



HAL
open science

La maturité des Banques Centrales influence -t-elle la croissance économique ?

Joseph Keneck Massil, Sandrine Kablan, Jacques Bikai Landry

► **To cite this version:**

Joseph Keneck Massil, Sandrine Kablan, Jacques Bikai Landry. La maturité des Banques Centrales influence -t-elle la croissance économique ?. 2018. halshs-01828496

HAL Id: halshs-01828496

<https://shs.hal.science/halshs-01828496>

Preprint submitted on 3 Jul 2018

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

La maturité des Banques Centrales influence -t- elle la croissance économique ?

Joseph Keneck Massil¹

Ph'D en Economie

Cemotev, Université de Saint Quentin en Yvelines

EconomiX, Université de Paris Nanterre

Sandrine Kablan

Maître de conférences

ERUDITE, Université de Paris Est Créteil

Jacques Bikai Landry

Ph'D en Economie

Banque des Etats de l'Afrique Centrale

¹ Auteur correspondant

La maturité des Banques Centrales influence – elle la croissance économique ?

Résumé

L'objectif principal de cet article est de tester une hypothèse nouvelle en construisant une variable originale selon laquelle la maturité des banques centrales (BC) ou encore l'expérience des BC influence les performances économiques des Etats contemporains. Nous définissons la maturité de la BC comme la différence entre l'année 2010 et son année de création. Notre hypothèse reste valide même en contrôlant par des variables économiques, institutionnelles, historiques et socioculturelles. De même, nous exposons deux principaux canaux de transmission à travers lesquels la maturité des BC influence la performance : le canal par le développement financier et celui par la stabilité bancaire. De même, nous montrons que notre indicateur de maturité des BC agit sur d'autres déterminants de développement financier.

Mots clés : Banque centrale, Maturité des BC, Expérience des BC, Performance économique.

Code JEL : E00, E02, E58, F30.

Does Central Bank's maturity matter for economic growth?

Abstract

The main objective of this article is to test a new hypothesis by constructing an original variable according to which the maturity of the central banks (CB) or the experience of the CB influences economic performance of states. We define the maturity of CB as the difference between the year 2010 and its year of creation. Our hypothesis remains valid even when controlling by economic, institutional, historical and socio-cultural variables. In the same way, we expose two main transmission channels through which the maturity of the CBs influences the performance: the channel by the financial development and that by the banking stability. Similarly, we show that our CB maturity indicator acts on other determinants of financial development.

Key words : Banque centrale, Maturité des BC, Expérience des BC, Performance économique.

JEL Classification : E00, E02, E58, F30

Sommaire

Introduction	43
1. Quels sont les canaux par lesquelles la maturité de la BC peut-elle influencer la performance économique ?	7
2. Approche empirique et description de la variable d'intérêt	1210
3. Résultats et analyses	1412
3.1. Résultats préliminair	1412
3.2. Analyse de sensibilité	1513
3.2.1. Test de sensibilité avec l'approche historique et institutionnelle	1514
3.2.2. Test de sensibilité avec l'approche socioculturelle	1817
3.3. Test de robustesse	2019
3.3.1. Prise en compte du passé historique	2019
3.3.2. Effet de la maturité des BC sur les indicateurs monétaires.	21
Conclusion	2322
Bibliographie	23

Introduction

En observant les statistiques sur les pays et leur banque centrale, nous arrivons au constat suivant : les pays ayant les Banques Centrales les plus âgées sont également pour la plupart, ceux qui ont des niveaux de PIB par tête élevés. La problématique du lien entre l'âge des Institutions et la performance économique n'est pas nouvelle dans la littérature économique. Des études montrent que l'ancienneté des États favorise le développement institutionnel et la performance économique (Bockstette et al., 2002). Ces auteurs trouvent que l'indicateur d'ancienneté de l'État est corrélé avec l'indice d'instabilité politique, de qualité de la gouvernance et la croissance économique. Au même moment, une importante littérature s'est construite autour de l'effet de l'histoire sur la dynamique macroéconomique contemporaine des nations. Acemoglu et al. (2001, 2002) montrent à ce titre que la performance économique contemporaine est expliquée par la qualité des institutions, elle-même conditionnée par la mortalité des colons et la densité de la population en 1500. Plusieurs travaux sont ainsi nés, tous avec pour objectif d'expliquer la croissance économique contemporaine en se focalisant sur l'approche *cliométrique*². On peut à juste titre citer les travaux de Greir (1999), Bertocchi et Canova (2002) et de Nunn (2008), qui expliquent la croissance économique contemporaine dans les pays en développement par la durée de la colonisation, le type de colonisation ou encore l'esclavage. Cette abondante littérature s'est développée au détriment de celle portant sur l'importance historique des institutions monétaires. Or comme le souligne la métaphore de John Law (1705) : « *La monnaie est dans l'État ce que le sang est dans le corps humain : sans l'un, on ne saurait vivre ; sans l'autre on ne saurait agir* ».

Le point de départ de notre analyse est l'hypothèse selon laquelle la maturité d'une Banque Centrale (BC) définie comme la différence entre l'année courante et la date de sa création a un effet positif sur le PIB/tête contemporain. Nous admettons que les canaux spécifiques à travers lesquels la maturité de la BC peut agir sur la performance économique transite par (i) l'effet d'apprentissage et d'accumulation, (ii) le construit historique de l'institution, (iii) la capacité d'innovation en termes de politique monétaire, (iv) la construction progressive de sa crédibilité etc. La maturité d'une BC se matérialise donc par son expérience dans le processus organisationnel, la conduite

² Cette approche est fortement inspirée des travaux du Prix Nobel North qui consiste au recours aux faits historiques pour expliquer les phénomènes économiques contemporains.

efficace de sa politique monétaire, la maîtrise de l'inflation, et la préservation de la stabilité financière.

Ce article s'inscrit dans la littérature des déterminants historiques de la croissance économique (Greir, 1999; Bertocchi et Canova, 1999; Bocksteette et al., 2002; Acemoglu et al., 2001, 2002; Nunn, 2008,). Notre approche se différencie néanmoins des autres travaux dans la mesure où plutôt que de s'appuyer sur les données secondaires, nous avons entrepris de construire et d'introduire dans la littérature un nouvel indicateur portant sur l'aspect monétaire et plus précisément sur l'expérience de la BC à travers sa maturité. De même, notre approche ne porte pas sur la dimension coloniale comme l'on fait les précédentes études mais plutôt sur la dimension historique des institutions monétaires. La dernière crise financière (2008-2012) nous renseigne à suffisance sur la place centrale qu'occupe de plus en plus les BC pour, non seulement prévenir ou atténuer les effets d'une crise mais également s'assurer du bon fonctionnement de l'activité économique.

Plusieurs études ont mis en évidence le rôle central joué par la monnaie dans le processus de croissance économique d'un État. Si par définition, la mission essentielle de la plupart des BC est la stabilité des prix ou la lutte contre l'inflation, c'est bien parce qu'une forte instabilité des prix est considérée comme un frein à la croissance économique, (Moore (1986) ; Azariadis et Smith (1996)). Plus récemment, Bittencourt et al. (2014) ont approfondi l'analyse et mis en évidence le résultat suivant lequel une forte inflation associée à une faible profondeur financière initiale, tend à augmenter la taille du secteur informel. Lequel secteur informel limite à son tour le développement du secteur bancaire et renforce au passage la contrainte de financement externe des firmes. L'ensemble de cette littérature justifie ainsi l'importance de la dimension monétaire dans la dynamique économique des pays. Or s'il existe une institution ayant à sa disposition une pluralité de leviers lui permettant d'influer directement ou indirectement sur les différents aspects sus-évoqués, c'est bien la BC. En effet, la banque centrale veille également à la stabilité financière. Elle intervient pour prévenir les crises de par la supervision bancaire, mais elle est également le prêteur en dernier ressort, pour éviter l'effondrement du système bancaire, lorsqu'un établissement de taille systémique ne peut assurer ses engagements, (Humphrey (1989), Freixas et al. (2000) and Campbell and Lastra (2009)). Par ailleurs, en veillant à la qualité des institutions financières, la banque centrale favorise le développement financier. En effet, comme l'explique Levine (1998) et Levine et Zervos(1998) des institutions de qualité parmi lesquelles la banque centrale qui assure le bon fonctionnement des

marchés financiers et des transactions financières entre agents économiques, contribuent au développement financier.

Dans la mesure où la maturité permet d'acquérir une certaine expérience dans la mise en œuvre de politiques efficaces, l'intérêt de cette étude est non seulement de remettre en lumière le rôle de la banque centrale dans l'explication de la croissance, mais également de trouver une explication aux retards enregistrés par les pays avec des banques centrales moins matures.

Notre démarche part de la construction d'un indicateur nouveau nous permettant d'identifier les différents canaux de transmission par lesquels la maturité d'une BC peut influencer sur la performance économique de l'Etat.

A notre connaissance, il n'existe à ce jour aucune littérature sur la relation entre la maturité d'une BC et la performance économique. Seuls les travaux de Bockstette et *al.* (2002) et (Greir, 1999) comme mentionné précédemment se sont intéressés à l'explication contemporaine de la performance économique à partir d'un construit historique et institutionnel sur la maturité des Etats ou encore de la durée³ de la colonisation.

La contribution de cet article à la littérature sur la croissance économique se dégage clairement en trois principaux points. Premièrement, cet article construit et introduit dans la littérature un indicateur nouveau portant sur l'impact de la maturité des BC. Cet apport nous semble le bienvenu au regard de la place centrale qu'occupent de plus en plus les autorités monétaires dans le financement des économies et leur croissance.

Deuxièmement, cet article est à notre connaissance le premier qui adopte une approche *cliométrique* portant sur la dimension monétaire et non coloniale. Il s'agit là d'une originalité dans la mesure où cette démarche nous permet de prendre en compte les pays en développement, les pays émergents et les pays développés.

La suite de cet article s'organise comme suit. La première section est consacrée aux canaux de transmissions mettant en évidence le rôle de la maturité des BC sur la croissance. La deuxième section est une présentation de notre principale variable d'intérêt et de la démarche empirique. La troisième section présente les résultats économétriques et les commentaires.

³ Nous nous sommes fortement inspiré de cette méthode pour construire également notre indicateur de maturité de BC. La durée est obtenue en faisant la différence entre la date de l'indépendance et la date de la colonisation.

1. Quels sont les canaux par lesquelles la maturité de la BC peut influencer la performance économique ?

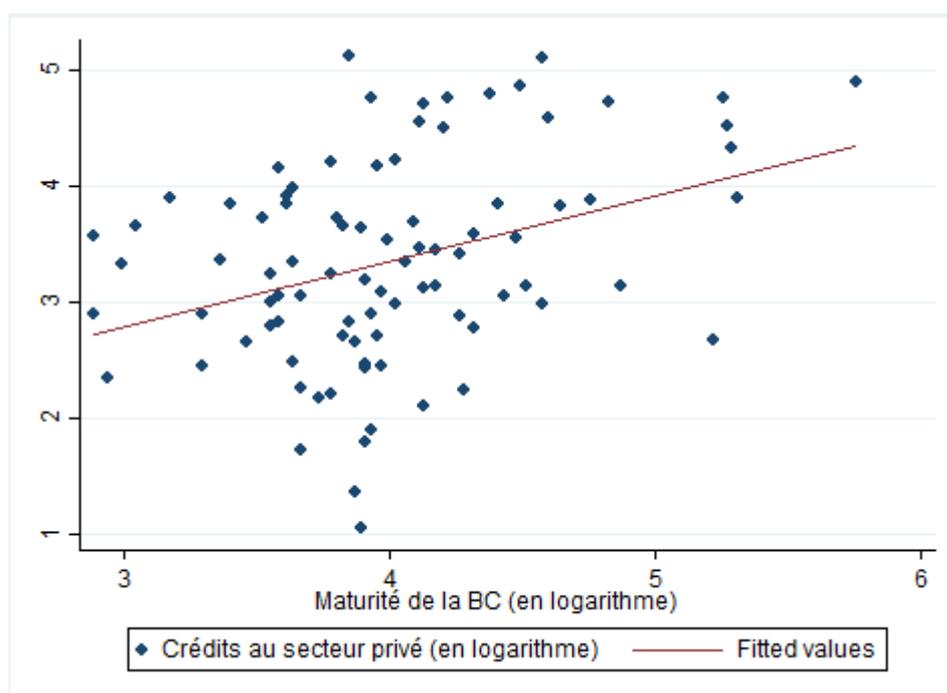
La banque centrale, nous l'avons vu assure les conditions de la croissance de long terme dans l'économie en favorisant par la politique monétaire soit directement la croissance et l'emploi (federal reserve), soit la stabilité des prix (Banque Centrale Européenne). Toutefois, la stabilité des prix elle-même vise à établir un climat adéquat afin de favoriser la croissance. Comme le soulignent Moore (1986), Azariadis et Smith (1996) d'un point de vue théorique, lorsque l'inflation est assez élevée, les revenus sur l'épargne diminuent du fait des taux d'intérêt réels négatifs. Ce qui implique une réduction du niveau d'épargne, une augmentation des frictions informationnelles, et à terme une baisse du crédit au secteur privé et de la performance macroéconomique. Boyd et *al.* (2001) parviennent à la même conclusion sur le plan empirique. De ce fait dans notre analyse, nous testerons empiriquement l'impact direct de la maturité de la Banque centrale sur la croissance, en contrôlant, l'effet de l'inflation ; puis nous considérerons deux principaux canaux par lesquels cette maturité de la banque centrale peut agir sur la croissance : le développement financier d'une part et la stabilité financière d'autre part.

La banque centrale par la conduite de la politique monétaire peut favoriser le crédit et en particulier le crédit au secteur privé. En effet, un ratio de crédit au secteur privé par rapport au PIB élevé, signifie que le secteur privé bénéficie d'opportunités importantes pour le financement de ses projets d'investissement. Ce ratio est aussi une mesure du développement financier.. Suivant la théorie de la croissance endogène, le développement financier favorise une allocation plus efficiente de l'épargne aux projets les plus productifs (Greenwood et Jovanovic, 1990; Bencivenga et Smith, 1991). Levine (1997)⁴ met l'accent sur la causalité première du développement financier qui favorise la croissance, bien qu'une relation inverse soit aussi envisageable. En effet, d'après cet auteur le degré de développement financier est un bon prédicteur de croissance future, d'accumulation de capital et de changement technologique. Pour Caporale et al. (2009) la causalité entre développement financier et la croissance, se fait du développement financier vers la croissance plutôt que l'inverse pour dix pays de l'Europe centrale et orientale membres de l'Union européenne. Plus particulièrement, Levine (2005) explique que les institutions financières et les marchés financiers peuvent favoriser la croissance économique dans la mesure où ils facilitent les échanges de biens et services par la provision de moyens de paiement, mobilisent et rassemblent l'épargne pour les

⁴ Voir également Rajan et Zingales (1998), Levine et al. (2000), Beck et al. (2000). Notons aussi que Arcand et al. (2015) montrent que lorsque les crédits au secteur privé sont supérieurs à 100% du PIB, le développement financier agit négativement sur la croissance.

investisseurs, acquièrent et traitent l'information sur les entreprises et les possibles projets d'investissements en allouant l'épargne de manière efficiente, et enfin permettent une diversification et réduction des risques ainsi qu'une liquidité du système financier. Ainsi, la Banque Centrale par une supervision adéquate du système financier peut accompagner un développement financier sain, qui à son tour va stimuler la croissance. Comme exemple, nous pouvons citer le cas des pays de la zone UEMOA (Union Economique et Monétaire Ouest Africaine), où en 2006 la banque centrale a facilité l'automatisation des moyens de paiements de la compensation et de la centrale des incidents de paiements. Ainsi, toutes ces initiatives ont donné aux systèmes de paiement une plus grande efficacité, en permettant à des banques locales de faire bénéficier à leurs clients de terminaux de paiements, Kablan, 2012. Nous pouvons également parler du rôle de supervision joué par la banque centrale du Kenya, lors de l'introduction de la plateforme de paiement M-pesa. En effet, la banque Centrale du Kenya a fait une étude d'évaluation pour mesurer le risque et adapter l'environnement réglementaire dans ce sens. **(D'autres exemples ?)** Cela a eu des répercussions remarquables dans l'accès aux services financiers, dans un pays où le taux de bancarisation était très bas mais où le taux de personnes possédant un téléphone mobile dépassait à l'époque les 54%, AFI, 2010. Nos données confirment cette hypothèse dans la mesure où on observe une relation positive entre le développement financier et la maturité de la BC (Graphique 1). C'est dire que plus une BC est mature plus elle serait à même de promouvoir le développement financier.

Graphique 1 : Développement financier et maturité de la banque centrale



Source : Banque mondiale (WDI) et calculs des auteurs.

Toutefois, lorsque le développement financier n'est pas suffisamment accompagné, il peut conduire à de l'instabilité financière. Plusieurs études qui traitent du développement financier et de la croissance, mettent également l'accent sur les possibles effets négatifs de l'instabilité financière. Sahay et al., (2015) étudient la relation entre développement financier, stabilité financière et croissance. Ils trouvent que le développement financier favorise la stabilité financière et la croissance, d'une manière générale, mais que les effets du développement financier sur la croissance s'amointrissent avec le niveau de développement. Ils montrent également que lorsque le développement financier se fait de manière trop rapide, cela peut entraîner de l'instabilité économique et financière. Enfin, ils montrent qu'une réglementation trop sévère dans le but de préserver la stabilité financière peut gêner le développement financier. D'après Schneider et Tornell (2004) ou Aghion et al. (2004), lorsque les banques sur-prêtent de l'argent, c'est parce qu'elles ne sont pas suffisamment supervisées ou qu'il n'existe pas de mécanismes d'assurance contre la faillite des banques, ou encore qu'elles ne savent pas discerner entre les bons et les mauvais projets en période d'expansion économique. Et cela peut aboutir à des crises. Toutefois, Loayza et Ranciere (2005) montrent qu'à long terme, le développement financier a un impact positif sur la croissance ; tandis qu'à court terme, l'effet est plus nuancé du fait de possibles crises et fragilités induit par les transformations du système financier. Les BC ont donc un rôle important à jouer dans ce processus, puisqu'elles participent, par

la supervision du système financier et la conduite de la politique macro-prudentielle, à l'évolution et la stabilité du système financier. Par ailleurs, la gestion des crises et de l'instabilité est le fait des banques centrales, qui assurent ainsi que cette instabilité financière ait le moins d'effets néfastes possibles sur l'économie. En effet, Bordo et al, 2001 ont évalué les pertes de PIB en période de récession pour 56 pays entre 1913 et 1973, puis sur 21 pays après 1973. Ils trouvent que les réductions en matière de croissance sont de 10 % plus élevées lors de récession avec crise comparativement à des récessions sans crise. Cela signifie encore une fois que lorsque la Banque centrale a assez de maturité pour éviter une crise, elle peut préserver l'économie de cette perte de croissance. Ainsi, lorsque par des mesures prudentielles, la banque centrale diminue l'exposition d'une économie aux crises, elle contribue à la préservation de la croissance.

En effet, l'instabilité financière qui se manifeste par des faillites bancaires, une volatilité du prix des actifs financiers et éventuellement par une perturbation dans le système de paiement et de règlement, a un impact négatif sur la croissance économique dans la mesure où, elle accroît l'incertitude sur la valeur fondamentale des actifs et donc sur le comportement des investisseurs. Cela rend donc les firmes plus réticentes à investir. Elle a aussi un impact négatif sur la consommation des ménages, puisque l'incertitude affecte la valeur nette de leur richesse. L'instabilité financière peut aussi affecter l'activité économique à travers la détérioration des conditions de crédit, Lown et al., 2000. En effet, l'instabilité financière accroît les taux d'intérêt sur les marchés de capitaux, ce qui rend plus coûteux l'emprunt des firmes pour financer de nouveaux projets d'investissement, Hakkio et Keeton, 2009.

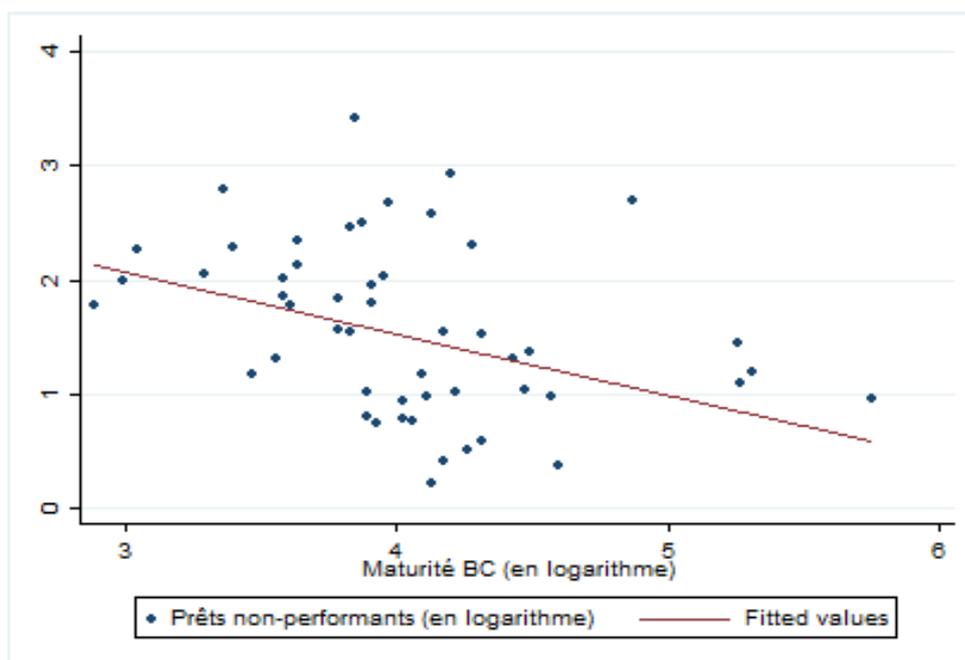
C'est pour toutes ces raisons que les banques centrales prennent en compte dans leurs objectifs la préservation de la stabilité financière. Comme illustration récente, on a pu voir le rôle prépondérant des banques centrales dans la gestion de la crise des sub-primes. Face à l'incertitude et à la suspicion entre les institutions financières sur le marché monétaire, elles sont intervenues pour le dégeler et ont considérablement baissé leur taux d'intérêt à des seuils historiques, pour faciliter les conditions de refinancement des banques commerciales. Ainsi, les banques centrales apparaissent comme des entités importantes pour la préservation de la stabilité financière à travers la réglementation et la supervision du système bancaire. Elles apparaissent aussi comme des entités qui rétablissent la stabilité financière en des périodes de crises et de fragilité financière. De cette manière, elles accompagnent la croissance des pays et y contribuent.

Nous venons de discuter le fait que l'instabilité financière est nuisible pour la croissance économique. Un indicateur important d'instabilité financière est le pourcentage de

prêts non performants par rapport à l'ensemble des prêts. C'est un indicateur qui renseigne sur la dégradation du portefeuille des banques. Il représente donc un instrument de suivi de la stabilité du système bancaire.

La relation entre le niveau de prêts non-performants (indicateur d'instabilité financière) et la maturité de la BC semble à juste titre indiquer l'évidence d'une corrélation négative entre ces deux variables (Graphique 2). Ceci suggère que plus une BC est mature, moins le volume de prêts non-performants est élevé. Les BC les plus matures auraient donc une plus grande capacité à contrôler les risques d'instabilité financière.

Graphique 2 : Risque de crédit et maturité de la banque centrale



Source : FMI – IFS et calculs des auteurs.

Les graphiques 1 et 2 illustrent donc l'existence d'une corrélation entre la maturité des BC les crédits au secteur privé et les prêts non performants qui sont directement liés à la performance économique d'un pays.

Notre propos, dans cette étude est de montrer par des estimations empiriques comment la maturité de la banque centrale impacte positivement la croissance directement, mais aussi par les canaux que nous avons discutés plus haut, à savoir : le

développement financier et la stabilité financière. Ainsi, dans la partie empirique, notre idée est de trouver, comme le suggère notre discussion, un impact positif de la maturité de la banque centrale, sur le développement financier et sur la stabilité financière. Etant donné que ceux-ci influencent positivement la croissance, cela nous permettra d'avoir des évidences empiriques de l'impact indirect de la maturité de la banque centrale sur la croissance économique à travers ces deux canaux.

2. Approche empirique et description de la variable d'intérêt

Nous définissons la maturité de la BC comme la différence entre une date contemporaine et l'année de création de la banque centrale (date création banque centrale). Les dates de création des Banques Centrales sont obtenues par une fouille documentaire des sites web des banques Centrales⁵. Nous définissons la maturité de la Banque Centrale en nous inspirant des études de Greir (1999) et Olsson (2009) qui construisent des variables semblables dans une approche *cliométrique* :

$$BC_Maturité = Date\ contemporaine^6 - Date\ création\ de\ la\ Banque\ Centrale$$

Dans la logique de notre hypothèse de départ, nous nous attendons à un effet positif de la maturité des BC sur la performance économique des différents pays. Les régressions sont faites en coupe transversale à l'aide des MCO. Cette approche s'inspire de Greir (1999), Acemoglu et *al.* (2001) puis Nunn (2008) qui traitent de la performance économique des états à l'aide des indicateurs invariants dans le temps. De même, le choix de cette méthode se justifie par le fait que notre principale variable d'intérêt, c'est à dire la maturité des BC (*BC_Maturité*), ne varie pas dans le temps. En outre, cette approche se prête mieux à notre objet d'étude qui vise à expliquer le différentiel de performance économique entre pays. Ainsi, nous estimons l'équation suivante:

$$Y_i = +\alpha_0 + \alpha_1 BC_Maturité_i + X'_i \beta + \tau_i \quad (1)$$

Dans cette équation, Y_i est la moyenne du logarithme du PIB/tête en parité des pouvoirs d'achats sur la période 1990 à 2016 du pays i . Le choix de cet indicateur pour capter la performance économique est inspiré de la littérature (Barro, 1996; Kaufmann et Kraay, 2002 ; Acemoglu et *al.*, 2001, 2016). $BC_Maturité_i$ est la mesure de la maturité de la BC en logarithme qui capte son expérience. τ_i renvoie respectivement au terme d'erreur et aux effets fixes qui captent l'hétérogénéité inobservable spécifique aux pays.

⁵ <https://www.bis.org/cbanks.htm>

⁶ L'année contemporaine retenue dans notre étude est 2010. Ce choix permet d'éviter les problèmes d'endogénéités puisque les variables macroéconomiques couvrent la période 1990-2010 et seul le PIB par tête couvre la période 1990-2016.

La matrice X'_{it} comprend la plupart des variables de contrôle standard utilisées dans les modèles de croissance économique à savoir, les variables économiques, historiques, institutionnelles et socioculturelles que nous discutons dans la section 3. Nous utilisons l'ensemble des potentiels déterminants de la croissance existant dans la littérature pour éviter tout biais d'endogénéité qui serait dû à une omission de variable.

De manière globale, nous attendons un effet positif de la maturité des BC sur l'indicateur du PIB/tête en parité des pouvoirs d'achats *Ceteris Paribus*. Dans la régression préliminaire, nous prenons comme variable de contrôle, les principaux indicateurs économiques de la croissance. Nous prenons en compte, un indicateur de capital humain (ln_enr_prim) qui est le nombre d'inscription dans le système scolaire primaire dans la suite des travaux de Barro (1996). De même, nous prenons en compte l'ouverture économique (ln_Trade), la formation brute du capital fixe comme proxy de l'investissement privé et public (ln_FBCF). Nous prenons également en compte la dotation en ressources naturelles ($ln_Natural_rents$) en accord avec la théorie de la malédiction des ressources naturelles (Sachs et Warner, 2001). Selon la théorie de la malédiction des ressources naturelles, les pays avec plus de ressources naturelles ont une qualité des institutions médiocres et des mauvaises performances économiques. Nous contrôlons de même par la taille de la population (ln_pop) et le taux d'inflation (Inflation). Les variables de contrôle macroéconomique sont issues de la base de données *World Development Indicators* de la Banque mondiale et sont des moyennes sur la période 1990 à 2010.

Notre échantillon couvre un ensemble de 90 pays développés, émergents et en développement. Pour prendre en compte les pays en Union Monétaire en Afrique comme par exemple la Communauté Economique et Monétaire de l'Afrique Centrale (CEMAC) et l'Union Economique et Monétaire Ouest Africaine (UEMOA), nous prenons en compte les pays leaders de la zone. Il s'agit du Cameroun pour la zone BEAC (Banque des Etats de l'Afrique Centrale) et de la Côte d'Ivoire en ce qui concerne la zone BCEAO (Banque Centrale des Etats de l'Afrique de l'Ouest). Ce procédé est retenu pour éviter d'introduire dans l'échantillon plusieurs pays disposant d'une même maturité des BC ou alors les pays ayant des PIB par tête élevés en raison de la faiblesse de la population et qui ne reflètent pas leurs niveaux de développement (Gabon, Guinée équatoriale).

3. Résultats et analyses

3.1. Résultats préliminaires

Tableau 1 : Maturité des BC et performance : contrôle par des variables économiques

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
PIB/tête constant en Parité des pouvoirs d'achats moyenne 1990 à 2016					
In_BC_Maturité	0.246*** (0.087)	0.240*** (0.070)	0.298*** (0.098)	0.239*** (0.085)	0.262*** (0.080)
In_enr_prim		3.291*** (0.619)			2.496*** (0.563)
In_Trade		0.420*** (0.137)			0.645** (0.264)
In_FBCF			0.975** (0.455)		0.084 (0.361)
In_Pop			-0.123* (0.065)		0.105 (0.067)
In_Natural_rents				-0.260*** (0.049)	-0.175*** (0.053)
Inflation				-0.030 (0.038)	-0.005 (0.030)
Constante	2.846*** (0.360)	-4.215*** (1.135)	2.223** (0.901)	3.010*** (0.362)	-3.981*** (1.108)
Observations	90	81	86	86	77
R-squared	0.17	0.45	0.19	0.34	0.56

Note : Les chiffres entre parenthèses donnent les écarts types corrigés de l'hétéroscédasticité. *** significatif à 1%, ** significatif à 5% et * significatif à 10%.

Les résultats d'estimation présentés dans le tableau 1 confirment notre hypothèse selon laquelle la maturité des BC exerce un effet positif et significatif sur la performance économique des pays. Notre principale variable d'intérêt est significative au seuil de 1% dans la première colonne du tableau 1. Cette significativité demeure également de 1% lorsque nous contrôlons par les indicateurs standards de croissance de la colonne 2 à la colonne 5. Les variables de capital humain, ouverture économique, formation brute de capital fixe, ressources naturelles, population et inflation ont les signes observés dans la littérature.

Afin d'expliquer le différentiel de performance économique entre pays, plusieurs travaux ont discuté de l'importance de plusieurs autres variables:

- variables historiques (La Porta et al. 1999 ; Acemoglu et al. 2001, 2002 ; Nunn, 2008) ;
- institutionnelles (North et Thomas, 1973 ; La Porta et al., 1997, 1999 ; Dollar et Kraay, 2003; 2003; Stutz et Williamson, 2003 ; Acemoglu et *al.*, 2005; Rodrik, 2007) ; et
- socioculturelles (Easterly et Levine, 1997 ; Alesina et *al.*, 2003 ; Barro et McCleary, 2003).

Dans la suite de cette abondante littérature, nous confrontons notre hypothèse selon laquelle la maturité des BC influence la performance économique.

3.2. Analyse de sensibilité

Trois différents tests d'analyse de sensibilité sont menés dans l'optique de s'assurer de la fiabilité de notre hypothèse. Premièrement, nous confrontons notre variable d'intérêt aux variables historiques et institutionnelles et deuxièmement nous discutons des variables socio-culturelles.

3.2.1. Test de sensibilité avec l'approche historique et institutionnelle

Les travaux de La Porta et *al.* (1997, 1998, 1999) montrent que les pays d'origine *common law* ont tendance à être plus performants que ceux de droit civil. De même, en se consacrant au cas des pays en développement, Beck et al. (2003) parviennent à valider l'hypothèse que les pays qui ont l'origine légale dite de droit *civil français* assurent moins bien la protection des droits de propriété que ceux utilisant un système juridique fondé sur le *common law*. A la suite de cette littérature, Mahoney (2001), sur un échantillon de pays en développement et développés, défend l'hypothèse selon laquelle les pays de droit commun ont tendance à enregistrer des meilleurs taux de croissance économique que les pays de droit civil. Plusieurs autres travaux se sont fondés sur l'histoire pour expliquer les performances économiques contemporaine (Bertocchi et Canova, 2002; Acemoglu et *al.*, 2001, 2002 ; Nunn, 2008).

Pour prendre en compte cette dimension historique dans notre analyse, nous contrôlons par l'origine légale du droit qui est étroitement corrélé à l'origine coloniale pour les anciennes colonies. Nous considérons l'origine de type *common law* (*legor_uk*) et l'origine légale de droit civil (*legor_fr*). Les deux variables sont issues de La Porta et

al. (1999). De même, nous prenons en compte l'indicateur de mortalité des colons (logem4, Acemoglu et *al.*, 2001). Pour Acemoglu et *al.* (2001), il existait deux types de colonie, les colonies de peuplement et les colonies d'extraction. Dans les pays où les colonisateurs ont créé des colonies de peuplement, il y a eu une logique d'implanter des bonnes institutions semblables à celles de leurs pays d'origine. Par contre, dans les pays où ils ont constitué des colonies d'extraction, ils n'avaient aucune motivation à implanter de bonnes institutions, et donc de transmettre les bonnes pratiques de gouvernances. Ainsi, selon Acemoglu et *al.* (2001) ces arrangements historiques déterminent le différentiel de performance économique entre pays.

Un consensus émerge de même dans la littérature qu'une meilleure qualité des institutions favorise la croissance du revenu par habitant dans différents pays (North et Thomas, 1973 ; La Porta et *al.*, 1997, 1999 ; Dollar et Kraay, 2003; Beck et *al.*, 2003; Stutz et Williamson, 2003 ; Acemoglu et *al.*, 2005; Rodrik, 2007). Par exemple, Mauro (1995) va analyser l'effet de la corruption sur la croissance économique. Par la suite, Kaufmann et Kraay (2002) s'intéressent à la relation entre le revenu par tête et la qualité de la gouvernance économique à travers la protection des droits de propriété privée comme va le faire par la suite Acemoglu et *al.* (2001). Sur le lien entre démocratie et croissance économique, certains travaux montrent qu'une meilleure démocratie a un effet positif sur le PIB / tête (Barro, 1996 ; Acemoglu et *al.*, 2016). De même, il y a un consensus que la démocratie est une méta-institution qui conditionne la meilleure qualité des autres institutions (Robrik, 2000 ; Acemoglu et *al.*, 2005). Pour prendre en compte la dimension institutionnelle dans notre analyse, nous prenons en compte l'indicateur de démocratie corrigé de la dictature de *Polity IV* qui oscille entre -10 (dictature absolue) et 10 (pleine démocratie). La dimension institutionnel et historique nous semble étroitement liées car plusieurs études expliquent la qualité contemporaine des institutions par le passé historique (Olsson, 2009, Acemoglu et *al.*, 2001, Omgba, 2015).

Les résultats obtenus confortent notre hypothèse initiale (Tableau 2). En contrôlant par l'origine légale en colonne 1 et 2 puis par la mortalité des colons en colonnes 3, l'effet de la maturité des BC sur la performance économique reste significatif. La variable de mortalité des colons est significative avec un impact négatif sur la performance économique contemporaine. Ce résultat est conforme à la littérature selon laquelle plus il y a eu de morts des colons moins ils se sont sédentarisés et cela a permis le développement des mauvaises institutions et continue à avoir un effet négatif sur ces économies de nos jours. Malgré la non significativité des variables d'origine légales, les signes positifs et négatifs respectivement pour l'origine légale *common law* et droit civil sont conformes à la littérature (La Porta et *al.* 1999; Mahoney, 2001).

Nous trouvons également que la qualité de la démocratie exerce un effet significatif sur le PIB/tête au seuil de 1% (colonne 4), ce résultat confirme l'étude récente d'Acemoglu et *al.* (2016) revenant sur l'ancien débat de l'effet de la démocratie sur la croissance économique. Quel que soit les modèles retenus, l'effet de la maturité des BC reste significatif au seuil de 1%.

Tableau 2: Maturité des BC et performance : contrôle par les variables historiques et institutionnelles

	(1)	(2)	(3)	(4)
PIB/tête constant en Parité des pouvoirs d'achats moyenne 1990 à 2016				
In_BC_Maturité	0.264*** (0.082)	0.263*** (0.081)	0.198** (0.096)	0.290*** (0.069)
In_enr_prim	2.499*** (0.575)	2.459*** (0.559)	2.177*** (0.351)	1.241** (0.544)
In_Trade	0.638** (0.270)	0.614** (0.274)	0.492* (0.275)	0.619** (0.238)
In_FBCF	0.071 (0.356)	0.064 (0.365)	-0.662 (0.461)	0.170 (0.419)
In_Pop	0.103 (0.068)	0.097 (0.068)	0.062 (0.059)	0.053 (0.076)
In_Natural_rents	-0.176*** (0.053)	-0.175*** (0.053)	-0.037 (0.061)	-0.070 (0.058)
Inflation	-0.002 (0.031)	-0.003 (0.030)	0.014 (0.026)	-0.014 (0.024)
legor_uk	0.030 (0.083)			
legor_fr		-0.044 (0.080)		
logem4			-0.163*** (0.035)	
polity2				0.030*** (0.008)
Constante	-3.973*** (1.129)	-3.765*** (1.144)	-0.976 (1.055)	-1.472 (1.315)
Observations	77	77	45	62
R-squared	0.56	0.56	0.73	0.73

Note : Les chiffres entre parenthèses donnent les écarts types corrigés de l'hétéroscédasticité. *** significatif à 1%, ** significatif à 5% et * significatif à 10%.

3.2.2. Test de sensibilité avec l'approche socioculturelle

Pour certains auteurs, la performance économique des pays est considérablement conditionnée par l'importance des facteurs socioculturels. La fragmentation ethnique et linguistique sont souvent évoquées comme des obstacles à la croissance économique (Easterly et Levine, 1997, Alesina et *al.*, 2003). Mais il faut de même signaler que, l'effet de la fragmentation ethnique sur les performances économiques et institutionnelles est remis en cause par Collier (2001). A propos de l'impact de la religion sur la croissance, Grier (1997) en faisant la comparaison entre anciennes colonies, il trouve que les anciennes colonies espagnoles et françaises imprégnées de la tradition catholique ont de mauvaises performances économiques que les anciennes colonies britanniques avec une dominance protestante. Pour ce dernier, le taux de croissance du protestantisme est corrélé positivement et de manière significative avec la croissance réel du PIB. Ce résultat est confirmé par La Porta et *al.* (1999) pour qui les pays à forte dominance protestants ont des institutions meilleures et des performances économiques plus importantes que les pays à dominance catholique ou musulmane. Dans une étude récente, Barro et McCleary (2003) trouvent que l'hindouisme, l'islam, le christianisme orthodoxe et le protestantisme sont associés négativement avec la croissance du revenu par habitant par rapport au catholicisme. Ce résultat est soutenu par la thèse que les croyances religieuses influencent les traits individuels qui améliorent la performance économique. L'ensemble de ces résultats est en outre contredite par Sala-i-Martin et *al.* (2004).

L'influence des facteurs socioéconomiques dans notre analyse est prise en compte par plusieurs variables. Nous retenons l'effet des différentes religions qui donne le pourcentage de catholique (catho80), musulmans (muslim (80) et protestants (protmg80) dans la population totale. Ces données sont extraites de la base de La Porta et *al.* (1999). Nous prenons également en compte la fragmentation ethnique (La Porta et *al.* 1999) puis la fragmentation linguistique (Language, Alesina et *al.* 2001).

Notre principal résultat reste robuste au contrôle des variables socioculturelles et socioéconomiques. La variable protestante est de signe conforme à la littérature avec une significativité de l'ordre de 10% selon les travaux de La Porta et *al.* (1999). La fragmentation ethnique et linguistique est de signe conforme à la littérature avec une significativité de l'ordre de 10% pour la fragmentation linguistique ce qui rejoint

l'analyse d'Easterly et Levine (1997) puis Alesina et *al.* (2003). La religion catholique et musulmane n'a pas d'effet apparent sur la performance économique ce qui rejoint les conclusions de Sala-i-Martin et *al.* (2004). Dans l'ensemble des estimations, la maturité des BC reste un déterminant significatif dans l'explication du PIB par tête.

Tableau 3 : Maturité des BC et performance : contrôle par les variables socioculturelles

	(1)	(2)	(3)	(4)
PIB/tête constant en Parité des pouvoirs d'achats moyenne 1990 à 2016				
In_BC_Maturité	0.379*** (0.081)	0.197** (0.087)	0.233*** (0.083)	0.197** (0.087)
In_enr_prim	1.976*** (0.498)	2.095*** (0.592)	2.471*** (0.638)	2.095*** (0.592)
In_Trade	0.554** (0.270)	0.545* (0.277)	0.690** (0.262)	0.545* (0.277)
In_FBCF	0.065 (0.356)	0.175 (0.381)	0.165 (0.408)	0.175 (0.381)
In_Pop	0.064 (0.073)	0.107 (0.066)	0.133* (0.068)	0.107 (0.066)
In_Natural_rents	-0.172*** (0.055)	-0.175*** (0.051)	-0.178*** (0.054)	-0.175*** (0.051)
Inflation	-0.010 (0.030)	-0.016 (0.030)	0.001 (0.031)	-0.016 (0.030)
catho80			0.001 (0.001)	
muslim80			0.001 (0.002)	
protmg80			0.004* (0.002)	
avelf	-0.153 (0.145)			
Language		-0.300* (0.163)		-0.300* (0.163)
Constante	-2.932** (1.118)	-2.733** (1.233)	-4.314*** (1.179)	-2.733** (1.233)
Observations	70	73	77	73
R-squared	0.62	0.59	0.57	0.59

Note : Les chiffres entre parenthèses donnent les écarts types corrigés de l'hétéroscedasticité. *** significatif à 1%, ** significatif à 5% et * significatif à 10%.

3.3. Test de robustesse

Deux tests de robustesse sont menés dans notre analyse. Premièrement, pour plusieurs auteurs les conditions initiales déterminent la trajectoire de performance économique contemporaine entre les pays. Nous allons prendre en compte les différents arrangements institutionnelles dans des années 1900 et des années d'indépendance pour les anciennes colonies. Deuxièmement, nous allons analyser l'effet de la maturité des BC sur les indicateurs de développement financier et monétaire.

3.3.1. Prise en compte du passé historique

Il est possible d'envisager que c'est le niveau de développement institutionnel des différents Etats avant la création de la BC pour certains ou encore la qualité des institutions au moment de l'accession à l'indépendance pour d'autres qui influence la performance économique contemporaine. Pour répondre à cette éventuelle critique, à l'instar d'Olsson (2009), puis d'Acemoglu et al. (2001, 2002) nous prenons des variables de contrôles à forte connotation historique. Nous retenons la contrainte sur l'exécutif dans les différents pays en 1900 (*cons_1900*) ; nous prenons également en compte l'indice de démocratie en 1900 (*Demo_1900*) et pour les anciennes colonies nous considérons de même l'indice de démocratie à la date de l'indépendance (*Demo_Indp*). Ces trois variables sont disponibles dans Acemoglu et al. (2001, 2002) et sont utilisées pour discuter de l'importance du passé historique pour expliquer la performance économique contemporaine.

Notre échantillon est presque réduit de moitié car nous ne disposons pas énormément de données sur les Etats dans les années 1900 et lors des années des indépendances. Malgré ce déficit de donnée, Il est à noter que nos résultats confirment l'effet de l'histoire sur le présent comme le défend une abondante littérature précédemment évoquée. Notre principal résultat reste robuste à la prise en compte des conditions initiales (tableau 4).

Tableau 4 : Maturité des BC et performance : prise en compte des conditions initiales

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
PIB/tête constant en Parité des pouvoirs d'achats moyenne 1990 à 2016					
In_BC_Maturité	0.533*** (0.175)	0.324** (0.133)	0.255** (0.107)		0.318*** (0.094)
In_enr_prim	2.206*** (0.749)	2.043*** (0.532)	2.082*** (0.542)	2.950*** (0.790)	2.300*** (0.711)
In_Trade	0.550* (0.306)	0.618** (0.287)	0.529* (0.304)	0.392 (0.419)	0.495 (0.400)
In_FBCF	0.142 (0.434)	0.214 (0.403)	0.164 (0.375)	-0.324 (0.570)	-0.236 (0.590)
In_Pop	0.055 (0.098)	0.062 (0.077)	0.021 (0.073)	0.156 (0.102)	0.080 (0.094)
In_Natural_rents	-0.095 (0.078)	-0.114* (0.063)	-0.107 (0.066)	-0.291*** (0.105)	-0.255*** (0.089)
Inflation	-0.015 (0.039)	0.010 (0.033)	0.009 (0.031)	-0.027 (0.042)	-0.024 (0.038)
democ1	0.015 (0.014)				
democ00a		0.061** (0.024)			
cons00a			0.100** (0.037)		
BC_Indépendance				0.284 (0.402)	0.528 (0.408)
Constant	-4.182** (1.550)	-3.373*** (1.220)	-2.760** (1.262)	-3.089 (1.884)	-3.032* (1.693)
Observations	45	45	49	38	38
R-squared	0.60	0.67	0.64	0.65	0.72

Note : Les chiffres entre parenthèses donnent les écarts types corrigés de l'hétéroscédasticité. *** significatif à 1%, ** significatif à 5% et * significatif à 10%.

3.3.2. Effet de la maturité des BC sur les indicateurs monétaires.

Parmi les éventuels canaux de transmission (évoqués en section 1) par lesquels la maturité des BC affecte la performance économique, nous avons retenu le crédit au secteur privé (In_Crédit) et le volume de prêts non-performants (In_Prêt_Nperformant). Dans cette partie nous consolidons nos résultats en explorant d'autres variables de

performance macroéconomique. Nous introduisons également deux nouvelles variables relatives au développement financier : la masse monétaire (ln_M2) et les ressources du secteur financier (en % du PIB) – ln_total liabilities –

Les résultats obtenus confortent notre analyse initiale selon laquelle la maturité des BC affecte significativement les performances économiques.

Nous trouvons que la maturité des BC affecte directement le développement du secteur financier. Nous obtenons spécifiquement un effet positif de la maturité des BC sur le crédit au secteur privée. La logique est la suivante : plus une BC est mature et plus elle a la possibilité d'influencer les conditions d'octroi de crédit par les banques secondaires. De même, l'effet de la maturité des BC est négatif sur les prêts non performants, ce qui peut s'expliquer par le fait qu'une BC avec plus de maturité accompagne efficacement les banques secondaires dans la limitation des créances douteuses. Les signes des deux autres indicateurs du développement financier confirment l'argument selon lequel, la maturité de la BC est importante dans le processus d'innovation financière qui est en mesure d'affecter la performance économique.

Tableau 5: Effet de la maturité des BC sur la performance du secteur monétaire et financier

	(1)	(2)	(3)	(4)
	ln_Crédit	ln_Prêt_Nperformant	ln_Total_liabilities	ln_M2
ln_BC_Maturité	0.566*** (0.131)	-0.543*** (0.146)	2.268*** (0.486)	0.578*** (0.181)
Constante	1.101** (0.531)	3.705*** (0.563)	1.365 (1.951)	-0.729 (0.728)
Observations	88	54	85	83
R-squared	0.13	0.14	0.26	0.09

Note : Les chiffres entre parenthèses donnent les écarts types corrigés de l'hétéroscedasticité. *** significatif à 1%, ** significatif à 5% et * significatif à 10%.

Conclusion

Dans cet article nous avons testé l'effet de la maturité des BC définie comme la différence entre l'année contemporaine et l'année de création de la BC. En s'inspirant de la littérature sur l'effet de la maturité des firmes et des dirigeants sur la performance des entreprises, nous avons établi un lien solide entre la maturité de la BC et les performances macroéconomiques des pays. Plusieurs tests de robustesse ont été conduits dans le souci de prendre en compte l'ensemble des potentiels déterminants de la croissance et éviter un éventuel risque d'endogénéité dû à l'omission des variables. Notre principal résultat reste robuste à tous les tests de sensibilité prenant en compte les variables économiques, historiques, institutionnelles et socioculturelles.

De même, nous montrons que notre indicateur de maturité des BC agit sur les indicateurs de développement financier. Cet article contribue ainsi de manière innovante à la littérature sur le rôle des BC et de leurs effets et de leurs actions sur la performance économique et la stabilité financière.

Bibliographie

Acemoglu D., Johnson S. and Robinson J. (2001): "The Colonial Origins of Comparative Development: An Empirical Investigation", *American Economic Review*, Vol.91, N°4, pp.1369-1401.

Acemoglu D., Johnson S. and Robinson J. (2002): "Reversal of Fortune: Geography and Institutions in the Making of the Modern World Income Distribution", *Quarterly Journal of Economics*, Vol.118, N°4, pp.1231-94.

Acemoglu D. and Johnson S. (2005a): "Unbundling Institutions", *Journal of Political Economy*, Vol.113, N°5, pp. 949-995.

Acemoglu, D. and Robinson J. (2005b), *Economic Origins of Dictatorship and Democracy*, Columbia University Press, New York.

Acemoglu D., Moscona J. and Robinson J. (2016): "States capacity and American technology: Evidence from the 19TH Century", NBER Working paper, N°21932.

Aghion P., Bacchetta P. and Banerjee A. (2004): "financial development and the instability of open economies", NBER working paper N° 10246.

Alesina A., Devleeschauwer A., Easterly W., Kurlat S. and Wacziarg R. (2003): "Fractionalization", *Journal of Economic Growth*, Vol. 8, N°2, pp. 155-194.

Azariadis C. and Smith BD. (1996): "Private information, money, and growth: Indeterminacy, fluctuations, and the Mundell-Tobin effect", *Journal of Economic Growth*, 1996 – Springer.

Barro R. (1996) : "Determinants of economic Growth: A cross-country Empirical study", NBER working paper, N°5698, August.

Barro R. J. and McCleary R. (2003): "Religion and economic growth". National Bureau of Economic Research No. w9682.

Bencivenga V. and Smith B. D. (1991): "Financial intermediation and endogenous growth", *The Review of economic studies*, 58(2); pp. 195-209.

Bertocchi and Canova (2002) : "Did colonization matter for growth? An empirical exploration into the historical causes of Africa's underdevelopment", *European Economic Review*, 46 (2002) 1851 – 1871.

Bieling, G., Stock, R. M., and Dorozalla, F. (2015): "Coping with demographic change in job markets: How age diversity management contributes to organisational performance". *German Journal of Human Resource Management: Zeitschrift für Personalforschung*, 29(1), 5-30.

Bittencourt M., Gupta R., and Stander L. (2014): "Tax Evasion, Financial Development and Inflation: Theory and Empirical Evidence", *Journal of Banking & Finance*, 41 (avril): 194-208.

Bockstette V., Chanda A. et Putterman L. (2002): "State and markets: the early start", *Journal of Economic Growth*, 20: 347-369.

Boyd JH., Levine R. and Smith BD. (2000): "The Impact of Inflation on Financial Sector Performance", *Journal of monetary Economics*, 2001 – Elsevier.

Caporale G.M., Rault C., Sova R., Sova A. (2009) : "Financial Development and Economic Growth: Evidence from Ten New EU Members", DIWBerlin Discussion Paper 940.

Collier P. and Dollar D. (2001): "Can the World Cut Poverty in Half? How Policy Reform and Effective Aid Can Meet International Development Goals", *World Development*, Elsevier, vol. 29(11), pages 1787-1802, November.

Dollar D., Fisman R. and Gatti R. (2001): "Are women really the "fairer" sex? Corruption and women in government". *Journal of Economic Behavior & Organization*, Vol.46, N°4, pp. 423-429.

Dollar D. et Kraay A. (2003): "Institutions, Trade, and growth", *Journal of Monetary Economics*, 50 (2003) 133-162.

Easterly W. and Levine R. (1997): "Africa's Growth tragedy: Policies and Ethnic divisions", *The Quarterly Journal of Economics*, vol 112 N°4, 1203-1250.

Garnsey E. (1998): "A Theory of the Early Growth of the Firm", *Industrial and Corporate Change*, Volume 7, Number 3.

Greenwood, J. and Jovanovic, B. (1990) : "Financial development growth and the distribution of income", *The journal of political economy*, 98(5), pp 1076-1107.

Grier R. (1999): "Colonial legacies and economic growth", *Public Choice*, Mar 1999; 98, 3-4, ABI/INFORM Global pg. 317.

Kaufmann D. and Kraay A. (2002): "Growth Without Governance", *Economica*, Vol.3, N°1, pp. 169-215.

Mahoney P. (2001): "The Common Law and Economic Growth: Hayek Might Be Right", *Journal of Legal Studies*, Vol.30, N°2, pp.503-525.

Moore B. (1986): "How Credit Drives the Money Supply: The Significance of Institutional Developments", *Journal of Economic Issues*, Volume 20, 1986 - Issue 2.

Moral-Pajares E., Mozas-Moral, A., Bernal-Jurado E. and Medina-Viruel, M. J. (2015): "Efficiency and exports: Evidence from Southern European companies", *Journal of Business Research*, 68(7), 1506-1511.

North D. and Thomas R. (1973): "The Rise of the Western World: A New Economic", Harvard University Press.

Nunn N. (2008): "The Long-Term Effects Of Africa's Slave Trades", *The Quarterly Journal of Economics*, February 2008.

La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. and Vishny R. (1997) : "Legal Determinants of External Finance", *Journal of Finance*, Vol.52, N°3, pp.1131-1150.

La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. and Vishny R. (1998) : "Law and Finance", *The Journal of Political Economy*, Volume 106, Issue 6 (Dec., 1998), 1113-1155

La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. and Vishny R. (1999), "The quality of government", *Journal of Law Economics and Organization*, Vol.15, N°1, pp.222-279.

Levine R. (1997): "Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda", *Journal of Economic Literature*, Vol. 35, No. 2. (Jun., 1997), pp. 688-726.

Levine R. (2005): Finance and growth: Theory and evidence, in *Handbook of economic growth*.

Levine R., Loayza N. and Beck T. (2007): "Financial intermediation and growth: Causality and causes", *Journal of Monetary Economics*, 46 (2000) 31-77.

Loayza N. and Ranciere R. G. (2005): "Financial development, financial fragility and growth", IMF working paper N° 05/170.

Ongba L. D. (2015): "Why Do Some Oil-Producing Countries Succeed in Democracy While Others Fail?", *World Development*, Elsevier, vol. 76(C), pages 180-189.

Olsson O. (2009): "On the Democratic Legacy of Colonialism", *Journal of Comparative Economics*, Vol.37, N°4, pp.534-551.

Over, R. (1982): "Does research productivity decline with age?", *Higher Education*, 11(5), 511-520.

Rajan R. and Zingales L. (1998): "The Firm as a Dedicated Hierarchy", University of Chicago working paper, 1997.

Rodrik D. (2007): "How to Save Globalization from its Cheerleaders", CEPR Discussion Papers 6494.

Rodrik D. (2009): "Growth After the Crisis", CGD working paper N°65.

Sahay R., Čihák M., N'Diaye P., Barajas A., Bi R., Ayala D., Gao Y., Kyobe A., Nguyen L., Saborowski C., Svirydzenka K. and Yousefi S. (2015): "Rethinking Financial Deepening: Stability and Growth in Emerging Markets", IMF Staff discussion notes. Washington DC.

Sala-i-Martin, Casey B. M. and Gil R. (2004): "Do Democracies Have Different Public Policies than Nondemocracies?", *Journal of Economic Perspectives*, American Economic Association, vol. 18(1), pages 51-74, Winter.

Schneider M. and Tornell A. (2004): "Balance Sheet Effects, Bailout Guarantees and Financial Crises", *Review of economic studies*, 00, pp. 1-31.

Skirbekk V. (2004): "Age and individual productivity: A literature survey", Vienna yearbook of population research, 133-153.

Stutz M. and Williamson R. (2003): "Culture, openness and finance", Journal of Financial Economics, Volume 70, Issue 3, Pages 313-349.

Taylor, R. N. (1975): "Age and experience as determinants of managerial information processing and decision making performance", Academy of Management Journal, 18(1), 74-81.

Vassilakis S. (2008): "Learning by doing Lawrence", In: The New Palgrave Dictionary of Economics: Steven N. Durlauf and E (2 ed.). Blume: Palgrave Macmilla

Reinhart, C., and K. Rogoff, 2013, "Financial and Sovereign Debt Crises: Some Lessons Learned and Those Forgotten", IMF Working Paper No. WP/13/266.

Nakaso, H., 2013, "Financial Crises and Central Banks' 'Lender of Last Resort' function", Remarks at Executive Forum, World Bank, Washington DC, and April 22, 2013.

Humphrey, T.M., 1989, "Lender of Last Resort: The Concept in History", *FRB Richmond Economic Review*, March/April 1989, pp. 8-16.

Goodhart, C.A.E., 1999, "Myths about the Lender of Last Resort", Financial Markets Group, London School of Economics, Special Paper 120.

Freixas, X., C. Giannini, G. Hoggarth, and F. Soussa, 2000, "Lender of Last Resort: What Have We Learned Since Bagehot?", *Journal of Financial Services Research*.

Campbell, A., and R. Lastra, 2009, "Revisiting the Lender of Last Resort", *Banking & Finance Law Review 2008-2009*, Thomson Reuters Canada.

Bank for International Settlements, 2014, "Re-thinking the Lender of Last Resort", BIS Papers No. 79.

Levine, R., & Zervos, S. (1998). Stock markets, banks, and economic growth. *American Economic Review*, 88(3), 537-558.

Levine, R. (1998). The legal environment, banks, and long-run economic growth. *Journal of Money, Credit, and Banking*, 30, 688-726.