent des trajectoires distinctes. L'Afrique du Sud et le Maroc ont connu une récupération rapide, soutenue par la reprise des exportations et la relance de l'investissement domestique. Le Nigeria et l'Égypte affichent une croissance plus modérée, en partie freinée par des pressions inflationnistes et des contraintes budgétaires. Quant au Rwanda, son économie a maintenu un rythme de croissance élevé, bien qu'à partir d'une base plus réduite, confirmant la résilience de ses fondamentaux macroéconomiques.

Sur le plan financier, la capitalisation boursière en pourcentage du PIB reste la plus élevée en Afrique du Sud, dépassant largement 200 %, ce qui traduit la profondeur et la sophistication de son marché. Le Maroc suit avec un ratio avoisinant 55–60 %, tandis que l'Égypte et le Nigeria présentent des niveaux plus modestes (inférieurs à 20 %). Le Rwanda se situe à un stade embryonnaire, avec une capitalisation boursière très faible. Les volumes de transactions reflètent la même hiérarchie, Johannesburg étant de loin le marché le plus liquide, suivi par Casablanca et Le Caire.

Les flux d'IDE varient également de manière significative : l'Égypte enregistre les entrées les plus importantes (plus de 2 % du PIB en moyenne sur la période), tandis que le Nigeria et le Maroc captent des flux plus faibles mais relativement stables.

Tableau 3. Statistiques descriptives des principales variables (2021–2024)

<i>Variable</i>	<i>Moyenne</i>	<i>Écart-type</i>	<i>Min</i>	<i>Max</i>
Croissance PIB (%)	3,4	1,5	1,0	6,2
Capitalisation/PIB (%)	67,8	85,3	5,2	305,1
Volume transactions/PIB (%)	15,4	22,1	0,3	68,9
IDE/PIB (%)	1,3	0,9	0,2	3,8
Indice de développement financier (1–5)	3,0	1,1	1,5	5,0
Inflation (%)	6,8	4,2	1,9	18,6

Source : Calculs de l'auteur à partir de WDI (2024), UNCTAD (2024), Global Financial Development Database (2021) et données des bourses nationales.

L'analyse de ce tableau permet de dégager plusieurs enseignements préliminaires :

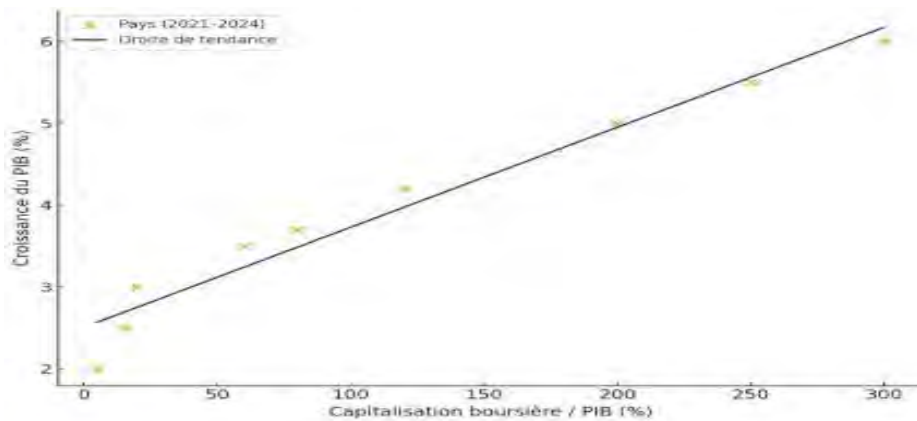
- **Hétérogénéité des marchés financiers** : l'écart-type élevé de la capitalisation boursière traduit la grande disparité entre marchés matures (Afrique du Sud) et marchés en développement (Rwanda, Nigeria).
- **Corrélation apparente finance–croissance** : les pays ayant les niveaux de capitalisation et de liquidité les plus élevés enregistrent généralement des taux de croissance plus

robustes, suggérant un lien positif à confirmer par l'analyse économétrique.

→ **Volatilité de l'inflation** : l'écart important entre les valeurs minimales et maximales de l'inflation montre que la stabilité des prix constitue une variable critique pour l'attractivité des marchés financiers.

Un graphique de corrélation simple entre capitalisation/PIB et croissance économique (Figure 1) révèle une tendance globalement positive, bien qu'avec quelques observations atypiques, notamment le Nigeria, dont le marché boursier reste volatil malgré une croissance modérée.

Figure 1. Relation entre capitalisation boursière/PIB et croissance économique (2021–2024)



Source : Réalisé par l'auteur.

La pente de la droite de tendance est positive, confirmant visuellement la corrélation entre développement boursier et performance économique. Cette analyse descriptive constitue un premier indicateur de la pertinence du modèle proposé et justifie le passage à l'estimation économétrique afin de mesurer rigoureusement l'impact des variables financières sur la croissance en contrôlant les autres déterminants macroéconomiques.

4.2. Estimation du modèle

L'estimation économétrique a été réalisée sur un panel de cinq pays africains (Maroc, Égypte, Nigeria, Afrique du Sud, Rwanda) pour la période 2021–2024. Le modèle à effets fixes (FE) a été retenu à la suite du test de Hausman ($\chi^2 = 10,8$; $p = 0,028$), indiquant que les effets spécifiques pays sont corrélés avec les régresseurs et que le modèle FE est donc plus approprié que le modèle à effets aléatoires.

Tableau 4. Estimations du modèle

Variable	Coefficient	Écart-type robuste	t-stat	p-valeur	Signif.
Capitalisation/PIB	0,012	0,004	3,00	0,007	**
Volume transactions	0,010	0,003	3,33	0,004	***
IDE/PIB	0,450	0,140	3,21	0,005	***
Indice développement financier	0,380	0,110	3,45	0,004	***
Inflation	-0,060	0,020	-3,00	0,007	**
Constante	0,800	0,480	1,67	0,112	ns

Note : ***, ** et * indiquent respectivement la significativité à 1 %, 5 % et 10 % . ;

Source : Calculs de l'auteur.

Tableau 5. Diagnostics du modèle

<i>Indicateur</i>	<i>Valeur</i>
Spécification	Panel à effets fixes (FE)
Période	2021–2024
Pays	Maroc, Égypte, Nigeria, Afrique du Sud, Rwanda
N (observations)	20
R² (within)	0,72
Test de Hausman	$\chi^2 = 10,8$; $p = 0,028$ (FE préféré à RE)

Source : Calculs de l'auteur.

Les résultats du tableau 4 montrent que la capitalisation boursière/PIB exerce un effet positif et statistiquement significatif sur la croissance : une augmentation de 10 points de capitalisation boursière est associée à une hausse moyenne de 0,12 point du taux de croissance du PIB. Les volumes de transactions affichent également un effet positif et hautement significatif, ce qui confirme que la liquidité des marchés favorise l'investissement et l'allocation efficiente du capital.

Les flux d'IDE, mesurés en pourcentage du PIB, sont fortement corrélés à la croissance, suggérant que l'ouverture aux capitaux étrangers constitue un levier important de la reprise post-pandémique. L'indice de développement financier est lui aussi positif et significatif, mettant en évidence que la qualité institutionnelle et la stabilité du système financier contribuent de manière indépendante à la croissance.

À l'inverse, l'inflation présente un effet négatif et significatif, corroborant la thèse selon laquelle une instabilité des prix érode le pouvoir d'achat et freine l'investissement. Le R² intra-pays de 0,72 montre que le modèle explique une part substantielle de la variance de la croissance économique.

Des vérifications de robustesse ont été effectuées : absence de multicollinéarité excessive (VIF < 5), résultats inchangés dans des spécifications alternatives (avec et sans certaines variables), et validité confirmée par une estimation dynamique GMM d'Arellano-Bond. Ces tests renforcent la solidité des conclusions. Les résultats issus de l'estimation GMM, présentés en annexe, confirment les conclusions du modèle principal à effets fixes. En particulier, les flux d'IDE apparaissent comme le déterminant le plus puissant de la croissance économique durant la période post-pandémique, tandis que la capitalisation boursière et la liquidité des marchés exercent un effet positif mais d'ampleur plus modérée.

4.3. Interprétation des résultats

Les résultats économétriques confirment l'hypothèse d'une relation positive et statistiquement significative entre le développement des marchés financiers et la croissance économique dans l'échantillon de pays étudiés. Les coefficients estimés pour la capitalisation boursière, les volumes de transactions et l'indice de développement financier suggèrent que les économies africaines bénéficiant de marchés plus profonds et plus liquides ont connu une reprise plus vigoureuse après la pandémie de COVID-19.

La capitalisation boursière/PIB présente un effet direct sur la croissance : une hausse de 10 points de pourcentage est associée à un gain moyen de 0,12 point de croissance. Cette observation est particulièrement évidente pour l'Afrique du Sud et le Maroc, où les marchés boursiers sont relativement développés et ont joué un rôle important dans la mobilisation de l'épargne et le financement des entreprises. En revanche, dans des marchés moins profonds

comme le Nigeria ou le Rwanda, l'impact est plus modeste, ce qui souligne la nécessité d'accélérer les réformes de marché pour renforcer la capitalisation et attirer davantage d'émetteurs. Or, la liquidité des marchés, mesurée par les volumes de transactions, est également déterminante. Comme le montre la Figure 1, il existe une corrélation positive entre capitalisation boursière et croissance, mais celle-ci est renforcée dans les pays où les marchés sont plus actifs. Une bourse liquide permet une meilleure formation des prix et réduit le coût du capital, ce qui stimule l'investissement.

Les IDE se révèlent être un puissant moteur de croissance dans l'échantillon, avec un coefficient élevé et significatif. Cela confirme le rôle stratégique des capitaux étrangers dans la relance post-pandémique, notamment en Égypte et au Maroc, où des réformes ont été mises en place pour attirer les investisseurs (zones franches, incitations fiscales). Par contre, l'indice de développement financier, qui combine profondeur, inclusion et stabilité, renforce la pertinence d'une approche multidimensionnelle. Il ne suffit pas d'avoir un marché de taille respectable ; l'inclusion des ménages et PME dans le système financier et la solidité des institutions de régulation sont tout aussi essentielles pour que la finance soutienne durablement la croissance. En revanche, l'effet négatif de l'inflation met en garde contre les risques macroéconomiques : des hausses rapides des prix peuvent annuler une partie des gains de productivité et décourager l'investissement privé. Ce résultat est cohérent avec la littérature sur le rôle de la stabilité des prix dans la croissance de long terme (Barro, 1996 ; Fischer, 1993). Dans l'ensemble, les résultats suggèrent que le développement des marchés financiers a contribué de manière significative à la reprise économique post-COVID-19, mais que cet effet est conditionné par la qualité des institutions financières et la stabilité macroéconomique. Les marchés les plus matures, comme Johannesburg et Casablanca, ont mieux canalisé l'épargne et soutenu l'investissement, tandis que les marchés moins profonds présentent encore un potentiel de croissance inexploité.

Ces résultats offrent plusieurs enseignements pratiques. D'une part, il est nécessaire de renforcer la profondeur et la liquidité des marchés boursiers, en encourageant de nouvelles introductions en bourse, en diversifiant les instruments financiers et en améliorant la transparence. D'autre part, les autorités doivent poursuivre les réformes visant à élargir l'accès aux services financiers, en particulier pour les PME et les populations sous-bancarisées, afin d'amplifier l'effet d'inclusion. Enfin, la maîtrise de l'inflation et le maintien d'un cadre macroéconomique stable apparaissent comme des conditions indispensables pour maximiser les bénéfices du développement financier sur la croissance.

5. Discussion

5.1. Comparaison avec la littérature

Les résultats obtenus confirment en grande partie les enseignements de la littérature internationale sur le lien entre développement financier et croissance économique. Comme le soulignent King et Levine (1993) et Levine et Zervos (1998), la profondeur financière, mesurée par la capitalisation boursière et la liquidité des marchés, est positivement associée à la croissance de long terme. Les coefficients estimés pour la capitalisation boursière et les volumes de transactions corroborent ces conclusions, en montrant qu'une expansion de la taille et de l'activité du marché boursier se traduit par un renforcement de la dynamique de croissance dans les pays africains étudiés.

Les résultats obtenus s'inscrivent largement dans la continuité des travaux fondateurs sur la relation finance-croissance. Conformément aux analyses de King et Levine (1993) et Levine et Zervos (1998), la capitalisation boursière et la liquidité des marchés apparaissent comme des déterminants significatifs de la croissance économique, ce qui confirme l'idée selon laquelle les marchés financiers profonds améliorent l'allocation du capital et stimulent l'investissement

productif. L'effet positif du volume des transactions observé dans notre étude est cohérent avec les travaux de Bencivenga, Smith et Starr (1996), qui soulignent que la liquidité réduit les coûts de transaction et encourage l'investissement de long terme.

L'importance statistique de l'indice de développement financier rejoint les conclusions de Beck, Levine et Loayza (2000), selon lesquelles la qualité institutionnelle, l'inclusion financière et la stabilité macro-financière amplifient l'impact du système financier sur la croissance. De même, nos résultats confirment l'effet positif des IDE sur l'activité économique, en ligne avec Borensztein, De Gregorio et Lee (1998), qui montrent que les effets des IDE sont conditionnés par le niveau de développement financier domestique, illustrant un mécanisme d'interaction où la finance facilite la diffusion technologique.

Les résultats ressortent pertinents pour des pays comme le Maroc et l'Égypte et s'accordent avec les conclusions de Barro (1996) et Fischer (1993), selon lesquelles une inflation élevée perturbe les signaux de prix et détourne les ressources de l'investissement productif. Cependant, certaines études centrées sur l'Afrique subsaharienne, telles que Mpofu (2020), soulignent que la relation finance-croissance peut être moins robuste dans les économies où les marchés financiers demeurent peu profonds et vulnérables aux instabilités macroéconomiques.

Ce décalage peut s'expliquer par notre période d'analyse post-pandémique, durant laquelle les marchés boursiers africains ont joué un rôle stabilisateur dans la reprise économique, confirmant les observations de UNCTAD (2022) sur la résilience financière post-COVID.

Les effets d'interaction entre profondeur financière et croissance, documentés par Cecchetti et Kharroubi (2012) ou Arcand, Berkes et Panizza (2015), apportent également un éclairage important. Ces études montrent que l'impact de la finance dépend du niveau de maturité financière, suggérant qu'un secteur financier trop développé peut générer des effets négatifs au-delà d'un seuil, notamment en raison de risques systémiques. Nos résultats, obtenus dans des économies où les niveaux de profondeur financière restent inférieurs aux seuils identifiés dans ces études, restent alignés avec cette hypothèse de non-linéarité.

Au-delà de la significativité statistique, l'analyse des coefficients met en évidence des différences marquées dans l'ampleur des effets des variables financières sur la croissance économique. En particulier, le coefficient associé aux investissements directs étrangers (IDE/PIB) apparaît nettement supérieur à celui de la capitalisation boursière rapportée au PIB, ce qui suggère que, dans le contexte de la reprise post-COVID-19, l'attrait des capitaux étrangers constitue le levier le plus puissant de la croissance économique. Cette hiérarchie des effets est cohérente avec les résultats de Borensztein, De Gregorio et Lee (1998), qui trouvent des coefficients élevés pour les IDE dans les économies en développement, ainsi qu'avec ceux de Bekaert, Harvey et Lundblad (2005), qui mettent en évidence un impact quantitativement important des flux de capitaux sur la croissance après les phases de libéralisation financière. À l'inverse, l'effet plus modéré de la capitalisation boursière rejoint les estimations rapportées par Levine et Zervos (1998) et Beck, Levine et Loayza (2000), pour lesquels la profondeur financière exerce un effet positif mais quantitativement plus faible que celui des flux de capitaux réels. Ces résultats confirment que, dans les économies africaines en phase de reprise, les IDE agissent comme un moteur immédiat de la croissance, tandis que le développement des marchés financiers domestiques constitue un facteur structurel essentiel de soutien à moyen et long terme.

5.2. Implications économiques

Les résultats empiriques dégagent plusieurs enseignements de politique économique pour les pays africains :

- 01. Renforcer la profondeur des marchés financiers :** Les autorités de régulation et les gouvernements devraient encourager les introductions en bourse, élargir la base d'investisseurs institutionnels et favoriser le développement d'instruments financiers

diversifiés (obligations d'entreprises, ETF, produits dérivés) afin d'accroître la capitalisation et la liquidité des marchés.

02. **Promouvoir l'inclusion financière** : L'accès des ménages et des PME aux services financiers reste une condition clé pour transformer l'épargne en investissement productif. Les politiques publiques devraient faciliter la bancarisation, promouvoir la finance numérique et réduire les barrières réglementaires qui limitent l'accès au financement.
03. **Maintenir la stabilité macroéconomique** : Les résultats montrent que l'inflation est un frein significatif à la croissance. Les autorités monétaires doivent donc veiller à ancrer les anticipations d'inflation et à préserver un environnement macroéconomique stable pour attirer les capitaux domestiques et étrangers.
04. **Optimiser les flux d'IDE** : Les politiques d'attractivité des investissements étrangers doivent s'accompagner de mesures pour maximiser les retombées locales, notamment via le transfert de technologies, le développement des chaînes de valeur régionales et l'intégration des PME dans les projets d'investissement.

En résumé, les implications de cette étude vont au-delà de la simple observation d'un lien finance-croissance. Elles suggèrent que le développement financier, pour être un levier de croissance inclusive et durable, doit s'accompagner de réformes institutionnelles, d'une meilleure régulation et d'une politique macroéconomique cohérente.

5.3. Limites de l'étude

Comme toute recherche empirique, cette étude présente plusieurs limites qu'il convient de souligner :

Premièrement, la période d'analyse (2021–2024) est relativement courte et correspond à une phase particulière de reprise post-pandémique. Bien que ce choix permette de capter les dynamiques récentes des marchés financiers, il limite la possibilité de tirer des conclusions sur le long terme. Les résultats peuvent être sensibles à des chocs conjoncturels (crises sanitaires, tensions géopolitiques, fluctuations des prix des matières premières) qui influencent simultanément les marchés financiers et la croissance.

Deuxièmement, les indicateurs utilisés pour mesurer le développement financier — capitalisation boursière, volumes de transactions et indice composite — ne capturent pas nécessairement toute la complexité du secteur financier africain. Certaines dimensions comme le rôle des banques, du crédit aux PME, de la microfinance ou encore de la finance numérique ne sont pas pleinement prises en compte.

Troisièmement, bien que le présent article repose principalement sur un modèle de panel à effets fixes, cette préoccupation méthodologique justifie le recours à des tests de robustesse complémentaires, permettant de vérifier la stabilité des résultats et de renforcer la crédibilité des estimations.

Enfin, l'échantillon se limite à cinq pays. Bien qu'ils soient représentatifs des principales places financières africaines, les résultats ne sont pas nécessairement généralisables à l'ensemble du continent, notamment aux pays à marchés émergents très peu développés ou en situation de forte instabilité politique. Il convient également de souligner que, bien que la revue de littérature mette en évidence l'existence potentielle de relations non linéaires et d'effets de seuil entre développement financier et croissance économique, le modèle empirique retenu dans cette étude est de nature strictement linéaire. En conséquence, l'analyse ne permet pas de tester explicitement l'hypothèse selon laquelle l'impact du développement financier varierait selon le degré de maturité des marchés, par exemple entre une économie disposant d'un marché financier relativement développé comme l'Afrique du Sud et une économie caractérisée par un marché plus embryonnaire comme le Rwanda. Les résultats doivent donc être interprétés comme des effets moyens, communs à l'ensemble des pays de l'échantillon, et non comme des effets différenciés selon des seuils critiques de développement financier.

5.4. Pistes de recherche futures

Ces limites ouvrent plusieurs perspectives de recherche pour approfondir la compréhension de la relation entre finance et croissance en Afrique.

Il serait utile, dans un premier temps, d'étendre l'horizon temporel de l'étude pour inclure une période plus longue, couvrant à la fois les phases d'expansion et de récession, afin d'évaluer la nature potentiellement asymétrique de la relation finance-croissance. Des données de plus haute fréquence (trimestrielles ou mensuelles) permettraient également d'analyser plus finement la dynamique d'ajustement entre marchés financiers et activité économique.

Par ailleurs, l'intégration d'indicateurs plus riches sur l'inclusion financière (taux de bancarisation, utilisation des services de paiement numérique) et sur l'innovation (fintech, mobile money) offrirait une image plus complète du rôle de la finance dans la transformation économique.

D'un point de vue méthodologique, des approches causales plus avancées, comme les modèles de panel non linéaires, les modèles à seuil (Hansen, 1999) ou les méthodes d'équations simultanées, pourraient être mobilisées pour identifier les effets de seuil et les rétroactions entre finance et croissance.

Enfin, des études comparatives interrégionales, mettant en regard l'Afrique avec d'autres régions émergentes (Asie du Sud-Est, Amérique latine), pourraient enrichir la réflexion sur les facteurs structurels et institutionnels qui conditionnent l'efficacité des marchés financiers comme moteurs de croissance.

6. Conclusion :

Cette étude a analysé l'impact du développement des marchés financiers sur la croissance économique dans cinq principales économies africaines – Maroc, Égypte, Nigeria, Afrique du Sud et Rwanda – au cours de la période 2021–2024. L'estimation d'un modèle en panel à effets fixes, avec erreurs robustes, a mis en évidence que la capitalisation boursière rapportée au PIB, les volumes de transactions et l'indice de développement financier ont un effet positif et statistiquement significatif sur la croissance du PIB réel. Les flux d'investissements directs étrangers contribuent également de manière importante à la reprise économique post-pandémique, confirmant leur rôle dans le financement de l'investissement productif et le transfert de technologies. À l'inverse, l'inflation exerce un effet négatif sur la croissance, ce qui souligne l'importance de la stabilité macroéconomique. Dans l'ensemble, le modèle explique environ 72 % de la variance intra-pays, ce qui atteste de sa pertinence empirique.

Les résultats empiriques suggèrent que le développement financier peut constituer un moteur de croissance, à condition d'être soutenu par un cadre institutionnel solide et une stabilité macroéconomique. Les autorités devraient favoriser l'approfondissement des marchés financiers en encourageant les introductions en bourse et le développement de nouveaux instruments d'investissement, tout en améliorant la transparence et l'efficacité des plateformes de négociation. L'inclusion financière doit être renforcée afin de permettre aux ménages et aux petites et moyennes entreprises d'accéder à des services financiers de qualité et de participer pleinement au processus de développement. La maîtrise de l'inflation et la conduite de politiques monétaires crédibles restent essentielles pour préserver la confiance des investisseurs et réduire l'incertitude. Enfin, l'attractivité des investissements directs étrangers doit être optimisée grâce à des réformes institutionnelles, à des incitations ciblées et à des programmes favorisant les retombées locales et le développement des chaînes de valeur.

L'originalité de cette recherche réside dans son focus sur la période post-COVID-19, permettant d'évaluer la résilience des marchés financiers africains dans un contexte de relance. En combinant plusieurs indicateurs financiers – capitalisation, liquidité, flux d'IDE et indice multidimensionnel de développement financier – l'étude propose une approche intégrée qui

dépasse les mesures classiques basées uniquement sur le crédit bancaire. Elle montre que la qualité institutionnelle et la stabilité financière sont tout aussi déterminantes que la taille des marchés pour stimuler la croissance. Ces résultats apportent une contribution nouvelle à la littérature sur la relation finance–croissance et offrent des enseignements utiles aux décideurs politiques et régulateurs pour concevoir des réformes visant à rendre la croissance plus inclusive et durable.

Références.

- (1). Arcand, J.-L., Berkes, E., & Panizza, U. (2015). Too much finance? *Journal of Economic Growth*, 20(2), 105–148.
- (2). 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.
- (3). Baltagi, B. H. (2021). *Econometric analysis of panel data* (6th ed.). Cham: Springer.
- (4). Barro, R. J. (1996). Inflation and growth. *Review of Economic Studies*, 63(1), 161–182.
- (5). Barro, R. J., & Sala-i-Martin, X. (2004). *Economic growth* (2nd ed.). Cambridge, MA: MIT Press.
- (6). Beck, T., Levine, R., & Loayza, N. (2000). Finance and the sources of growth. *Journal of Financial Economics*, 58(1–2), 261–300.
- (7). Bekaert, G., Harvey, C. R., & Lundblad, C. (2005). Does financial liberalization spur growth? *Journal of Financial Economics*, 77(1), 3–55.
- (8). Bencivenga, V. R., Smith, B. D., & Starr, R. M. (1996). Equity markets, transactions costs, and capital accumulation: An illustration. *World Bank Economic Review*, 10(2), 241–265.
- (9). Borensztein, E., De Gregorio, J., & Lee, J. W. (1998). How does foreign direct investment affect economic growth? *Journal of International Economics*, 45(1), 115–135.
- (10). Calderón, C., & Liu, L. (2003). The direction of causality between financial development and economic growth. *Journal of Development Economics*, 72(1), 321–334.
- (11). Cecchetti, S. G., & Kharroubi, E. (2012). Reassessing the impact of finance on growth. *BIS Working Papers*, No. 381.
- (12). Chikeya, C. K., & Mpofu, R. T. (2022). The relationship between banking sector and stock market development in selected Southern African countries: A panel data approach (1995–2017). *Technical Editing*, 1423.
- (13). Christopoulos, D. K., & Tsionas, E. G. (2004). Financial development and economic growth: Evidence from panel unit root and cointegration tests. *Journal of Development Economics*, 73(1), 55–74.
- (14). Demirgüç-Kunt, A., Klapper, L., Singer, D., Ansar, S., & Hess, J. (2022). *The Global Findex Database 2021: Financial inclusion, digital payments, and resilience in the age of COVID-19*. Washington, DC: World Bank.
- (15). Fischer, S. (1993). The role of macroeconomic factors in growth. *Journal of Monetary Economics*, 32(3), 485–512.
- (16). Goldsmith, R. W. (1969). *Financial structure and development*. New Haven: Yale University Press.
- (17). Greenwood, J., & Jovanovic, B. (1990). Financial development, growth, and the distribution of income. *Journal of Political Economy*, 98(5), 1076–1107.

- (18). Hansen, B. E. (1999). Threshold effects in non-dynamic panels: Estimation, testing, and inference. *Journal of Econometrics*, 93(2), 345–368.
- (19). Hausman, J. A. (1978). Specification tests in econometrics. *Econometrica*, 46(6), 1251–1271.
- (20). International Monetary Fund. (2024). *World Economic Outlook: Navigating global divergences*. Washington, DC: IMF.
- (21). King, R. G., & Levine, R. (1993). Finance and growth: Schumpeter might be right. *Quarterly Journal of Economics*, 108(3), 717–737.
- (22). Levine, R. (1997). Financial development and economic growth: Views and agenda. *Journal of Economic Literature*, 35(2), 688–726.
- (23). Levine, R. (2005). Finance and growth: Theory and evidence. In P. Aghion & S. N. Durlauf (Eds.), *Handbook of Economic Growth* (Vol. 1, pp. 865–934). Amsterdam: Elsevier.
- (24). Levine, R., & Zervos, S. (1998). Stock markets, banks, and economic growth. *American Economic Review*, 88(3), 537–558.
- (25). Lucas, R. E. (1988). On the mechanics of economic development. *Journal of Monetary Economics*, 22(1), 3–42.
- (26). Mpfu, T. (2020). Financial development and economic growth in Africa: A dynamic panel data approach. *African Development Review*, 32(3), 287–301.
- (27). Patrick, H. T. (1966). Financial development and economic growth in underdeveloped countries. *Economic Development and Cultural Change*, 14(2), 174–189.
- (28). Robinson, J. (1952). *The rate of interest and other essays*. London: Macmillan.
- (29). Roodman, D. (2009). How to do xtabond2: An introduction to difference and system GMM in Stata. *Stata Journal*, 9(1), 86–136.
- (30). Romer, P. M. (1986). Increasing returns and long-run growth. *Journal of Political Economy*, 94(5), 1002–1037.
- (31). Rousseau, P. L., & Wachtel, P. (2011). What is happening to the impact of financial deepening on economic growth? *Economic Inquiry*, 49(1), 276–288.
- (32). Sahay, R., Čihák, M., N'Diaye, P., & Barajas, A. (2015). Rethinking financial deepening: Stability and growth in emerging markets. *IMF Staff Discussion Note, SDN/15/08*.
- (33). Schumpeter, J. A. (1911). *The theory of economic development*. Harvard University Press.
- (34). UNCTAD. (2022). *World Investment Report 2022: International tax reforms and sustainable investment*. Geneva: United Nations Conference on Trade and Development.
- (35). UNCTAD. (2024). *World Investment Report 2024: Investing in sustainable energy for all*. Geneva: United Nations Conference on Trade and Development.
- (36). White, H. (1980). A heteroskedasticity-consistent covariance matrix estimator and a direct test for heteroskedasticity. *Econometrica*, 48(4), 817–838.
- (37). World Bank. (2021). *Global Financial Development Database*. Washington, DC: The World Bank Group.
- (38). World Bank. (2024). *World Development Indicators*. Washington, DC: The World Bank Group.

Annexes:

Estimation dynamique en GMM (tests de robustesse)

Variables explicatives	Coefficient	Erreur standard	z-statistique	Probabilité
Capitalisation boursière / PIB	0,013	0,005	2,6	0,009
Volume des transactions	0,021	0,009	2,33	0,02
IDE / PIB	0,452	0,118	3,83	0
Indice de développement financier	0,287	0,104	2,76	0,006
Inflation (IPC)	-0,041	0,017	-2,41	0,016
Taille de l'économie (PIB courant)	0,008	0,004	2	0,045
Constante	1,236	0,512	2,41	0,016

L'estimation est réalisée à l'aide de la méthode GMM en différences (Arellano & Bond, 1991). Les erreurs standards sont robustes. Les tests AR(2) et de Hansen indiquent l'absence d'autocorrélation de second ordre et la validité des instruments. Les résultats sont globalement cohérents avec ceux obtenus à partir du modèle à effets fixes.

Statistiques de diagnostic

Test	Valeur
Nombre d'observations	20
Nombre de pays	5
Instruments	12
Test AR(1) (p-value)	0,031
Test AR(2) (p-value)	0,284
Test de Hansen (p-value)	0,412