

Impact des marchés des capitaux sur la croissance économique : fondements théoriques

The Impact of Capital Markets on Economic Growth: Theoretical Foundations

Ouissal Hbata^{1*}, Mounir El bakkouchi¹, Othman Ajraoui¹

¹ Faculté d'Economie et de Gestion, Université Ibn Tofail, Kénitra, Maroc

*Corresponding author: ouissal.hbata@uit.ac.ma

Résumé

Cet article explore de manière théorique le rôle des marchés des capitaux dans le processus de croissance économique. En mobilisant une vaste littérature économique, il examine les canaux à travers lesquels ces marchés influencent l'accumulation du capital, l'investissement, la productivité et l'innovation. L'étude commence par une clarification conceptuelle des marchés des capitaux, de leurs fonctions économiques fondamentales et de leurs différentes formes (marchés primaires, secondaires, obligataires, actions, etc.). Dans un second temps, l'article met en lumière les contributions théoriques qui soutiennent l'idée que le développement des marchés des capitaux favorise la croissance, notamment à travers une meilleure allocation des ressources, une réduction des asymétries d'information, et une diversification plus efficace des risques. Il revient sur les modèles de croissance endogène et les travaux empiriques qui confortent cette vision. Cependant, une lecture critique de ces apports révèle que la relation entre marchés des capitaux et croissance économique n'est ni automatique ni toujours bénéfique. En l'absence d'un encadrement rigoureux et de solides institutions, les marchés peuvent devenir sources d'instabilité, favoriser la spéculation à court terme, accroître les inégalités et fragiliser la soutenabilité de la croissance. L'article insiste donc sur les conditions institutionnelles, réglementaires et structurelles qui permettent aux marchés de jouer un rôle réellement productif dans le développement économique.

Mots clés : Marché des capitaux, croissance économique, développement financier, régulation, investissement.

Abstract

This article theoretically explores the role of capital markets in the process of economic growth. Drawing on a broad body of economic literature, it examines the channels through which capital markets influence capital accumulation, investment, productivity, and innovation. The study begins with a conceptual clarification of capital markets, their core economic functions, and their various forms (primary and secondary markets, bond markets, stock markets, etc.). In



a second phase, the article highlights theoretical contributions that support the idea that capital market development promotes growth—particularly through better resource allocation, reduced information asymmetries, and more effective risk diversification. It revisits endogenous growth models and empirical studies that reinforce this perspective. However, a critical reading of these contributions reveals that the relationship between capital markets and economic growth is neither automatic nor always beneficial. In the absence of sound regulation and strong institutions, markets can become sources of instability, encourage short-term speculation, widen inequalities, and undermine the sustainability of growth. The article therefore emphasizes the institutional, regulatory, and structural conditions required for capital markets to play a genuinely productive role in economic development.

Keywords: Capital markets, economic growth, financial development, regulation, investment.

1. Introduction

Au cours des dernières décennies, les marchés des capitaux ont pris une place centrale dans le fonctionnement des économies contemporaines. Dans un contexte de mondialisation financière accrue, ils sont souvent perçus comme des catalyseurs de croissance, en facilitant la mobilisation de l'épargne, en améliorant l'allocation des ressources et en soutenant les investissements productifs. L'expansion des marchés financiers, notamment dans les pays en développement, a entraîné un regain d'intérêt pour la question du lien entre finance et développement économique. Ce débat s'inscrit dans une longue tradition de réflexion théorique, initiée par les travaux de Bagehot (1873) et Schumpeter (1911), selon lesquels le développement financier constitue une condition préalable à la croissance économique durable. Depuis, les théories économiques contemporaines n'ont pas arrêté d'approfondir, de nuancer voire de remettre en question cette relation.

La problématique de l'impact des marchés des capitaux sur la croissance économique reste néanmoins sujette à controverses. Certains auteurs défendent l'idée d'un lien positif direct : des marchés performants favoriseraient l'investissement, la productivité et l'innovation, moteurs reconnus de la croissance économique (Levine, 1997 ; King & Levine, 1993). D'autres soulignent cependant les effets pervers potentiels d'une finance mal régulée : instabilité macroéconomique, bulles spéculatives, crises bancaires, ou encore inégalités accumulées (Stiglitz, 2000 ; Rajan & Zingales, 2003). Ainsi, si le développement des marchés des capitaux est souvent présenté comme un facteur favorable à la croissance, ce lien n'est ni automatique ni universel. Il semble dépendre d'un ensemble de conditions structurelles, institutionnelles et politiques, qui méritent d'être étudiées de manière approfondie.

Dans ce contexte, le présent article vise à proposer une analyse théorique du lien entre les marchés des capitaux et la croissance économique. Il s'agit de recenser, organiser et discuter des principales contributions théoriques qui ont tenté d'expliquer ce lien, en mettant en lumière les mécanismes mis en avant, les hypothèses sous-jacentes, ainsi que les limites et critiques associées. L'objectif est de proposer une lecture critique de la littérature afin de mieux

comprendre dans quelles conditions les marchés des capitaux peuvent réellement soutenir la croissance, et dans quels cas ils peuvent au contraire constituer un facteur de vulnérabilité.

Pour cela, l'article adopte une approche purement théorique, s'appuie sur une revue structurée des travaux économiques, allant des modèles néoclassiques aux approches de la croissance endogène, en passant par les analyses institutionnalistes et les perspectives critiques hétérodoxes. Aucune donnée empirique ne sera mobilisée ici : l'accent est mis sur les fondements conceptuels et les débats théoriques qui structurent cette problématique. L'article s'organise en trois parties. La première revient sur les fondements théoriques et les concepts clés mobilisés pour penser le lien entre les marchés des capitaux et la croissance économique. La deuxième examine les principaux mécanismes de transmission théorisés dans la littérature. Enfin, la troisième discute des limites, controverses et perspectives critiques qui entourent cette relation, en insistant sur l'importance du cadre institutionnel.

Dès lors, une question centrale se pose : **dans quelle mesure les marchés des capitaux peuvent-ils contribuer positivement à la croissance économique, et sous quelles conditions institutionnelles, économiques et sociales ce rôle peut-il être effectif, stable et durable ?** C'est à cette interrogation que cet article entend répondre à travers une analyse purement théorique.

2. Cadre conceptuel et fondements théoriques

2.1. Définitions, fonctions et typologies des marchés des capitaux

Les marchés des capitaux désignent l'ensemble des mécanismes, institutions et instruments qui permettent de canaliser les ressources financières des agents économiques disposant d'un excédent d'épargne vers ceux qui ont des besoins de financement à moyen et long terme. Ils constituent une composante essentielle du système financier, distincte mais complémentaire des marchés monétaires, qui opèrent sur le court terme. Les marchés des capitaux comprennent aussi bien le marché primaire, où sont émis de nouveaux titres financiers (actions, obligations), que le marché secondaire, où s'échangent ces titres après leur émission initiale. Ces marchés sont au cœur du financement des économies modernes, en particulier dans les pays caractérisés par un système financier fondé sur les marchés plutôt que sur les banques (Levine, 2005). Ils permettent aux entreprises, aux États et aux collectivités d'accéder à des capitaux en dehors du circuit bancaire traditionnel, ce qui favorise une plus grande diversification des sources de financement.

Les marchés des capitaux se composent principalement de plusieurs segments interdépendants :

- ✓ Le marché des actions, où les entreprises émettent des titres de propriété (actions ordinaires ou préférentielles) en échange de fonds propres. Ce marché permet aux entreprises de lever des capitaux sans entrepreneur de dettes, tout en offrant aux investisseurs une participation aux bénéfices futurs.

- ✓ Le marché obligataire, qui regroupe l'émission et l'échange de titres de créance, comme les obligations d'État ou les obligations d'entreprise. Ces instruments génèrent un revenu fixe et représentent une dette à rembourser à l'échéance.
- ✓ Les marchés dérivés, bien qu'ils ne soient pas des sources de financement direct, jouent un rôle essentiel dans la gestion des risques liés aux variations de taux, de devises ou de prix des actifs. Ils contribuent à la stabilité des marchés de capitaux.

À travers ces composantes, les marchés des capitaux assurent la rencontre entre offre et demande de financement à long terme, et structurent l'accès au capital selon le profil de risque, la rentabilité attendue et la liquidité souhaitée. Les marchés des capitaux remplissent plusieurs fonctions économiques fondamentales, identifiées dès les travaux fondateurs de la finance moderne :

- ✓ Mobilisation de l'épargne : Ils permettent aux agents disposant d'un excédent de ressources (ménages, fonds de pension, compagnies d'assurance) d'investir dans des instruments financiers porteurs de rendement, au lieu de conserver une épargne stérile. Cela favorise la transformation de l'épargne en capital productif.
- ✓ Allocation efficace des ressources : Par les mécanismes de prix et de concurrence, les marchés orientent les ressources vers les projets les plus rentables. L'information diffusée par les marchés (notamment via les prix des actifs) joue un rôle fondamental dans cette allocation (Fama, 1970).
- ✓ Réduction des asymétries d'information : Les marchés organisés, régulés et transparents facilitent l'accès à l'information pour tous les acteurs économiques, limitant ainsi les problèmes d'antisélection et d'aléa morale (Stiglitz & Weiss, 1981).
- ✓ Diversification et gestion du risque : En offrant un large éventail d'actifs, les marchés permettent aux investisseurs de répartir leur portefeuille selon leur appétence au risque, ce qui encourage le financement de projets innovants ou incertains, généralement porteurs de croissance à long terme (Acemoglu & Zilibotti, 1997).
- ✓ Amélioration de la liquidité : Les marchés secondaires assurent la liquidité des titres, ce qui augmente leur attractivité pour les investisseurs et réduit le coût du capital pour les émetteurs.

Ces fonctions font des marchés des capitaux des vecteurs essentiels de la croissance économique, dans la mesure où ils soutiennent l'investissement, la productivité et l'innovation. Toutefois, comme on le verra dans les sections suivantes, cette contribution reste conditionnée par des facteurs institutionnels, réglementaires et macroéconomiques.

2.1. Définitions, indicateurs et théories classiques de la croissance économique

La croissance économique définit l'augmentation soutenue, sur une période significative, de la production de biens et services dans une économie. Elle se mesure généralement par l'évolution du produit intérieur brut (PIB) en termes réels, c'est-à-dire corrigé des effets de l'inflation. Elle constitue un indicateur central dans l'analyse des performances macroéconomiques et de la

dynamique de développement à long terme. Il convient de distinguer la croissance du développement économique, ce dernier englobant des dimensions qualitatives comme l'amélioration du niveau de vie, la réduction de la pauvreté ou encore l'accès à l'éducation et à la santé. Dans le cadre de cet article, le terme « croissance » est entendu dans son acception quantitative, tout en intégrant certaines considérations structurelles qui permettent d'en saisir la durabilité. Les indicateurs utilisés pour mesurer la croissance incluent principalement :

- ✓ Le PIB réel par habitant, qui permet de prendre en compte la croissance démographique;
- ✓ Le taux de croissance annuel moyen du PIB ;
- ✓ Parfois, des indicateurs complémentaires comme la productivité globale des facteurs ou le niveau d'investissement brut.

Les premières modélisations rigoureuses de la croissance économique sont issues de l'approche néoclassique, notamment à travers le modèle de Solow (1956). Celui-ci postule que la croissance repose sur trois facteurs principaux : le capital, le travail et le progrès technique, ce dernier étant considéré comme exogène, c'est-à-dire indépendant des décisions économiques internes. Le modèle de Solow montre que l'accumulation du capital physique permet d'augmenter temporairement le PIB, mais que des rendements décroissants finissent par limiter son effet. Ainsi, seule la productivité globale des facteurs – en particulier l'innovation technologique – peut garantir une croissance soutenue à long terme. Cette innovation, cependant, n'est pas expliquée dans le modèle initial.

D'autres auteurs comme Harrod (1939) et Domar (1946) avaient auparavant mis l'accent sur l'instabilité de la croissance, en raison de l'écart possible entre l'épargne et l'investissement. Mais ces modèles manquaient de flexibilité analytique et ont été largement supplantés par l'approche néoclassique. Dans cette perspective, le rôle des marchés financiers est secondaire : les modèles classiques supposent que l'épargne trouve automatiquement un usage productif à travers un mécanisme d'équilibre général. Ce cadre négligeable donc la complexité du système financier réel, et notamment le rôle des institutions et des asymétries d'information. 1.2.3. Limites des approches traditionnelles :

Les modèles néoclassiques, bien que robustes dans leur logique interne, ont été évoqués pour plusieurs raisons. D'abord, l'hypothèse d'un progrès technique exogène limite leur capacité à expliquer les sources internes de la croissance. Ensuite, l'absence explicite d'un secteur financier dans la modélisation empêche de comprendre comment les ressources sont mobilisées et allouées dans une économie réelle. Enfin, ces modèles ne permettent pas de rendre compte des différences persistantes de performance économique entre pays, malgré des taux d'épargne ou d'investissement similaires. Ce constat a conduit à l'émergence de nouvelles approches, notamment celles de la croissance endogène, qui réintroduisent le rôle des institutions, du capital humain, de l'innovation et, par extension, du système financier, comme éléments centraux de la dynamique de croissance (Romer, 1986 ; Lucas, 1988). Ces limites théoriques justifient donc l'examen approfondi des modèles intégrant les marchés des capitaux comme facteur

2.2. Les fondements théoriques du lien entre marchés des capitaux et croissance

2.2.1. La vision schumpétérienne et les premiers apports

L'un des premiers à avoir souligné le rôle central du système financier dans le processus de croissance économique est Joseph Schumpeter. Dans son œuvre fondatrice *La théorie du développement économique* (1911), Schumpeter affirme que le développement économique repose avant tout sur la capacité d'innovation de l'entrepreneur, lequel doit être soutenu par un système financier efficace capable de canaliser les ressources vers des projets risqués mais porteurs de changement. Dans cette optique, les intermédiaires financiers – notamment les banques – ne se contentent pas de redistribuer l'épargne : ils jouent un rôle actif dans la sélection, le financement et l'accompagnement de l'innovation.

De manière complémentaire, Walter Bagehot (1873) a mis en évidence l'importance de la qualité du système financier pour transformer l'épargne dormante en capital productif. Pour lui, les pays où les marchés de capitaux sont développés peuvent mobiliser plus facilement des ressources, accroître les investissements et, par conséquent, générer une croissance plus soutenue. Ces visions pionnières ont ouvert la voie à une réflexion plus approfondie sur les mécanismes de transmission entre finance et croissance, qui seront largement repris par les théoriciens modernes.

2.2.2. Approches de la croissance endogène

Les limites des modèles néoclassiques de la croissance ont conduit, à partir des années 1980, à l'émergence des théories de la croissance endogène. Ces approches intègrent des facteurs tels que le capital humain, la R&D, les rendements croissants et les externalités positives dans le processus de croissance, tout en reconnaissant un rôle plus central aux institutions et à la structure financière. Dans ce cadre, Romer (1986, 1990) et Lucas (1988) ont montré que l'accumulation de connaissances, l'innovation technologique et l'investissement dans le capital humain peuvent générer une croissance soutenue à long terme. Ces facteurs doivent toutefois un financement adéquat, souvent à long terme, et donc un système financier capable d'évaluer et de soutenir des projets incertains, non immédiatement rentables.

Les marchés des capitaux, par leur capacité à mobiliser l'épargne et à diversifier les risques, facilitent l'investissement dans l'innovation, qui sont au cœur du processus de croissance endogène. Cette idée est synthétisée dans les travaux de King et Levine (1993), qui proposent une modélisation du lien entre finance et croissance à travers plusieurs canaux : mobilisation de l'épargne, évaluation des projets, surveillance des gestionnaires, diversification du risque et facilitation de l'échange de biens et services. Dans une revue influente, Levine (1997) résume ces canaux en cinq fonctions principales du système financier contribuant à la croissance :

- ✓ Mobiliser l'épargne,
- ✓ Allouer efficacement les ressources,
- ✓ Exercer une surveillance sur les entreprises,

- ✓ Faciliter les échanges,
- ✓ Gérer les risques.

Ces fonctions s'appliquent également bien aux marchés bancaires qu'aux marchés des capitaux, bien que ces derniers soient plus adaptés aux économies à haut niveau de développement institutionnel et technologique.

2.2.3. Perspectives institutionnalistes et critiques

Au-delà des fonctions économiques des marchés, plusieurs auteurs ont mis en avant l'importance cruciale du cadre institutionnel dans lequel s'inscrivent ces marchés. Douglass North (1990), dans une approche institutionnaliste, soutient que les performances économiques sont indissociables des institutions formelles (lois, règlements) et informelles (normes, comportements) qui structurent les incitations économiques. Dans cette lignée, La Porta et al. (1998) démontrent, à travers des analyses comparatives, que la qualité du droit (common law vs. Civil law), le niveau de protection des investisseurs et la transparence des marchés jouent un rôle déterminant dans la capacité des marchés financiers à contribuer à la croissance. Une réglementation inadéquate ou l'absence de protection des droits de propriété peut conduire à une mauvaise allocation du capital, voire à l'exclusion des petits investisseurs.

De manière plus critique, Rajan et Zingales (2003) rappellent que la finance n'est pas neutre socialement ni économiquement. Elle peut, dans certains cas, favoriser la concentration du pouvoir économique, l'instabilité financière, ou encore la financiarisation excessive de l'économie au détriment de l'investissement productif à long terme. Ce constat rejoint les analyses de Stiglitz (2000) sur les dangers d'une libéralisation financière accélérée dans des pays à institutions faibles. Ainsi, bien que les marchés des capitaux puissent constituer un levier important de croissance, leur efficacité dépend largement de la qualité des institutions, de la régulation, et du niveau de développement économique et financier du pays concerné.

3. Mécanismes de transmission entre marchés des capitaux et croissance économique

3.1. Mobilisation et canalisation de l'épargne

L'une des fonctions premières des marchés des capitaux est de servir d'intermédiaire entre les agents économiques disposant d'un excédent de ressources (ménages, investisseurs institutionnels) et ceux ayant un besoin de financement (entreprises, administrations publiques). Contrairement aux banques qui opèrent selon un modèle d'intermédiation financière fondé sur la transformation de maturités, les marchés permettent un financement direct via l'émission et l'échange de titres financiers. En ce sens, les marchés des capitaux assurent une mobilisation efficace de l'épargne nationale et internationale, en offrant une diversité d'instruments d'investissement, adaptés à différents profils de risque et d'horizon temporel. Ils permettent ainsi de réduire la thésaurisation et d'encourager l'investissement dans

des activités productives, ce qui constitue une condition préalable à la croissance économique (Levine, 1997 ; Demirgüç-Kunt & Levine, 2001).

L'efficacité des marchés dans ce rôle dépend toutefois de leur profondeur, de leur liquidité et de leur accessibilité. Dans les économies émergentes, où le secteur bancaire reste souvent dominant, les marchés des capitaux jouent un rôle complémentaire, mais leur développement est progressif et inégal selon les contextes institutionnels (Beck & Levine, 2004). Dans les économies avancées, elles tendent à supplanter les banques comme source de financement à long terme pour les grandes entreprises. La mobilisation de l'épargne n'a d'effet sur la croissance que si elle est effectivement transformée en capital productif. Les marchés des capitaux facilitent cette transformation par le biais de deux canaux principaux :

- ✓ Le marché primaire, où les entreprises et les États émettent des titres (actions, obligations) pour financer leurs projets.
- ✓ Le marché secondaire, qui assure la liquidité de ces titres et renforce leur attractivité pour les investisseurs.

Dans ce cadre, les marchés agissent comme une plateforme de financement de l'investissement productif, en particulier dans les secteurs intensifiés en capital et en technologie. Les entreprises peuvent lever des fonds sans utiliser l'endettement bancaire, ce qui favorise la diversification des sources de financement et limite les risques systémiques. Selon King et Levine (1993), le développement des marchés financiers est positivement corrélé à l'investissement privé, en facilitant l'allocation des ressources vers les usages les plus productifs. L'investissement ainsi soutenu contribue à l'accumulation de capital physique, à l'innovation et, in fine, à la croissance économique durable. Il convient néanmoins de souligner que ce mécanisme n'est pleinement efficace que lorsque les marchés sont encadrés par des institutions solides, capables de garantir la transparence, la régulation et la protection des droits des investisseurs. En l'absence de ces conditions, la transformation de l'épargne peut se détourner vers des activités spéculatives ou improductives, avec des effets ambigus sur la croissance.

3.2. Réduction des coûts d'information et des asymétries

L'une des principales contributions des marchés des capitaux à l'efficacité économique repose sur leur capacité à produire et à diffuser de l'information, en particulier à travers les prix des actifs financiers. Ces prix, déterminés en temps réel par l'interaction entre l'offre et la demande, permettent les anticipations des investisseurs sur la rentabilité et le risque des projets financés. Ils jouent ainsi un rôle de signal pour orienter les décisions d'investissement à l'échelle macroéconomique. Dans une économie sans frictions informationnelles, les prix des actifs financiers permettent une allocation optimale du capital. Cette idée repose sur l'hypothèse d'efficacité informationnelle des marchés, développée par Fama (1970), selon laquelle toutes les informations disponibles sont déjà intégrées dans les prix des actifs. Dans un tel cadre, les

marchés permettent aux investisseurs de prendre des décisions rationnelles, à faible coût, ce qui favorise la mobilisation de l'épargne vers les projets les plus rentables.

Même si l'efficacité absolue des marchés est aujourd'hui contestée, notamment à la lumière des crises financières (Shiller, 2000), il est généralement admis que des marchés organisés, réglementés et transparents permettent de réduire les coûts de recherche, d'analyse et de transaction, par rapport aux systèmes financiers opaques ou centralisés. De plus, les obligations légales de publication d'informations comptables, les notations financières, ainsi que la régulation des autorités de marché (comme la SEC aux États-Unis ou l'AMF en France) renforcent la transparence et la fiabilité des informations disponibles, contribuant ainsi à une meilleure circulation du capital dans l'économie.

Les asymétries d'information sont une source majeure d'inefficacité dans les marchés financiers. Elles se traduisent par deux types de problèmes :

- ✓ L'antisélection, qui survient avant la transaction, lorsque les investisseurs ne peuvent pas distinguer les bons projets des mauvais ;
- ✓ L'aléa morale, qui intervient après le financement, lorsque l'emprunteur peut adopter un comportement opportuniste ou risqué sans que l'investisseur puisse le contrôler efficacement (Akerlof, 1970 ; Stiglitz & Weiss, 1981).

Les marchés des capitaux contribuent à limiter ces problèmes de plusieurs façons. D'abord, par le processus de sélection inhérent à l'émission de titres : les entreprises doivent fournir des garanties, des informations détaillées et souvent subir des évaluations externes pour aux marchés. Ensuite, les agences de notation, les analystes financiers, les auditeurs indépendants, ainsi que la gouvernance d'entreprise jouent un rôle important dans la réduction des asymétries d'information et la surveillance des comportements. Par ailleurs, la discipline du marché agit comme un mécanisme incitatif. Une entreprise qui publie de mauvais résultats ou qui adopte un comportement risqué subit une baisse immédiate du cours de ses titres, ce qui peut affecter sa capacité future à lever des fonds. Cette rétroaction incite les dirigeants à adopter des pratiques conformes aux attentes des investisseurs et à respecter les engagements contractuels.

Toutefois, ces mécanismes ne sont pas infaillibles. L'expérience des crises financières, en particulier celle de 2007-2008, a montré que les agences de notation, les analystes et même les investisseurs institutionnels peuvent être victimes de biais cognitifs, de conflits d'intérêts ou de comportements mimétiques. Ainsi, la qualité des institutions de contrôle et de régulation reste un facteur déterminant pour que la réduction des asymétries d'information joue effectivement en faveur de la croissance.

3.3. Diversification du risque et incitations à l'innovation

L'un des avantages les plus significatifs des marchés des capitaux réside dans leur capacité à permettre une diversification efficace du risque. Contrairement au financement bancaire,

souvent concentrés sur quelques grandes entreprises ou projets à faible risque, les marchés des capitaux offrent une large gamme d'actifs financiers, permettant aux investisseurs de composer des portefeuilles équilibrés et adaptés à leur profil de tolérance au risque.

Ce mécanisme est particulièrement important dans le financement de projets innovants ou incertains, qui présente un potentiel de rendement élevé mais aussi une forte probabilité d'échec. Dans une économie sans marché des capitaux développés, ces projets peinent à trouver des financements, en raison de l'aversion au risque des prêteurs traditionnels. En revanche, dans une économie de marché ouverte, les investisseurs peuvent diluer ce risque sur un grand nombre de titres, ce qui permet une meilleure allocation du capital vers les projets porteurs de croissance à long terme (Acemoglu & Zilibotti, 1997).

Les marchés secondaires, en assurant la liquidité des titres, facilitent également la vente d'actifs à tout moment, notamment l'engagement irréversible des investisseurs. Cette flexibilité renforce la confiance dans le système et encourage l'investissement dans des projets à long terme, sans exiger un engagement permanent. En somme, la possibilité de partager les risques entre un grand nombre d'acteurs incite à financer des activités innovantes, souvent plus risquées, mais fondamentales pour la transformation structurelle de l'économie. Outre la diversification du risque, les marchés des capitaux jouent un rôle essentiel dans la canalisation du financement vers les secteurs les plus dynamiques, notamment les industries technologiques, les start-ups, ou encore les projets à forte intensité en R&D. Contrairement aux banques, qui exigent des garanties tangibles et privilégient souvent des activités établies, les marchés permettent aux entreprises à fort potentiel, mais à faible actif tangible, d'accéder à des financements via l'émission d'actions ou d'obligations convertibles.

Ce phénomène est particulièrement visible dans les écosystèmes technologiques avancés comme la Silicon Valley, où le capital-risque (venture capital), soutenu par les marchés financiers, joue un rôle de catalyseur dans l'émergence de nouveaux modèles économiques. Le développement d'instruments financiers spécifiques à l'innovation, tels que les fonds technologiques ou les plateformes de financement participatif, témoigne également de la capacité d'adaptation des marchés aux besoins de financement nouveaux et évolutifs. Les marchés permettent ainsi d'internaliser les externalités positives de l'innovation, en répartissant ses bénéfices potentiels parmi de nombreux investisseurs. Cette logique d'incitation contribue à renforcer l'investissement dans les secteurs stratégiques de l'économie et à soutenir une croissance tirée par la productivité et la transformation structurelle.

Par ailleurs, les grandes entreprises innovantes peuvent lever des fonds importants pour financer des projets de recherche à long terme, difficilement finançables par d'autres canaux. L'ouverture à l'international via les marchés globaux permet également d'attirer des capitaux étrangers, ce qui accroît les possibilités de financement dans les pays en développement. En définitive, les marchés des capitaux ne sont pas seulement des vecteurs de financement : ils sont aussi des mécanismes de sélection et de valorisation de l'innovation, essentiels à la dynamique de croissance des économies modernes.

3.4. Effets sur la productivité globale des facteurs (PGF)

La croissance économique durable ne repose pas uniquement sur l'accumulation du capital physique, mais également sur l'amélioration de la productivité globale des facteurs (PGF), c'est-à-dire la capacité d'une économie à produire plus avec une quantité donnée de ressources. Les marchés des capitaux peuvent jouer un rôle essentiel dans cette dynamique en finançant des investissements immatériels, souvent négligés par les sources de financement traditionnelles. Parmi ces investissements figurent le capital humain, à travers l'éducation et la formation, ainsi que la recherche-développement (R&D), moteur fondamental du progrès technique. Or, ces types de dépenses présentent des caractéristiques spécifiques : rendements incertains, résultats différés, absence de garanties tangibles. Les marchés des capitaux, en permettant de lever des fonds à long terme sans exiger de garantie, offrent des solutions de financement adaptées à ces projets à fort potentiel.

Dans le cadre de la croissance endogène, Romer (1990) montre que l'accumulation de connaissances est un problème de la R&D produit des externalités positives pour l'ensemble de l'économie. Le soutien des marchés à ces investissements permet donc une amplification des effets de diffusion technologique et, par conséquent, une élévation de la productivité globale. De même, les entreprises cotées sur les marchés boursiers sont souvent incitées à investir davantage en R&D, du fait de leur accès au capital et de la pression exercée par les investisseurs. La littérature empirique confirme que les entreprises bénéficiant de financements diversifiés tendent à investir davantage dans l'innovation, avec des effets positifs sur leur productivité (Aghion et al., 2005).

Un autre canal par lequel les marchés des capitaux influencent la PGF est la recomposition sectorielle de l'économie. En permettant une allocation flexible et dynamique du capital, les marchés facilitent la réorientation des ressources vers les secteurs les plus productifs et innovants. Ce processus de réallocation repose sur la logique de destruction créatrice chère à Schumpeter, où les entreprises inefficaces sont éliminées au profit de nouvelles activités plus performantes. Lorsque les marchés fonctionnent correctement, les entreprises les plus compétitives bénéficient d'un meilleur accès au financement, tandis que celles dont la rentabilité diminue sont progressivement évincées. Cette dynamique stimule la concurrence, renforce les incitations à innover et favorise l'émergence de secteurs à plus forte valeur ajoutée.

Les marchés jouent également un rôle d'intégration intersectorielle, en particulier les barrières à l'entrée pour les entreprises émergentes et en favorisant la montée en gamme technologique des économies. Ils permettent aux entreprises de se financer plus facilement pour s'équiper en technologies de pointe, se restructurer ou s'implanter sur de nouveaux marchés. Enfin, l'ouverture des marchés des capitaux aux flux internationaux facilite le transfert de technologies, l'arrivée d'investissements directs étrangers et la diffusion de bonnes pratiques de gestion, autant de facteurs qui renforcent la PGF au niveau macroéconomique.

Cependant, ces effets positifs ne sont pas automatiques. En l'absence d'un cadre institutionnel solide, les marchés peuvent financer des secteurs peu productifs ou alimenter des bulles spéculatives, sans gains réels de productivité. C'est pourquoi la qualité des institutions, de la régulation et de la gouvernance reste une condition indispensable pour que les marchés des capitaux contribuent durablement à l'amélioration de la productivité globale.

4. Limites, controverses et critiques du lien entre marchés des capitaux et croissance

4.1. Volatilité financière et instabilité macroéconomique

Bien que les marchés des capitaux soient conçus pour favoriser l'allocation efficace des ressources, ils sont aussi porteurs d'une dynamique spéculative motivée, qui peut engendrer une forte instabilité. En effet, les décisions d'investissement sur les marchés ne sont pas toujours fondées sur les fondamentaux économiques. Elles peuvent être influencées par des comportements mimétiques, des anticipations auto-réalisatrices ou des effets de panique collective. L'histoire financière regorge d'exemples de bulles spéculatives, suivies de krachs brutaux, dans lesquelles les prix des actifs s'éloignent de leur valeur entraînent avant de corriger violemment. Ces phénomènes sont bien documentés par Kindleberger et Aliber (2005), qui identifient des cycles typiques d'euphorie, de surinvestissement, de retour et de crise.

Cette utilisation excessive peut avoir des conséquences délétères sur l'économie réelle. Lorsque les marchés s'emballent, ils orientent le capital vers des secteurs ou des projets peu productifs. À l'inverse, en période de stress financier, même les projets viables peuvent être privés de financement. Cette déconnexion entre la finance et l'économie réelle affaiblit le rôle des marchés comme vecteur de croissance soutenable. L'instabilité des marchés est d'autant plus problématique que les mouvements de capitaux sont devenus massifs et instantanés, du fait de la mondialisation financière. Les économies ouvertes, notamment les pays émergents, sont alors exposées à des chocs externes imprévisibles, qui peuvent provoquer des sorties de capitaux soudaines et déstabilisantes.

Les marchés des capitaux, lorsqu'ils sont mal régulés, peuvent amplifier les cycles économiques au lieu de les atténuer. En période d'expansion, ils facilitent un excès de crédit et une prise de risque excessif ; en période de ralentissement, ils se répondent brutalement, asséchant les liquidités et aggravant les récessions. Ce comportement procyclique renforce l'instabilité macroéconomique et fragilise la trajectoire de croissance. Les crises financières majeures illustrent bien ce phénomène. La crise asiatique de 1997, par exemple, a été déclenchée par une perte de confiance soudaine des investisseurs internationaux, entraînant une fuite massive des capitaux et l'effondrement des monnaies locales. De même, la crise des subprimes de 2007/2008 aux États-Unis a mis en lumière les effets dévastateurs d'une financiarisation excessive, fondée sur la titrisation, l'endettement spéculatif et l'opacité des produits dérivés. Ces épisodes montrent que les marchés peuvent être à l'origine de crises systémiques, dont les répercussions économiques et sociales sont considérables : chute de

l'investissement, destruction d'emplois, hausse de la dette publique, perte de confiance généralisée.

Selon Stiglitz (2000), ces crises ne sont pas de simples accidents ponctuels, mais le résultat structurel d'une libéralisation financière non maîtrisée, notamment dans les pays en développement. Il plaide ainsi pour un encadrement strict des marchés, une surveillance macroprudentielle efficace et un rôle plus actif des institutions internationales pour prévenir ces déséquilibres. En définitive, si les marchés des capitaux peuvent stimuler la croissance en période favorable, ils peuvent aussi l'inhiber, voire provoquer son effondrement en période de crise. Cette ambivalence structurelle remet en question l'idée d'un lien automatique et unidirectionnel entre finance et croissance. Elle souligne la nécessité de mécanismes de régulation solides, capables de contenir la spéculation excessive, de lisser les cycles financiers, et de protéger l'économie réelle des chocs exogènes. Une coordination entre politiques monétaires, prudentielles et fiscales devient alors essentielle pour assurer une croissance soutenable et résiliente, particulièrement dans les économies vulnérables.

4.2. Inégalités d'accès et biais structurels

Si les marchés des capitaux sont souvent présentés comme des instruments favorisant l'efficacité et la croissance, leur impact réel varie fortement selon le contexte socioéconomique et le niveau de développement. L'un des constats majeurs issus de la critique littéraire est que l'accès aux marchés financiers n'est ni universel ni équitable. Ce constat s'applique tant entre pays qu'à l'intérieur d'un même pays. Au niveau international, les pays développés disposent de marchés des capitaux profonds, liquides et bien régulés, ce qui leur permet de mobiliser facilement l'épargne nationale et internationale à faible coût. En revanche, de nombreux pays en développement ou émergents souffrent d'une faible capitalisation boursière, d'une éventuelle excessive, d'un accès restreint aux marchés mondiaux, ou encore d'un cadre juridique fragile. Cette asymétrie d'accès aux capitaux constitue une barrière structurelle à leur croissance, malgré l'ouverture des marchés mondiaux.

En outre, les flux de capitaux internationaux tendent à se concentrer dans les économies déjà attractives et jugées « sûres » par les investisseurs, accentuant ainsi le phénomène dit de « fuite vers la qualité ». Les pays vulnérables, eux, voient leur attractivité remise en cause à la moindre instabilité, ce qui renforce leur dépendance à l'endettement extérieur, souvent procyclique et volatile. À l'échelle nationale, l'accès aux marchés des capitaux est également fortement inégalitaire. Les grandes entreprises, disposant d'une structure financière robuste, d'un historique de crédit et d'une capacité à se conformer aux exigences réglementaires, accèdent facilement aux financements de marché. En revanche, les petites et moyennes entreprises (PME), souvent considérées comme plus risquées ou moins rentables, restent largement dépendantes du financement bancaire, voire exclues du système financier formel.

Cette inégalité d'accès est également marquée du côté des ménages, notamment ceux à faibles revenus ou en situation de précarité. L'absence de garanties, le manque de culture financière et

la faible bancarisation limitent leur capacité à mobiliser du capital pour investir dans l'éducation, l'entrepreneuriat ou l'habitat – autant de leviers fondamentaux du développement humain et économique.

Les marchés des capitaux ne sont pas seulement le lieu de l'allocation du capital, ils sont aussi le reflet et le vecteur de concentration de la richesse et du pouvoir économique. Pour favoriser la rentabilité du capital sur le long terme, ils ont tendance à creuser les écarts entre les détenteurs d'actifs financiers – souvent les ménages les plus riches – et les autres catégories sociales, moins exposées ou totalement exclues de la finance. Le développement des marchés a également renforcé le poids des grandes entreprises transnationales, capables d'exercer une influence directe sur les décisions de marché et parfois sur les politiques publiques. Cette situation peut conduire à une financiarisation excessive de l'économie, où les décisions d'investissement sont guidées par la recherche de rendements financiers à court terme, au détriment de l'emploi, de la recherche ou de l'environnement (Stockhammer, 2004).

Ce phénomène est accentué par la pression exercée par les actionnaires institutionnels sur la performance financière immédiate, ce qui peut limiter les investissements de long terme, pourtant essentiels pour une croissance soutenue. En outre, la logique spéculative inhérente à certains segments des marchés favorise les arbitrages à court terme, créant une instabilité qui nuit aux acteurs économiques les plus vulnérables. En somme, les marchés des capitaux, loin d'être neutres, reflètent les rapports de force économiques et institutionnels. Sans régulation adéquate et politique de redistribution, ils peuvent renforcer les inégalités, marginaliser certains acteurs économiques, et ainsi nuire à la cohésion sociale nécessaire à un développement durable et inclusif.

4.3. Rôle des institutions et de la régulation

Les effets des marchés des capitaux sur la croissance ne dépendent pas seulement de leur taille ou de leur sophistication, mais aussi – et surtout – de la qualité des institutions qui les encadrent. Une finance sans institutions solides peut rapidement devenir un facteur de déséquilibres macroéconomiques, de crises et d'inégalités. C'est pourquoi de nombreux travaux théoriques et empiriques ont souligné l'importance du cadre institutionnel dans la relation entre finance et développement. Selon North (1990), les institutions – entendues comme les règles du jeu formelles (lois, régulations) et informelles (normes, comportements) – déterminent les incitations économiques et structurent les interactions entre les acteurs. Dans le domaine financier, cela implique des systèmes judiciaires efficaces, une protection claire des droits de propriété, une gouvernance d'entreprise responsable et une application rigoureuse des contrats.

Les travaux de La Porta et al. (1998) vont dans le même sens : les pays où les investisseurs bénéficient de droits solides et où les entreprises sont tenues à une information financière transparente tendent à avoir des marchés plus développés et plus stables. À l'inverse, l'opacité, la corruption, ou l'absence de régulation crédible détournent l'épargne de l'investissement productif et alimentent la spéculation ou la fuite de capitaux. Ainsi, un environnement

institutionnel favorable est une condition nécessaire pour que les marchés des capitaux remplissent efficacement leur rôle d'allocation, de surveillance et de financement de l'économie réelle. Il ne suffit donc pas d'élargir l'accès aux marchés : il faut également en garantir l'équité, la transparence et la responsabilité.

Depuis les années 1980, de nombreux pays ont entrepris une libéralisation rapide de leurs marchés financiers, encouragés par les institutions internationales et le consensus de Washington. L'objectif était d'attirer les capitaux étrangers, de renforcer la concurrence et de moderniser les systèmes financiers. Toutefois, cette ouverture a souvent été mise en œuvre sans le renforcement préalable des institutions, ce qui a exposé de nombreuses économies à une instabilité accumulée. Selon Stiglitz (2000), la libéralisation financière, lorsqu'elle est prématurée, peut générer des mouvements de capitaux volatils, affaiblir la régulation nationale et limiter la capacité des États à jouer un rôle contre-cyclique. Cela explique en partie pourquoi plusieurs pays ayant ouvert leur compte de capital ont connu des crises financières sévères, comme dans le cas de l'Amérique latine dans les années 1980 ou de l'Asie en 1997.

Stiglitz plaide pour une approche séquencée et encadrée du développement financier : il faut d'abord consolider les institutions, améliorer la régulation, renforcer la supervision bancaire et protéger les épargnants. Ce n'est qu'ensuite que la libéralisation peut produire des effets positifs sur la croissance, en entraînant inévitablement des effets de contagion et des bulles spéculatives. De manière plus générale, il apparaît que le rôle de l'État dans la régulation des marchés reste fondamental, non pas pour restreindre leur efficacité, mais pour en canaliser l'action vers les objectifs d'intérêt général. Cela passe par la mise en place de régulateurs indépendants, la surveillance macroprudentielle, des dispositifs anti-crise (filets de sécurité) et une politique fiscale équilibrée. En somme, les marchés des capitaux ne peuvent être perçus comme des mécanismes autonomes et auto-régulés. Leur impact sur la croissance dépend étroitement de la qualité des institutions, de la cohérence des politiques publiques et de la capacité de régulation à assurer la stabilité, la transparence et l'équité dans l'accès au financement.

4.4. Croissance sans développement et une critique qualitative

L'un des débats majeurs autour de l'impact des marchés des capitaux sur la croissance économique concerne la qualité de cette croissance. En effet, de nombreux travaux soulignent que même si les marchés contribuent à stimuler la production, l'investissement et la productivité, ils ne garantissent pas pour autant une croissance inclusive ou équitablement répartie. Dans de nombreux pays, le développement des marchés financiers a coïncidé avec une exacerbation des inégalités sociales et économiques. Les gains de croissance sont souvent concentrés entre les mains des acteurs disposant déjà d'un accès au capital, d'une éducation financière ou d'une position dominante sur le marché. À l'inverse, les populations les plus vulnérables – petits épargnants, travailleurs précaires, zones rurales ou marginalisées – restent exclues des bénéfices de la finance de marché, faute de moyens, d'information ou de protection (Rajan, 2010).

Cette exclusion limite non seulement les effets redistributifs de la croissance, mais elle freine également le potentiel global de développement, en particulier de vastes segments de la population de contribuer pleinement à l'activité économique. Elle peut générer des frustrations, des tensions sociales et des instabilités politiques, qui nuisent au climat des affaires et à la soutenabilité de la croissance. Par ailleurs, dans certains contextes, la croissance induite par les marchés peut se traduire par une précarisation de l'emploi, une financiarisation des entreprises au détriment de l'investissement productif ou une déconnexion croissante entre capital et travail. Ces effets, bien que moins visibles que les agrégats de PIB, concernent directement la qualité de vie et la cohésion sociale.

Un autre enjeu fondamental réside dans la durabilité de la croissance induite par les marchés des capitaux. Trop souvent, cette croissance repose sur des logiques de court terme, de rentabilité financière immédiate, et non sur des critères de durabilité sociale, environnementale ou territoriale. Ce biais structurel peut aboutir à une allocation sous-optimale du capital, orientée vers les secteurs les plus rentables à court terme (extraction, spéculation immobilière, consommation de masse) au détriment des secteurs stratégiques pour le long terme (transition écologique, infrastructures publiques, économie sociale). Dans ce contexte, on peut parler d'une croissance appauvrissante, qui épuise les ressources naturelles, aggrave les déséquilibres environnementaux, ou néglige l'investissement dans le capital humain.

Ce constat est désormais largement reconnu par les institutions internationales, qui appellent à un réalignement des flux financiers vers les Objectifs de développement durable (ODD) définis par l'ONU. L'émergence de la finance durable, de l'investissement socialement responsable (ISR) ou des obligations vertes témoigne d'une prise de conscience progressiste au sein des marchés, mais ces initiatives restent encore marginales par rapport aux logiques dominantes de maximisation du rendement financier. En l'absence d'incitations fortes – réglementaires, fiscales ou institutionnelles – les marchés continueront à privilégier les projets à fort retour financier immédiat, au détriment des investissements collectifs bénéfiques mais peu rentables à court terme. Il devient donc crucial de repenser les conditions de fonctionnement des marchés afin qu'ils deviennent des outils au, et non de simples instruments de croissance quantitative. Cela implique une évolution des indicateurs de performance, une gouvernance plus inclusive, une régulation plus exigeante, et une participation accumulée de la société civile dans les choix d'allocation du capital.

5. Conclusion

L'analyse théorique a retenu dans cet article la complexité et l'ambivalence du lien entre les marchés des capitaux et la croissance économique. Loin d'être linéaire ou automatique, cette relation dépend d'un ensemble de facteurs structurels, institutionnels et conjoncturels qui conditionnent les effets. Les marchés des capitaux, en facilitant la mobilisation de l'épargne, la diversification des risques et le financement de l'innovation, peuvent jouer un rôle moteur dans le processus de croissance. Ils permettent une meilleure allocation des ressources, soutiennent

les investissements à long terme, et contribuent à l'amélioration de la productivité globale des facteurs.

Cependant, ces effets positifs ne se manifestent pleinement que dans un environnement institutionnel solide, transparent et équitable. En l'absence de régulation efficace, les marchés peuvent au contraire générer des effets pervers : instabilité macroéconomique, financiarisation excessive, exclusion de certains acteurs économiques, concentration des richesses, ou encore croissance non durable. Les crises financières successives ont illustré la fragilité d'un modèle de croissance fondé sur des logiques spéculatives et court-termistes, souvent déconnectées de l'économie réelle. De plus, la littérature théorique rappelle que les marchés des capitaux ne garantissent ni l'inclusivité, ni la qualité de la croissance. Ils peuvent amplifier les inégalités d'accès au financement, reproduire les déséquilibres entre pays et au sein des sociétés, et orienter le capital vers des activités peu compatibles avec les impératifs de durabilité. Ces constats plaident en faveur d'une reconfiguration des mécanismes de marché, afin qu'ils deviennent de véritables instruments au service du développement humain et de la transition écologique.

Il apparaît donc essentiel d'articuler le développement des marchés financiers avec des politiques publiques ambitieuses, visant à renforcer les institutions, protéger les investisseurs, réguler les flux de capitaux, et orienter l'investissement vers des secteurs porteurs de transformation structurelle. Ce cadre intégré est indispensable pour que la finance contribue effectivement à une croissance soutenable, équitable et résiliente. Enfin, cette réflexion théorique ouvre plusieurs pistes pour de futurs travaux. Des analyses empiriques comparatives pourraient permettre d'évaluer dans quelle mesure les mécanismes identifiés varient selon les contextes institutionnels ou les niveaux de développement. De même, l'impact des innovations financières récentes – comme la fintech, les cryptoactifs ou la finance verte – sur la croissance mérite une attention accrue, dans une perspective à la fois économique, sociale et environnementale.

Références Bibliographiques

Allen, F., & Gale, D. (2000). *Comparing financial systems*. MIT Press.

Bagehot, W. (1873). *Lombard Street : une description du marché monétaire*.

Demirgüç-Kunt, A., & Levine, R. (2001). *Structure financière et croissance économique : comparaison entre les banques, les marchés et le développement*. MIT Press.

Kindleberger, C. P., & Aliber, R. Z. (2005). *Manies, paniques et krachs : une histoire des crises financières* (5e éd.). Wiley.

Levine, R. (2005). Finance et croissance : théorie et données probantes. In P. Aghion & S. Durlauf (Eds.), *Handbook of Economic Growth* (Vol. 1, pp. 865–934). Elsevier.

- Mishkin, F. S., & Eakins, S. G. (2018). *Marchés financiers et institutions* (9e éd.). Pearson.
- North, D. C. (1990). *Institutions, changement institutionnel et performance économique*. Cambridge University Press.
- Rajan, R. G., & Zingales, L. (2003). *Sauver le capitalisme des capitalistes*. Crown Business.
- Schumpeter, J. A. (1911). *La théorie du développement économique*.
- World Bank. (2018). *The Global Findex Database 2017: Measuring financial inclusion and the fintech revolution*. <https://doi.org/10.1596/978-1-4648-1259-0>
- Arcand, J.-L., Berkes, E., & Panizza, U. (2015). Too much finance? *Journal of Economic Growth*, 20(2), 105–148. <https://doi.org/10.1007/s10887-015-9115-2>
- Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., & Maksimovic, V. (2005). Financial and legal constraints to firm growth: Does size matter? *Journal of Finance*, 60(1), 137–177. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2005.00727.x>
- Greenwood, J., & Jovanovic, B. (1990). Financial development, growth, and the distribution of income. *Journal of Political Economy*, 98(5), 1076–1107.
- King, R. G., & Levine, R. (1993). Finance et croissance : Schumpeter pourrait avoir raison. *The Quarterly Journal of Economics*, 108(3), 717–737.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1998). Droit et finances. *Journal of Political Economy*, 106(6), 1113–1155.
- Levine, R. (1997). Développement financier et croissance économique : points de vue et agenda. *Journal of Economic Literature*, 35(2), 688–726.
- Levine, R., Loayza, N., & Beck, T. (2000). Financial intermediation and growth: Causality and causes. *Journal of Monetary Economics*, 46(1), 31–77.
- Lucas, R. E. (1988). Sur les mécanismes du développement économique. *Journal of Monetary Economics*, 22(1), 3–42.
- Rajan, R. G. (2006). Has finance made the world riskier? *European Financial Management*, 12(4), 499–533. <https://doi.org/10.1111/j.1468-036X.2006.00330.x>
- Romer, P. M. (1986). Rendements croissants et croissance à long terme. *Journal of Political Economy*, 94(5), 1002–1037.

Romer, P. M. (1990). Changement technologique endogène. *Journal of Political Economy*, 98(5), S71–S102.

Rousseau, P. L., & Wachtel, P. (2011). What is happening to the impact of financial deepening on economic growth? *Economic Inquiry*, 49(1), 276–288.

Shiller, R. J. (2003). From efficient markets theory to behavioral finance. *Journal of Economic Perspectives*, 17(1), 83–104.

Solow, R. M. (1956). Contribution à la théorie de la croissance économique. *Quarterly Journal of Economics*, 70(1), 65–94.

Stiglitz, J. E., & Weiss, A. (1981). Rationnement du crédit sur les marchés à information imparfaite. *The American Economic Review*, 71(3), 393–410.

Zingales, L. (2015). Does finance benefit society? *Journal of Finance*, 70(4), 1327–1363.