



RÉALISER LE POTENTIEL D'INVESTISSEMENTS RENTABLES EN AFRIQUE
Séminaire de haut niveau organisé par l'Institut du FMI en coopération avec l'Institut
multilatéral d'Afrique
TUNIS, TUNISIE, 28 FÉVRIER – 1ER MARS 2006

Les obstacles à l'investissement en Afrique : explication du paradoxe de Lucas

Peter J. Montiel
Williams College

Présenté au séminaire de haut niveau sur la réalisation du potentiel d'investissement rentable en Afrique
Organisé par l'Institut du FMI en coopération avec l'Institut multilatéral d'Afrique
Tunis, Tunisie, 28 février – 1er mars 2006

Les opinions exprimées dans ce document sont uniquement celles des auteurs. Le fait qu'elles soient reprises directement ou par hyperliens sur le site Internet du FMI n'implique en aucun cas que le FMI, le Conseil d'administration du FMI ou la direction du FMI les approuvent ou les partagent.

Les obstacles à l'investissement en Afrique : explication du paradoxe de Lucas

**Peter J. Montiel
Williams College**

Il y a plusieurs années, Robert Lucas a posé une question qui n'a cessé d'intriguer les économistes : pourquoi les capitaux des pays riches ne vont-ils pas s'investir dans les pays pauvres?¹ C'est une énigme, car par rapport à ce que l'on peut observer dans les pays riches, l'abondance de main-d'œuvre se conjugue avec la pénurie de capital dans les pays pauvres; de plus, suivant le modèle de croissance néoclassique bifactoriel standard, le produit marginal du capital devrait être plus élevé dans les pays pauvres. En pareil cas, la thèse habituelle de l'arbitrage suppose que les pays où le rendement est relativement élevé attirent les capitaux des pays où le rendement est relativement faible, autrement dit il devrait y avoir un mouvement des pays riches vers les pays pauvres. Pourtant, ce n'est pas ce que l'on a observé la plupart du temps — il semble même que ces flux sont moins fréquents en cette ère de prétendue mondialisation qu'ils ne l'étaient au tournant du 19^e siècle². C'est ce que l'on appelle le « paradoxe de Lucas ».

L'Afrique est l'exemple par excellence du paradoxe de Lucas. Non seulement on y trouve un nombre disproportionné de pays comptant parmi les plus pauvres de la planète, mais l'impact sur la productivité marginale du capital du ratio travail/capital élevé du continent devrait être amplifié par sa richesse en ressources naturelles.

Autrement dit, par rapport aux pays riches, les pays africains regorgent de main-d'œuvre et de ressources. Ces deux facteurs devraient contribuer à la vigueur relative du produit

¹ Lucas (1989).

² Lucas a fait remarquer que, compte tenu des écarts de rendement reflétés par les différences entre les dotations en facteurs, les pays pauvres devraient accueillir *tous* les nouveaux investissements. Pour une comparaison des flux de capitaux nets à la fin du 19^e siècle avec les flux actuels, voir Obstfeld et Taylor (2002). Ces derniers ont souligné que, si les flux de capitaux *bruts* ont été importants ces dernières années, les flux *nets*, mesurés par le solde extérieur courant, ont été faibles par rapport à ceux de la fin du 19^e siècle. Donc, au cours des dernières années, les flux de capitaux ont davantage contribué à la diversification qu'au financement du développement.

marginal du capital de l'Afrique, et, par conséquent, devraient en faire une destination particulièrement attrayante pour les capitaux internationaux.

Les pays en développement dans leur ensemble ont effectivement connu deux grands épisodes d'entrées de capitaux au cours des 30 dernières années, principalement durant les années 1974-81 et 1988-97. Ces épisodes ont une caractéristique commune : non seulement ont-ils été de courte durée et interrompus par une vague de crises financières qui ont secoué les pays en développement qui avaient accueilli des capitaux importants, mais les entrées de capitaux ont été fortement concentrées géographiquement, quelques pays en développement relativement avancés ayant été les principaux bénéficiaires, tant en chiffres absolus que par rapport à la taille de leur économie³. Durant ces deux épisodes, les pays africains ne comptaient pas parmi les principaux bénéficiaires des flux. Si l'on en juge par la mesure conceptuelle qui se rapproche le plus des prédictions du modèle néoclassique — la position globale nette — les entrées nettes de capitaux dont a bénéficié le continent africain sont, en moyenne, dérisoires par rapport à celles qu'ont reçues les autres parties du monde⁴.

Pourquoi les pays africains ont-ils été relativement incapables d'attirer des capitaux étrangers, allant ainsi à l'encontre du modèle néoclassique? De façon plus générale, quels sont les facteurs qui peuvent avoir dissuadé les résidents ou les étrangers d'investir sur ce continent? Le présent document se veut une réflexion sur ces questions plutôt qu'une tentative d'explication, car il vise à présenter un cadre conceptuel

³ Voir Banque mondiale (1997).

⁴ Donc, des 16 pays africains qui faisaient partie de l'échantillon de 76 pays d'une étude récente du FMI sur les effets de l'intégration financière (Prasad et al. (2003), 15 étaient considérés comme moins financièrement intégrés d'après leur position globale nette. L'Afrique du Sud constituait une exception.

permettant de réfléchir systématiquement aux explications possibles, et non pas à défendre une explication en particulier. Mon propos est de recenser une série d'obstacles éventuels à l'investissement étranger en Afrique et d'analyser leur plausibilité, et non de présenter des évaluations pointues des explications possibles.

Le document est structuré comme suit. Tout d'abord, à la section 1, je réexaminerai le fondement du modèle de croissance néoclassique, à savoir qu'il devrait y avoir des possibilités d'investissement offrant un rendement social élevé en Afrique. J'analyserai ensuite les facteurs structurels susceptibles de faire obstacle au financement de ces possibilités. La section 2 porte sur le rôle des frictions informationnelles, et les sections 3 et 4, sur les caractéristiques des emprunteurs potentiels sur le continent africain; à cet égard, j'établis une distinction entre les administrations publiques (section 3) et les entreprises privées (section 4). Étant donné que seuls les investissements des entreprises étrangères pourraient se substituer aux investissements des administrations publiques et des sociétés africaines, la section 5 analyse les facteurs qui pourraient faire obstacle aux flux d'investissement direct étranger en Afrique. Après avoir passé en revue ces facteurs structurels, je me pencherai sur le rôle à court terme des politiques macroéconomiques à la section 6. Les conclusions de l'étude sont présentées à la dernière section.

1. Existe-t-il des projets procurant un rendement social élevé en Afrique?

Comme nous l'avons vu ci-dessus, le paradigme du modèle de croissance néoclassique standard, qui se distingue par des fonctions de production agrégées néoclassiques qui sont uniformes à l'échelle internationale, donne à penser que les projets à rendement élevé sont légion en Afrique. Le fait que le continent est relativement peu doté en capital matériel et qu'il dispose d'une main-d'œuvre et de ressources naturelles relativement abondantes autorise à penser que le produit marginal de son capital matériel est élevé. Cependant, ce n'est pas forcément le cas, et ce, pour deux raisons :

- a. L'hypothèse du partage d'une technologie commune n'est peut-être pas appropriée. Dans la mesure où la technologie accessible aux entreprises africaines est moins productive que celle des pays créanciers, il se peut que le rendement des investissements en capital matériel en Afrique ne soit pas exceptionnellement élevé par rapport à celui obtenu dans ces pays.
- b. La main-d'œuvre et les ressources naturelles ne forment qu'un sous-ensemble des facteurs de production qui sont complémentaires au capital matériel. Eu égard aux autres facteurs de production complémentaires, une dotation relativement moins favorable pourrait également diminuer le rendement du capital matériel en Afrique. Au nombre de ces facteurs de production, mentionnons principalement le capital humain, les infrastructures et le capital « institutionnel ».

i. Technologie

Si la technologie est considérée comme une idée ou un projet, elle a manifestement la nature d'un bien public en cela qu'elle est non rivale. Cela pourrait indiquer que, dès son intégration au périmètre technologique mondial, l'idée nouvelle devrait être immédiatement accessible à tous, ce qui met en doute la thèse voulant que les entreprises d'Afrique soient technologiquement défavorisées du simple fait que, en général, la recherche-développement à l'origine des nouvelles technologies est effectuée sur un autre continent. Cependant, si elle peut être non rivale, la technologie n'est pas forcément non excluable, c'est-à-dire que les entreprises qui conçoivent les nouvelles technologies peuvent arriver à empêcher les autres entreprises de l'utiliser. En pareil cas, la plupart des nouvelles technologies seront la propriété d'entreprises non africaines, ayant la capacité de faire de la recherche-développement.

Cependant, dans un monde sans friction, l'excluabilité ne devrait pas, en soi, condamner les pays africains au retard technologique, car on peut s'attendre à ce que le marché incite les propriétaires des nouvelles technologies à les transférer en Afrique, si ce continent offre les coûts de production les plus bas. Les propriétaires peuvent procéder au transfert par une concession de licence aux entreprises africaines, ou tout simplement en installant leurs usines de production en Afrique. Malheureusement, cela risque de ne pas se produire pour plusieurs raisons.

Premièrement, il se peut que les nouvelles technologies servent principalement à fabriquer des produits destinés aux marchés des pays industrialisés. Si tel est le cas, les

coûts de transport peuvent inciter les entreprises à rapprocher les installations de production des marchés, même si les coûts de production sont plus bas en Afrique. Les déficiences des équipements portuaires et des infrastructures de transport intérieur pourraient faire grimper les coûts de transport au point qu'il ne serait pas rentable de fabriquer en Afrique les produits destinés aux marchés des pays industrialisés, surtout dans un pays enclavé.

Deuxièmement, même si les biens pouvaient être vendus en Afrique, les nouvelles technologies à haut rendement supposent parfois une production à grande échelle. En pareil cas, la petite taille des économies du continent, la persistance des barrières commerciales entre les pays africains, ainsi que les déficiences infrastructurelles mentionnées ci-dessus peuvent limiter l'envergure du marché, et ainsi faire obstacle à une production efficiente.

Troisièmement, l'adoption des nouvelles technologies en Afrique pourrait être entravée par la pénurie des facteurs de production qui en représentent une forte composante, plus précisément la main-d'œuvre spécialisée en haute technologie. Par exemple, au cours des dernières années, le préjugé favorable à l'aptitude à l'innovation technologique a été interprété comme étant la cause de la forte augmentation des primes de compétence et de la détérioration de la répartition des revenus aux États-Unis. Toutefois, on a également attribué à ces mêmes progrès technologiques l'accroissement rapide de la productivité totale des facteurs enregistrée dans ce pays durant la dernière décennie. En Afrique, la rareté de la main-d'œuvre possédant les compétences requises

aurait un effet dissuasif sur l'adoption de ces technologies, ce qui la priverait des gains de productivité qui en découlent.

Bref, même si les nouvelles technologies plus productives sont non rivales — en fait, même si, en soi, elles sont non excluables — le coût du transport, la petite taille des économies et l'offre restreinte de compétences technologiques peuvent conjointement entraver l'adoption de ces technologies sur le continent. Puisque cela signifie que la productivité des techniques de production actuellement employées en Afrique ne serait pas accrue par ces technologies, les fonctions de production globale auraient tendance à être moins productives que dans les pays où les nouvelles technologies ont été adoptées. Par conséquent, il ne serait pas exagéré de penser que les écarts technologiques pourraient contribuer à expliquer pourquoi le rendement des investissements en capital matériel en Afrique est inférieur à ce que prévoit le modèle de croissance néoclassique simple.

ii. Dotations

Cependant, même si les fonctions de production globale des pays africains étaient identiques à celles des pays riches, le fait que le continent est relativement bien doté en ressources humaines et naturelles ne garantit pas forcément un rendement exceptionnellement élevé des investissements en capital matériel. Cela s'explique par le fait que d'autres facteurs jouent un rôle. En effet, le capital humain (la santé et le niveau d'éducation de la main-d'œuvre), le capital public (les infrastructures), ainsi que ce qu'on pourrait appeler le capital « institutionnel », qui englobe l'appareil de gouvernance dans

son ensemble, sont susceptibles d'influer sur le rendement des investissements en capital matériel.

Ainsi qu'il en a été fait mention précédemment, la dotation en compétences d'un pays peut contribuer dans une large mesure à sa capacité d'adapter et de mettre en œuvre des technologies nouvelles plus productives. Toutefois, la productivité du capital dans le cadre de l'utilisation des technologies existantes peut également dépendre des compétences de la main-d'œuvre au sens large, c'est-à-dire non seulement l'alphabétisation et les autres aspects de l'éducation, mais également l'expérience industrielle. La formation continue « sur le tas » permet d'acquérir les compétences nécessaires à l'utilisation du capital matériel ainsi que la discipline industrielle en général qui influence des facteurs tels que l'efficacité du travail d'équipe, le roulement du personnel, l'absentéisme, la ponctualité et les autres aspects du rendement au travail. En effet, on a mentionné que la formation continue et l'expérience industrielle comptaient parmi les fondements du paradigme du « vol des oies sauvages ». Formulé pour expliquer l'industrialisation de l'Est asiatique, ce paradigme suppose que la complexité de la production industrielle évolue progressivement à mesure que la main-d'œuvre du pays acquiert de l'expérience et, par conséquent, des compétences⁵.

Outre la formation structurée et l'expérience de la main-d'œuvre, la santé a également un impact sur la productivité du capital. Des travailleurs en bonne santé sont évidemment plus productifs; il en va de même des travailleurs qui ne sont pas obligés de partager leur temps entre leur lieu de travail et la maison pour s'occuper de parents

⁵ Voir Rowthorn (1996).

malades. De plus, certaines maladies telles que le VIH-SIDA, qui a une incidence disproportionnée sur la mortalité des travailleurs durant leurs années les plus productives, peuvent également avoir des effets défavorables sur la composition démographique de la population active⁶.

Sous forme d'infrastructures, le capital public peut également avoir un impact important sur la productivité du capital matériel. On peut notamment penser au rôle de services tels que le transport, l'électricité et la sécurité dans la production et la commercialisation de biens. Si le secteur public n'assure pas ces services ou si la prestation est coûteuse ou incertaine, les entreprises doivent prendre la relève. Les ressources qu'elles doivent employer afin d'assurer elles-mêmes les services dont elles ont besoin constituent une taxe sur le rendement du capital; il s'ensuit que ce rendement n'est pas aussi élevé qu'il le devrait.

Enfin, il en va de même de la gouvernance. Si la structure institutionnelle régissant l'exécution des droits de propriété et des contrats commerciaux et le cadre juridique de l'activité économique en général est déficiente, ou si la corruption est répandue, non seulement il en coûte davantage pour faire des affaires, mais les risques inhérents aux investissements en capital sont plus grands. Ces deux effets diminuent le rendement du capital corrigé en fonction des risques.

⁶ Pour une estimation de l'impact du VIH sur la productivité de la population active du Kenya, voir Thirumurthy et coll. (2006).

En définitive, il ne suffit pas à un pays d'être bien doté en ressources humaines et naturelles pour que le rendement des investissements en capital matériel y soit élevé. Étant donné que l'Afrique n'est peut-être pas aussi riche en capital humain, en capital public et en capital institutionnel qu'en ressources humaines et en ressources naturelles, les possibilités d'investissement en capital matériel susceptibles de produire un rendement social élevé pourraient être moins nombreuses que ne le laisse entendre le modèle de croissance néoclassique simple. Les lacunes observées à cet égard pourraient être des obstacles à l'investissement en Afrique et, éventuellement, expliquer pourquoi le paradoxe de Lucas s'applique à ce continent.

Cependant, une autre interprétation de l'analyse est possible. Elle donne à penser que les investissements en capital matériel en Afrique ont tendance à produire un rendement inférieur à ce que prévoit le modèle néoclassique simple, *dans la mesure où les dotations en capital humain, en capital public et en capital institutionnel sont relativement favorables*. Si les investissements en capital matériel affluent là où le rendement potentiel est maximisé, alors l'analyse semble indiquer que les investissements dans les types de capital qui font actuellement défaut en Afrique, c'est-à-dire les investissements en capital humain, en capital public et en capital institutionnel, peuvent procurer un rendement social très élevé, car si l'on peut combler les lacunes de ces types de capital, le capital matériel suivra. En d'autres termes, l'analyse laisse entendre que si les administrations publiques africaines peuvent allier une main-d'œuvre qualifiée en bonne santé, des infrastructures de qualité et une bonne gouvernance, les marchés fourniront le capital matériel qui permettra de rehausser le niveau de vie.

Mais est-ce forcément le cas? Par exemple, si les investissements dans ces types de capital sont susceptibles de procurer un rendement social aussi élevé, alors pourquoi n'ont-ils pas été financés par l'épargne privée, intérieure et extérieure? Je tenterai de répondre à cette question dans les deux prochaines sections.

2. L'imperfection de l'information, un obstacle à l'investissement

Le paradigme du modèle de croissance néoclassique simple, le fondement du paradoxe de Lucas, présume non seulement une technologie internationale commune et une fonction de production globale constituée d'un ensemble de facteurs relativement limité, mais également une absence de frictions informationnelles pouvant faire obstacle à l'investissement. Cependant, l'asymétrie de l'information, alliée au comportement opportuniste, est réputée pour entraver considérablement l'exécution des opérations financières en faisant grimper leur coût⁷. En effet, la théorie moderne de l'intermédiation financière repose en grande partie sur le rôle de ces frictions. Donc, même si des projets d'investissement procurant un rendement social élevé tels que ceux que nous avons décrits à la dernière section peuvent être réalisés en Afrique, il convient d'éliminer les frictions informationnelles pour les financer. En clair, il ne suffit pas qu'il y ait des possibilités d'investissement socialement productives sur le continent. Il est également nécessaire que les créanciers extérieurs éventuels en soient informés⁸.

⁷ Ces questions sont approfondies à la section 4.

⁸ J'ai sciemment employé le terme « nécessaire » dans ce contexte. Il ne suffit pas qu'il existe des possibilités pour que l'investissement se concrétise en Afrique, comme nous le verrons dans les prochaines sections.

Le rôle des frictions informationnelles reçoit depuis quelque temps beaucoup d'attention dans les études sur les flux de capitaux internationaux. Dans deux importantes études empiriques, Portes et Rey (voir Portes, Rey, et Oh (2001), et Portes et Rey (2005)) ont soutenu que ces frictions sont les principales variables explicatives de la distribution géographique des flux d'investissements transfrontaliers, par exemple. Ils sont arrivés à la conclusion que les variables informationnelles expliquent dans une large mesure la variance de la répartition de ces flux : les pays qui laissent circuler l'information librement obtiennent des flux plus importants que ceux qui sont relativement plus opaques. Ils établissent un lien entre la disponibilité de l'information et des variables telles que le volume des communications téléphoniques entre le pays d'origine et le pays bénéficiaire et la présence de banques multinationales dans le pays bénéficiaire.

Les frictions informationnelles occupent également une place de choix dans les études sur la préférence nationale dans la répartition des portefeuilles financiers, ainsi que dans l'analyse du comportement moutonnier et de la contagion sur les marchés de capitaux internationaux. L'asymétrie de l'information a été citée comme explication possible de la tendance des investisseurs à placer dans les titres nationaux une proportion beaucoup plus grande de leurs actifs que ce que prévoit la théorie standard du portefeuille. On a également regardé du côté des coûts d'information pour expliquer pourquoi les investisseurs ayant un portefeuille de titres étrangers très diversifié ont tendance à réagir avec vigueur aux « nouvelles » qui ont la forme de rumeurs courant sur les marchés (Calvo et Mendoza (1996)), et pourquoi les investisseurs moins bien

informés imitent parfois servilement les personnes qui, à leur avis, peuvent mieux anticiper les rendements éventuels dans les pays emprunteurs, ce qui se traduit par la diffusion d'information en cascade et un comportement moutonnier.

Enfin, les frictions informationnelles peuvent nous aider à comprendre pourquoi les banques ont tendance à avoir une préférence régionale lorsqu'elles octroient des prêts à des clients étrangers — par exemple les opérations de prêt internationales des banques américaines sont concentrées en Amérique latine, et celles des banques japonaises, en Asie de l'Est et du Sud-est (Kaminsky et Reinhart (2000)). De par leur nature même, les banques en sont venues à assurer des services d'intermédiation financière sur la base d'informations imparfaites, et la préférence régionale qu'elles affichent dans leurs activités de prêt internationales donne à penser que la géographie et les affinités culturelles jouent un rôle important dans la transmission des renseignements nécessaires à l'exécution de ces opérations.

Il ressort de ces observations que les coûts d'information peuvent constituer un obstacle à part entière à l'investissement en Afrique. Les frictions informationnelles peuvent être particulièrement marquées sur ce continent en raison de la distance, de l'isolement et de la pauvreté. Les effets de la distance et de l'isolement sont évidents. La pauvreté est source de méconnaissance, étant donné que les Africains sont moins en mesure de quitter leurs frontières, que les étrangers ont tendance à se rendre moins souvent en Afrique et que les infrastructures de communications sont moins efficaces. Par exemple, l'octroi de prêts à forte intensité informationnelle par les banques et la

préférence régionale observée dans leurs activités de prêt internationales nous amèneraient à penser que les banques européennes exercent une présence massive en Afrique. Les coûts d'information élevés associés à ce continent constituent un facteur expliquant pourquoi traditionnellement, les banques européennes n'ont pas manifesté une préférence régionale dans leurs opérations de prêt de la même façon que les banques américaines et japonaises, et ont pourquoi la préférence régionale a commencé à jouer ces dernières années au profit des emprunteurs des économies en transition d'Europe de l'Est et d'Asie centrale, et au détriment des pays africains.

3. Les administrations publiques africaines dans le rôle de l'emprunteur

Il n'en demeure pas moins que les frictions informationnelles ne sont qu'une explication parmi d'autres — pas nécessairement la plus convaincante — de la difficulté d'assurer le financement des projets offrant un rendement social élevé en Afrique. Même si de tels projets existent en Afrique et si les frictions informationnelles peuvent être éliminées, il n'est pas certain que l'investissement privé y ait l'importance prévue par le modèle de croissance néoclassique simple. Cela s'explique par le fait que c'est non pas la perspective de projets procurant un rendement social élevé, mais plutôt l'existence de projets qui s'annoncent très rentables pour les créanciers qui permet d'attirer des capitaux privés. Ce sont là deux choses différentes. La distinction repose sur les qualités de l'emprunteur. Nous analyserons cette question dans la présente section et la suivante, qui sont respectivement consacrées aux administrations publiques et aux entreprises privées africaines.

Il est intéressant de souligner que les secteurs où pourraient être réalisés des projets socialement très productifs dans le contexte africain (santé et éducation, infrastructures et gouvernance), qui ont été identifiés à la section 1, sont traditionnellement du ressort du secteur public. Par conséquent, est-ce que la concrétisation de ces possibilités exige que les prêts aux administrations publiques africaines destinés à assurer le financement des projets deviennent des investissements très rentables pour les créanciers? Malheureusement, la réponse à cette question est... pas forcément. Plusieurs conditions doivent être réunies afin que les projets à rendement social élevé soient très profitables pour les créanciers.

Premièrement, le secteur public doit avoir la capacité de réaliser le projet avec efficacité. Cette capacité est une composante de la « capacité d'absorption » de l'économie. À cet égard, une fonction publique compétente, honnête et hautement motivée est une exigence minimale. En raison de l'inefficience engendrée par le faible niveau de compétences des fonctionnaires, le maintien de postes inutiles motivé par des impératifs politiques et la corruption, il est très difficile pour le secteur public de mettre en œuvre ces projets tout en réalisant leur potentiel de rendement social élevé. Pour compenser la capacité d'exécution limitée du secteur public, on peut parfois faire appel au secteur privé, surtout dans les secteurs de la santé, de l'éducation et des infrastructures; cependant, en raison des problèmes liés à la relation mandant-mandataire que suppose cette forme de délégation, la participation du secteur privé n'est pas une panacée.

Deuxièmement, même si le secteur public peut réaliser efficacement le projet, il doit posséder la capacité de rembourser les emprunts contractés pour le financer s'il veut attirer des capitaux étrangers. Évidemment, le problème tient au fait que, directement ou indirectement, les projets à rendement social élevé n'assurent pas toujours un excellent rendement *financier*. Le rendement financier est produit directement lorsque le projet procure des recettes nettes au secteur public, et indirectement lorsqu'il se traduit par une augmentation des revenus dans l'économie et, par conséquent, des recettes publiques additionnelles sous forme d'impôts. Le financement de ces projets par le secteur privé suppose que l'administration publique peut rembourser ses emprunts, de sorte que lorsque le projet n'est pas autofinancé (c'est-à-dire lorsqu'il ne génère pas suffisamment de revenus directs pour assurer le service de l'emprunt contracté pour le financer), elle doit utiliser ses ressources budgétaires classiques.

Cette condition pose plusieurs problèmes dans le contexte africain. Premièrement, le budget de l'administration publique peut être vulnérable aux conflits civils pouvant éclater dans les pays voisins, aux catastrophes naturelles telles que les sécheresses, ainsi qu'aux perturbations des marchés mondiaux des marchandises (notamment celles causées par les politiques commerciales des pays industrialisés). Deuxièmement, les contraintes politico-économiques influant sur les dépenses et l'inefficience du régime fiscal se répercutant sur les recettes peuvent limiter la capacité d'emprunt de l'administration publique, même lorsque la conjoncture est normale, en laissant planer en permanence le spectre du déficit. Enfin, même s'il est en mesure de réaliser efficacement des projets à

rendement élevé et d'assurer le service des emprunts contractés à cette fin, le secteur public doit démontrer sa *volonté* de rembourser ses dettes pour obtenir du financement. Cela ne va pas de soi. Par exemple, l'instabilité politique peut amener les autorités budgétaires à s'en tenir à une optique à courte vue et ainsi à accorder plus d'importance aux avantages à court terme du non-remboursement qu'à ses coûts à long terme.

Tous ces facteurs engendrent un risque de souveraineté, qui peut représenter un obstacle important à la réalisation des projets à rendement social élevé pouvant principalement être mis en œuvre par les administrations publiques africaines. Reinhart, Rogoff et Savastano (2003) soutiennent que le risque de souveraineté explique le paradoxe de Lucas non seulement en Afrique, mais aussi dans les autres régions en développement. Le nombre relativement élevé de pays pauvres très endettés (PPTE) sur le continent semble indiquer que les problèmes de service de la dette du secteur public sont une réalité en Afrique, et peuvent même y constituer une entrave majeure à l'investissement.

Ces considérations donnent fortement à penser que, parmi les activités susmentionnées qui sont susceptibles de procurer un rendement élevé, les améliorations de la gouvernance, des procédures budgétaires et des systèmes de recettes pourraient être les plus payantes, car elles permettent d'attirer les ressources nécessaires à la réalisation d'autres investissements vitaux pour le secteur public.

4. Les entreprises privées africaines dans le rôle de l'emprunteur

Jusqu'à maintenant, j'ai soutenu que les investissements procurant un rendement social élevé en Afrique pourraient ne pas être aussi importants que ce que prévoit le modèle de croissance néoclassique simple en raison des technologies improductives et de l'insuffisance des dotations en certains facteurs, que les frictions informationnelles pourraient être une entrave particulièrement importante aux flux d'investissement, et que le financement privé pourrait faire défaut dans les projets d'investissement public prometteurs sur le plan social en raison des caractéristiques des administrations publiques africaines en tant qu'emprunteurs. Cependant, ces conditions ne sont évidemment pas généralisées sur le continent, et des possibilités d'investissement privé socialement productif s'offrent aux entreprises nationales dans les pays africains relativement mieux pourvus en capital humain, en capital public et en capital institutionnel. Dans ce contexte, quels sont les obstacles au financement?

Le nœud de la question est la relation entre les créanciers privés et les emprunteurs privés en Afrique. Les créanciers privés, intérieurs ou extérieurs, pourraient indirectement accorder du financement aux emprunteurs privés africains, en acquérant une créance sur les intermédiaires financiers locaux qui feraient crédit aux entreprises africaines. La plupart des obstacles à la circulation des capitaux entre les créanciers privés et les emprunteurs privés africains résident dans le processus d'intermédiation financière. Donc, pour analyser ces obstacles, il convient de prendre du recul et d'étudier le processus d'intermédiation financière dans son ensemble.

Dans un monde idéal correspondant au modèle d'Arrow-Debreu, l'intermédiation ne coûte rien et peut être confiée à des particuliers. Toutefois, dans un cadre plus réaliste — caractérisé par l'asymétrie de l'information échangée entre les emprunteurs et les prêteurs ainsi que par le comportement opportuniste des emprunteurs — la situation est toute autre : l'intermédiation financière, c'est-à-dire la transformation de l'épargne en investissement et la répartition des risques, suppose que des ressources sont utilisées; en ce sens, elle est une forme de production. Cette activité comporte plusieurs coûts :

a. Frais de courtage

Il s'agit des frais acquittés par l'emprunteur pour se trouver un prêteur et vice versa.

b. Frais d'évaluation de la demande de prêt

Ces frais sont liés au risque d'antisélection, qui oblige le prêteur à recueillir, à ses frais, de l'information sur les caractéristiques des emprunteurs. Plus l'emprunteur est « opaque », plus ces frais d'évaluation sont élevés. L'« opacité » varie non seulement en fonction des caractéristiques de l'emprunteur (c'est-à-dire le type d'activité économique et les antécédents de crédit), mais également du contexte de l'opération de crédit, par exemple les normes de comptabilité et de communication de l'information du pays.

c. Frais de délégation

Le risque moral associé à la relation mandant-mandataire entre le prêteur et l'emprunteur oblige le prêteur à prendre des mesures occasionnant des coûts importants (les frais de délégation) afin de protéger ses intérêts durant la durée du prêt. Il peut exiger des garanties afin d'atténuer ces frais.

c. Frais d'exécution des contrats

Enfin, puisque, en raison de son comportement opportuniste, l'emprunteur ne s'autodiscipline pas, le prêteur peut être obligé de recourir à la justice pour faire exécuter le contrat de prêt, ce qui occasionne des frais.

Tous ces frais d'intermédiation, que l'on désigne sous le nom de prime de financement externe⁹, diminuent le rendement brut obtenu par le prêteur en échange de l'utilisation de ses fonds. Lorsque cette prime est élevée, le rendement brut du prêteur doit être excellent afin de compenser ces frais. Cela a pour effet de déplacer vers la gauche la courbe d'offre de capitaux aux emprunteurs privés. Cela se traduit par un coût élevé du financement externe, ce qui freine les mouvements de fonds vers les entreprises privées et, par conséquent, réduit le niveau global de l'investissement.

⁹ Dans ce contexte, le terme « externe » signifie que le financement n'est pas assuré au moyen des ressources propres de l'entreprise.

Les intermédiaires financiers représentent la réaction du marché à cette situation. Ce sont essentiellement des agents spécialisés qui, en réalisant des économies d'échelle et de gamme, peuvent réduire les frais d'intermédiation financière. Les banques, par exemple, émettent des titres liquides attrayants (sécurité et rendement) afin de financer des prêts à forte intensité informationnelle. Leurs principales activités consistent à trouver des emprunteurs potentiels, à recueillir de l'information sur eux, à assurer le suivi des prêts qu'elles leur octroient et à assurer l'exécution des contrats de prêt. Ce faisant, les banques augmentent l'efficacité de l'intermédiation et réduisent ainsi la prime de financement externe. Cependant, c'est dans le segment des prêts à court terme qui représentent une faible proportion de leur portefeuille qu'elles jouent mieux leur rôle. Dans le cas des prêts plus importants à plus long terme, les marchés des valeurs (actions et obligations) peuvent être mieux en mesure de réduire la prime de financement externe si le contexte se prête à leur développement.

Ainsi, l'efficacité de l'intermédiation financière — et, par conséquent, l'importance de la prime de financement externe — dépend des caractéristiques du contexte économique influant sur l'ampleur des coûts décrits ci-dessus, ainsi que de l'efficacité des institutions financières créées par le marché en réaction à ces coûts. Ces deux facteurs sont sensibles aux politiques publiques, qui peuvent être classées en trois catégories : les politiques habilitantes, les politiques visant à développer l'infrastructure des marchés financiers, et les politiques destinées à régler les problèmes spécifiques du secteur financier.

Les politiques habilitantes visent à améliorer le cadre opérationnel des intermédiaires financiers, sans nécessairement cibler le secteur financier. Cela comprend les politiques qui facilitent la collecte de renseignements et l'exécution des contrats, ainsi que les politiques qui réduisent les risques et la capacité des institutions financières d'en assurer le suivi. Mentionnons également une fiscalité qui évite la surimposition des intermédiaires financiers ou de leurs clients de manière à ne pas handicaper le secteur financier. Les politiques habilitantes ont à la fois une dimension institutionnelle et une dimension macroéconomique. La dimension institutionnelle renvoie à la réduction des coûts d'information et d'exécution des contrats au moyen d'un cadre juridique approprié, ce qui comprend l'établissement des droits de propriété, la mise en œuvre de normes adéquates de comptabilité et de communication de l'information, l'adoption de lois sur les sociétés et l'insolvabilité qui protégeront respectivement les actionnaires et les créanciers, de même qu'un système judiciaire efficient permettant de faire exécuter les contrats et de punir la fraude. La deuxième dimension, la qualité de la gestion macroéconomique, influe sur le degré d'incertitude qui caractérise le contexte économique intérieur et, par conséquent, sur l'importance des coûts d'évaluation des emprunteurs et de suivi des prêts.

Les politiques volontaristes qui ciblent le secteur financier ont trait à la mise en place d'un cadre de réglementation et de surveillance qui favorise la concurrence (en empêchant la collusion) et qui empêche la prise de risque excessif lié à l'aléa moral. Cela comprend la mise en œuvre des normes d'agrément des banques et des règles prudentielles, le développement de l'infrastructure des marchés de capitaux (obligations

et actions) et l'application d'une politique antitrust dans le secteur bancaire et le secteur des valeurs mobilières.

Enfin, il convient d'adopter des politiques afin de régler les problèmes particuliers auxquels le secteur financier est vulnérable, surtout les crises bancaires. Lorsqu'une telle crise éclate, la perturbation du crédit bancaire touche l'économie réelle de plusieurs façons. Dans le but de prévenir les crises bancaires, les administrations publiques ont mis en place divers dispositifs de sécurité financière, par exemple la création d'un prêteur de dernier recours et d'un régime d'assurance-dépôts. Le prêteur de dernier recours met les banques à l'abri du risque de liquidité, et le régime d'assurance-dépôts offre une protection générale en cas de crise de liquidité.

Par conséquent, le bon fonctionnement du système financier, qui se traduit par une faible prime de financement extérieur, repose sur des critères assez stricts. Malheureusement, nombre de pays africains ont eu du mal à les respecter. En général, sur le continent africain, le secteur financier formel est dominé par quelques banques commerciales, et les intermédiaires non bancaires sont peu nombreux et de petite taille. Il existe des bourses dans certains pays, mais elles ne représentent pas une part importante du financement des entreprises privées. Dans le segment des services bancaires aux entreprises, les dépôts ont tendance à être concentrés dans quelques grandes banques, et il n'est pas rare que les principales banques du pays appartiennent à l'État. La réglementation n'est pas toujours au point et est parfois fractionnée, les banques et les autres institutions financières étant assujetties à des règles très différentes. Le crédit

dirigé est répandu, et les portefeuilles de prêts des banques sont souvent de piètre qualité. Dans certains pays, les banques semblent détenir des réserves excédentaires considérables.

Il s'ensuit que la plupart des pays africains n'ont pas un système financier bien développé pouvant jouer un rôle d'intermédiaire efficace entre, d'une part, les créanciers privés intérieurs ou extérieurs, et d'autre part, les entreprises privées nationales, ce qui se traduit par une importante prime de financement externe. Par conséquent, le coût élevé de l'intermédiation financière en Afrique pourrait fortement entraver le financement par le secteur privé des projets d'investissement des entreprises privées du pays.

5. Investissement direct étranger

Cependant, une prime de financement externe élevée n'est pas forcément un obstacle insurmontable au financement de l'investissement réel en Afrique, car les flux de capitaux nécessaires peuvent prendre la forme de l'investissement direct étranger (IDE). Pour les entreprises étrangères originaires d'un pays où la prime de financement externe est faible ou qui ont accès à leurs fonds autogénérés, l'inefficience du système financier intérieur ne constitue pas une entrave au financement au même titre que pour les entreprises africaines. En effet, l'inefficience du système financier des pays en développement contribue à expliquer pourquoi les entrées de capitaux massives que ces pays ont connues durant la période 1974-81 consistaient principalement en prêts accordés par des consortiums bancaires à des États souverains et en IDE, alors que

l'investissement de portefeuille n'a été important que dans le deuxième épisode d'entrées de capitaux, soit la période 1988-97. Cette deuxième vague coïncide avec la réalisation de réformes financières dans plusieurs pays en développement, qui sont alors devenus, d'une façon disproportionnée, les bénéficiaires de ces flux de portefeuille. Au cours des dernières années, le développement du secteur financier n'ayant pas suivi l'accroissement de la stabilité macroéconomique dans de nombreux pays en développement, les flux d'IDE sont devenus la principale source de financement extérieur.

En suivant l'hypothèse de la dernière section, supposons que des projets privés susceptibles d'être socialement très rentables peuvent être réalisés en Afrique. En supposant également que les entreprises africaines peuvent avoir du mal à financer ces projets en raison de l'état du système financier intérieur, qu'est-ce qui empêcherait les entreprises étrangères de concrétiser ces projets par des investissements directs (IDE)?

Le principal obstacle semble être la question de l'appropriabilité, c'est-à-dire la possibilité d'un écart important entre le rendement social et le rendement privé. À moins qu'elles ne s'attendent à s'approprier une part assez grande du rendement social généré par le projet d'investissement socialement productif, les entreprises étrangères pourraient juger le rendement privé insuffisant et renoncer à le réaliser. Même si le rendement privé s'annonce comme étant élevé, une forte dose d'incertitude entourant l'appropriabilité peut les dissuader d'investir.

Cette incertitude peut avoir de nombreuses causes. Par exemple, les lacunes du cadre institutionnel relativement à la primauté du droit, aux droits de propriété et à l'exécution des contrats peuvent laisser planer un doute sérieux sur l'appropriabilité du rendement des investissements privés. Évidemment, cela vaut pour les entreprises locales comme pour les entreprises étrangères. Cependant, l'économie politique du pays peut rendre les entreprises étrangères particulièrement vulnérables. Il existe des preuves substantielles de l'effet dissuasif que la qualité des institutions peut avoir sur les entrées de capitaux. Alfaro, Kalemli-Ozcan, et Volosovych (2005), par exemple, ont conclu que ce facteur était un déterminant clé des flux de capitaux. Pour évaluer la qualité des institutions, ils ont créé un indice composé de la sécurité politique ayant de nombreuses composantes : la stabilité des gouvernements, les conflits intérieurs et extérieurs, l'absence de corruption, l'existence d'un régime militaire, les tensions religieuses, l'ordre public, les tensions ethniques, la responsabilisation en démocratie et la qualité de l'appareil bureaucratique. Tous ces facteurs sont susceptibles d'influer sur l'appropriabilité. Wei (2000) et Wei et Wu (2002) ont constaté que la corruption réduit le volume d'IDE dans les pays en développement. De plus, la corruption, qui exerce une influence directe sur l'appropriabilité, a généralement un impact particulièrement marqué sur l'IDE, car le ratio prêts/IDE a tendance à être proportionnel à la corruption dans les pays en développement.

Pour un niveau donné de qualité institutionnelle, la fiscalité actuelle et future a également une incidence sur l'appropriabilité. Les impôts sur les bénéfices des sociétés multinationales et les autres impôts explicites ou implicites (tels que les restrictions au

rapatriement des bénéficiaires, la réglementation des pratiques d'embauche, etc.) augmentent l'écart entre le rendement social et le rendement privé de l'IDE. L'éventualité d'impôts très élevés pourrait être encore plus néfaste. Une telle perspective est possible dans un contexte de surendettement, lorsque l'État risque l'insolvabilité, à l'instar de nombreux pays africains classés parmi les PPT. En pareil cas, les entreprises étrangères entrevoient la possibilité qu'un jour le gouvernement augmente radicalement les impôts pour régler ses problèmes budgétaires. Ces changements de politique étant très incertains, leur effet dissuasif sur l'IDE est amplifié.

Enfin, il faut s'attendre à ce que la réglementation de l'État qui restreint l'éventail des activités des étrangers dans le pays ou qui multiplie les formalités administratives décourage l'IDE. En fait, une telle réglementation restreint les mouvements de capitaux en créant des obstacles que les entreprises étrangères doivent surmonter pour investir dans l'économie nationale. Ironiquement, le secteur financier est un des secteurs les plus touchés par ces restrictions, de nombreux pays africains ayant légiféré afin d'empêcher les banques étrangères de prendre pied sur leur marché. Compte tenu du rôle stratégique d'une intermédiation financière efficiente — en réduisant la prime de financement externe, elle rend les capitaux étrangers plus accessibles aux entreprises du pays — les obstacles à l'investissement extérieur créés par ces restrictions pourraient être beaucoup plus lourds de conséquences que leur impact sur l'IDE dans le secteur financier national.

5. Rôle des politiques macroéconomiques à court terme

Tous les facteurs susceptibles de faire obstacle au financement des investissements que nous avons analysés jusqu'à maintenant sont de nature structurelle, c'est-à-dire qu'ils sont liés aux caractéristiques à moyen et à long terme des économies. Cependant, il convient également de souligner que la gestion macroéconomique à court terme peut également avoir une grande incidence sur l'investissement, tant sur la volonté d'investir des entreprises que sur la disponibilité du financement. De nombreuses études traitent de cette question. Par exemple, dans une série d'études, Fischer (1991, 1993a et 1993b) a décrit les effets néfastes de l'instabilité macroéconomique sur la croissance, qui, entre autres, réduit l'investissement intérieur. Ainsi que Rodrik (1991) l'a démontré, cette diminution s'explique en partie par le repli de la demande d'investissement émanant des entreprises.

Si les données sur les effets de l'instabilité macroéconomique sur l'épargne intérieure sont ambiguës, il n'en va pas de même des données sur son impact sur la répartition de cette épargne entre l'investissement intérieur et l'investissement extérieur : l'instabilité macroéconomique est un important déterminant de l'exode des capitaux en ce sens que l'instabilité macroéconomique amène les épargnants à placer leurs avoirs à l'étranger (voir Collier, Hoeffler et Pattillo (1998)).

De même, cette instabilité entrave les entrées de capitaux. La dernière vague d'entrées de capitaux qu'ont connue les pays en développement a amené les économistes

à s'interroger quant à la durabilité de ces flux et, par conséquent, des facteurs qui en étaient la cause. Ces facteurs ont été classés en deux catégories : les facteurs de répulsion, qui sont liés aux faits survenus dans les pays créanciers (par exemple l'assouplissement de la politique monétaire) qui poussent les investisseurs à chercher à obtenir un meilleur rendement hors de leurs frontières, et les facteurs d'attraction, qui sont liés à une amélioration de la situation macroéconomique des pays bénéficiaires. Les auteurs ont conclu que, si les facteurs de répulsion peuvent avoir été dominants au début, la répartition géographique des entrées de capitaux dans un premier temps, et leur ampleur en chiffres absolus dans un deuxième temps, ont été fortement influencées par les facteurs d'attraction associés à l'amélioration de la conjoncture macroéconomique dans les pays en développement (voir, par exemple, Banque mondiale (1997)). Les recherches récentes avalisent ces conclusions. Alfaro, Kalemli-Ozcan et Volosovych (2005), par exemple, ont constaté que, même une fois que la qualité des institutions a été prise en compte, les politiques macroéconomiques ont un impact sur les flux de capitaux. Les distorsions macroéconomiques de même que l'instabilité macroéconomique à court terme peuvent avoir un effet dissuasif puissant sur les investisseurs étrangers.

Les pays africains n'ont pas été à l'abri des ratés macroéconomiques à court terme. Mentionnons les politiques macroéconomiques qui, en faisant alterner freinage et relance de l'expansion, ont été une source d'instabilité, ou qui ont manqué de ressort face aux chocs exogènes. Par exemple, les perturbations des prix des marchandises ont souvent déclenché des épisodes d'instabilité macroéconomique dans des pays aux exportations très spécialisées tels que le Nigeria (pétrole) et la Zambie (cuivre). De plus,

les distorsions sous forme de taux de change réels surévalués, de restrictions au commerce et/ou d'une lourde fiscalité différentielle que connaissent les économies africaines peuvent avoir dissuadé les entreprises étrangères de faire leur entrée dans le secteur des biens échangeables, où la production destinée aux marchés extérieurs peut être efficiente.

6. Résumé et conclusions

Le paradoxe de Lucas constitue un bon point de départ pour expliquer pourquoi l'Afrique a relativement eu du mal à attirer des capitaux afin de financer les investissements. Le présent document soutient que les explications ne manquent pas. En effet, les chercheurs comme les décideurs du continent sont mis à l'épreuve par le trop large éventail de possibilités à cet égard.

Une série d'explications repose sur la thèse voulant que les projets d'investissement procurant un rendement économique élevé ne sont pas aussi nombreux en Afrique que ce que semble laisser supposer le paradigme de croissance néoclassique simple. Il se pourrait que, pour diverses raisons, les fonctions de production globale soient caractérisées par une plus faible productivité sur le continent africain que dans les pays créanciers. Une thèse différente ou complémentaire consiste à généraliser la fonction de production globale de manière à inclure le capital humain, le capital public et le capital institutionnel. Eu égard à ces facteurs, des dotations inadéquates pourraient également expliquer pourquoi le produit marginal du capital est moindre en Afrique. Ces

effets soulèvent des questions quant à l'abondance des possibilités d'investissement procurant un rendement économique élevé en Afrique à l'heure actuelle. Dans la mesure où ils diminuent le produit marginal du capital sur ce continent, ces facteurs entraveraient les flux d'arbitrage que laisse présager la théorie néoclassique de la croissance la plus simple.

Une deuxième série d'explications ne tranche pas la question de l'existence de ces possibilités, et soutient que si même si elles sont une réalité, les flux de capitaux destinés à les financer seraient généralement freinés par divers facteurs : les frictions informationnelles, la mauvaise santé financière de l'État, le sous-développement du secteur financier intérieur, ainsi que les problèmes liés à l'appropriabilité du rendement social par les entreprises privées. Tous ces facteurs sont « structurels », en cela qu'ils sont, non pas permanents, mais plutôt difficiles à modifier à court terme. À cela s'ajoute l'instabilité macroéconomique à court terme, qui, comme on a pu le constater en Afrique et ailleurs, est plus susceptible de changer à court terme.

Toutefois, la mobilité du capital laisse entrevoir une augmentation du niveau de vie sur le continent africain du fait que l'élimination des obstacles à l'investissement devrait assez rapidement se traduire par des entrées de capitaux destinées à financer des projets d'investissement rentables. Pour les décideurs, la difficulté est de déterminer comment on peut faire disparaître ces obstacles. Compte tenu des ressources limitées, ils doivent de toute urgence établir des priorités, c'est-à-dire déterminer sur quels obstacles

parmi ceux que nous avons identifiés ci-dessus les Africains et la communauté internationale doivent se concentrer le plus.

Bien que ces questions débordent du cadre du présent document, je crois que l'on peut difficilement réfuter la thèse voulant que, dans l'optique du mieux-être humain à court terme, l'amélioration de la santé et la réduction des conflits civils sont susceptibles d'avoir les plus importantes retombées directes en Afrique, en plus d'avoir les retombées indirectes décrites dans le présent document en attirant davantage de capitaux pour financer l'investissement sur le continent africain. Toutefois, d'un point de vue purement instrumental — c'est-à-dire la suppression des obstacles à l'investissement en Afrique — il semble que la réforme devrait principalement être axée sur la gouvernance dans le secteur public. Un cadre institutionnel approprié et un secteur public efficient sont essentiels pour attirer les ressources dont le continent a besoin pour réaliser les investissements en capital humain et en infrastructures, ainsi que pour éliminer les autres obstacles à l'investissement analysés dans le présent document. Malheureusement, il faudra vraisemblablement affecter des ressources pour concrétiser ces réformes, et les capitaux privés destinés à financer les activités qui permettront une amélioration de la gouvernance se feront sans doute attendre tant que la gouvernance fera défaut. La conclusion semble inéluctable : dans ce secteur crucial, la participation directe de la communauté officielle internationale sera indispensable.

Références

- Alfaro, Laura, Sebnem Kalemli-Ozcan, and Vadym Volosovych (2005), "Capital Flows in a Globalized World: The Role of Policies and Institutions," NBER Working Paper 11696 (October).
- Calvo, Guillermo, and Enrique Mendoza (1996), "Rational Herd Behavior and the Globalization of Securities Markets," mimeo (December).
- Collier, Paul, Anke Hoeffler, and Catherine Pattillo (1998), "Capital Flight as a Portfolio Choice," (World Bank, mimeo, August).
- Fischer, Stanley (1991), "Growth, Macroeconomics, and Development," mimeo, (February), published in O. Blanchard and S. Fischer, eds. *NBER Macroeconomics Annual 1991* (Cambridge MA: MIT Press).
- Fischer, Stanley (1993a), *Does Macroeconomic Policy Matter? Evidence from Developing Countries* International Center for Economic Growth *Occasional Paper 27* (1993).
- Fischer, Stanley (1993b), "The Role of Macroeconomic Factors in Growth," *Journal of Monetary Economics* pp. 485-512.
- Kaminsky, Graciela L. and Carmen M. Reinhart (2000), "The Center and the Periphery: Tales of Financial Turmoil," Paper resented at World Bank/IMF/ADB Conference International Financial Contagion: How It Spreads and How It Can Be Stopped, Washington, February 3-4, 2000.
- Lucas, Robert E. (1989), "On the Mechanics of Economic Development," *Journal of Monetary Economics* 22 (May), pp. 3-42.
- Obstfeld, Maurice, and Alan M. Taylor (2002), "Globalization and Capital Markets," NBER Working Paper number 8846 (March).
- Portes, Richard, Helene Rey, and Yonghyup Oh (2001), "Information and Capital Flows: the Determinants of Transactions in Financial Assets," *European Economic Review*, Vol. 46, pp. 783-796.
- Portes, Richard, and Helene Rey (2005), "The Determinants of Cross-Border Equity Flows," *Journal of International Economics* 65, pp. 269-296.
- Prasad, Eswar S., Kenneth Rogoff, Shang-Jin Wei, and M. Ayhan Kose (2003), *Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence*, International Monetary Fund, Occasional Paper 220 (March).
- Reinhart, Carmen, Kenneth Rogoff, and Miguel Savastano (2003), "Debt Intolerance," NBER Working Paper No. 9908 (August).

Rodrik, Dani (1991), "Policy Uncertainty and Private Investment in Developing Countries," *Journal of Development Economics*, pp. 229-242.

Rowthorn, Robert (1996), "East Asian Development: The Flying Geese Paradigm Reconsidered," UNCTAD Study No. 8.

Thirumurthy, Harsha, Joshua Graff Zivin, and Markus Goldstein (2006), "The Economic Impact of AIDS Treatment: Labor Supply in Western Kenya," Yale University, mimeo.

World Bank (1997), *The Road to Financial Integration: Private Capital Flows to Developing Countries* (Oxford).