

Une affaire de capitaux



La forte augmentation des flux d'investissements privés vers les pays à faible revenu est une réussite sans précédent dans le domaine du développement

Thomas Dorsey

LA PROGRESSION spectaculaire des flux de capitaux destinés aux pays à faible revenu (PFR) au cours des vingt-cinq dernières années constitue l'une des bonnes nouvelles du développement. Les flux de capitaux et les flux assimilés tels que les dons et les envois de fonds, qui peuvent se substituer aux flux de capitaux, ont atteint des niveaux historiques, sous l'impulsion d'une hausse massive des investissements directs étrangers (IDE) dans les économies des PFR.

Alors que les dons et prêts d'État à l'État n'ont augmenté qu'en proportion de la croissance du PIB des PFR, les flux de capitaux privés ont quadruplé par rapport au PIB des PFR depuis les années 80, et les investissements directs étrangers ont enregistré une croissance encore plus forte, contribuant à stimuler le développement. Cette hausse survient dans un contexte où les promesses d'accroissement massif de l'aide publique aux pays pauvres tardent à se concrétiser et où les objectifs du Millénaire pour le développement de l'ONU — qui consistent notamment à réduire la pauvreté et à améliorer les niveaux de vie — restent désespérément hors d'atteinte.

Les PFR constituent un groupe hétéroclite ayant peu de choses en commun, si ce n'est la modicité des revenus par habitant. L'Inde est le plus grand pays de ce groupe, avec plus d'un milliard d'habitants et un PIB de 772 milliards de dollars EU pour 2006. Elle est l'un des principaux pays émergents, avec le Brésil, la Russie et la Chine (acronyme : BRIC). La Dominique, avec quelque 70.000 habitants et un PIB de 0,02 milliard de dollars, est le plus petit membre du groupe. Il existe des PFR dans toutes les régions du monde : Afrique, Asie, Caraïbes, Europe de l'Est, Amérique latine et Pacifique Sud.

Les flux de capitaux destinés aux PFR sont un sujet mal compris et peu étudié. Jusqu'ici, l'attention a surtout porté sur les flux vers les grands pays émergents, situation en partie attribuable à la part relativement faible (de 5 % à 20 %) des PFR dans les flux au profit des pays en développement sous forme d'avoirs et d'engagements. En outre, les études consacrées aux PFR ont insisté sur la fuite de capitaux dans

ces pays et sur les flux officiels, avec un accent particulier sur la dette publique et les remises de dette publique.

Mais un nouveau document de travail du FMI tente de combler ce vide en analysant les tendances des flux de capitaux et des flux assimilés en direction des PFR (Dorsey *et al.*, 2008; voir encadré). Le présent article examine les facteurs qui expliquent cette évolution spectaculaire du financement des pays pauvres et les inconvénients de cette tendance.

Évaluation des nouveaux flux

Si les PFR étaient simplement des économies pauvres recevant relativement moins de capitaux que les autres pays en développement, l'absence de travaux consacrés spécifiquement aux

Explication des termes clés

- **Entrées de capitaux.** Variations nettes des engagements envers d'autres pays (exemple : investissements directs étrangers (IDE); flux de portefeuille tels que les actions ou les bons du Trésor; prêts).

- **Flux assimilés.** Ce terme générique utilisé dans cet article désigne les transferts courants (officiels et privés), les remises de dette et les autres transferts de capitaux dans le compte de capital.

D'autres flux de la balance des paiements peuvent être des substituts des entrées de capitaux, bien qu'ils ne donnent pas lieu à une cession d'actifs. L'aide extérieure (dons ou transferts officiels) et les remises de dette peuvent remplacer les prêts officiels (d'État à l'État); le recours aux réserves de change peut remplacer les nouveaux emprunts, et les transferts privés tels que les envois de fonds sont substituables à l'aide publique au développement dans certaines situations.

- **Sorties d'actifs.** L'évaluation des avantages et autres effets des entrées de capitaux et flux assimilés dépend en partie de l'utilisation de ces flux. Ceux-ci peuvent être consacrés aux exportations ou à l'acquisition d'avoirs extérieurs. L'étude met l'accent sur les variations des réserves internationales et l'accumulation d'autres actifs financiers. Les erreurs et omissions nettes, qui sont parfois considérées comme une variable de substitution des flux de capitaux déguisés ou non enregistrés, sont également considérées comme sorties d'actifs.



Assemblage de moteurs dans une usine vietnamienne financée en partie par des investissements étrangers.

PFR importerait peu. Mais, en réalité, la structure des capitaux destinés aux PFR est très différente de celle des capitaux destinés aux pays à revenu élevé. Les prêts publics et les dons extérieurs sont beaucoup plus importants dans les PFR que dans les pays à revenu élevé, tandis que les prêts bancaires et les ventes d'actions, d'obligations et d'autres titres sont moins importants dans les PFR que dans les pays émergents.

Pour les besoins de cette étude, nous avons défini les PFR comme étant les 78 pays admissibles à la facilité de crédit concessionnel du FMI — la facilité pour la réduction de la pauvreté et pour la croissance.

Nous avons constaté que les entrées de capitaux et de flux assimilés dans ce groupe de pays sont passées d'environ 4 % du PIB de ces pays dans les années 80 à plus de 10 % en 2006 (graphique 1) — une croissance tirée presque exclusivement par le secteur privé. De fait, les capitaux privés, tels que les IDE

et les envois de fonds, sont passés de la moitié environ du total des entrées au cours des années 80 pour en devenir la principale source dans la décennie en cours.

La hausse des flux accrue tient à l'amélioration des politiques économiques, à la libéralisation des échanges et du climat d'investissement, et à la stabilisation des résultats économiques de nombreux pays.

Certains pays pauvres, surtout d'Afrique, ont bénéficié des récentes remises de dette accordées par les créanciers officiels, notamment le FMI et la Banque mondiale. Et, malgré la disparité de ces pays, les nouveaux flux visent pour l'essentiel l'amélioration des soldes courants et n'entraînent pas l'accumulation de nouvelles dettes insoutenables.

Pour ce qui est des *flux officiels*, les dons et prêts d'État à État n'ont crû qu'au rythme du PIB des PFR, et leur part dans le total des apports a chuté constamment. Mais on note une tendance prononcée à la substitution des dons aux prêts (graphique 2). D'après la politique annoncée des bailleurs de fonds, les transferts officiels courants (dons) ont triplé, passant d'environ 0,5 % du PIB des PFR au début des années 80 à 1,3 % en 2006.

Ainsi, les prêts officiels aux PFR (nets des remises de dette) sont tombés de + 1,5 % du PIB des PFR dans les années 80 et 90 à environ - 0,2 % du PIB en 2006. Si les remises de dette ne sont pas déduites des variations des prêts officiels (autrement dit, si les remises de dette ne sont pas comptabilisées comme sorties de capitaux), les prêts officiels (mesurés en tant que variation des engagements envers les créanciers officiels) sont devenus négatifs en 2006.

S'agissant des *flux privés*, l'étude montre qu'ils ont plus que quadruplé depuis les années 80 (graphique 3). La caractéristique la plus frappante de cette évolution des flux de capitaux vers les PFR est que les IDE ont plus que décuplé en pourcentage du PIB des PFR entre 1980 et 2006. Les IDE ne représentaient en moyenne que 0,2 % du PIB de ces pays au début des années 80, mais ils n'ont cessé d'augmenter, dépassant 3 % du PIB en 2006.

La croissance des envois de fonds et d'autres transferts privés courants n'est guère moins remarquable. Cette catégorie a plus que triplé en pourcentage du PIB des PFR depuis les années 80, passant de 1,1 % au début des années 80 à 3,6 % du PIB en 2006. Les flux privés autres que les IDE et les transferts privés ont représenté

en moyenne seulement ½ % du PIB des PFR dans les années 80 et 90, mais ont dépassé 1 % du PIB entre 2003 et 2006.

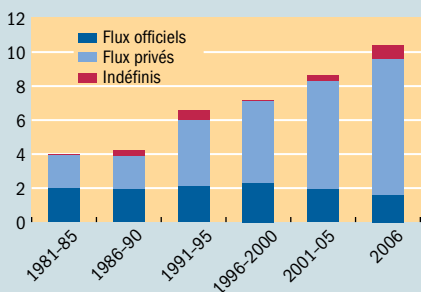
Parallèlement à l'afflux de capitaux, les PFR ont accumulé des réserves officielles (graphique 4). Le stock de réserves des PFR est passé de 3,1 mois d'importations de biens et services en 1995 à 6,5 mois en 2006. Cette auto-assurance peut avoir contribué au recul de l'emprunt, la hausse des réserves permettant aux PFR de renoncer au crédit en cas de choc pour effectuer des ponctions sur les réserves.

Graphique 1

Une cascade de capitaux

Les entrées de capitaux, surtout privés, dans les pays pauvres sont en forte hausse.

(pourcentage du PIB des PFR)



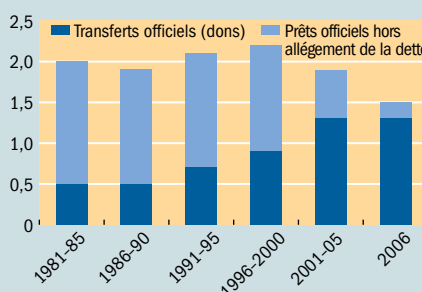
Source : FMI, base de données des *Perspectives de l'économie mondiale*.

Graphique 2

Des promesses non tenues

La hausse promise de l'aide officielle ne s'est pas matérialisée, mais les dons remplacent les prêts.

(pourcentage du PIB des PFR)



Source : FMI, base de données des *Perspectives de l'économie mondiale*.

L'Afrique n'est pas en reste

Ces résultats sont-ils l'apanage de l'Inde et des autres PFR d'Asie? En d'autres termes, ces résultats s'appliquent-ils aussi à l'Afrique? Question pertinente, compte tenu de la grande diversité des PFR et du fait que les différences de régions, de taille et d'autres facteurs peuvent influencer sur l'analyse et les résultats économiques. Le PIB de l'Inde représente environ la moitié de celui des PFR, tandis que les PFR d'Afrique et ceux d'Asie du Sud et de l'Est représentent chacun environ le cinquième du PIB des PFR. Les PFR de toutes les autres régions (Caraïbes, Caucase, Europe du Sud-Est, Asie centrale, Amérique latine, Moyen-Orient et îles du Pacifique) constituent les 7 % restants.

De fait, les flux de capitaux privés sont en hausse et les flux de capitaux officiels relativement stables dans les trois grandes régions. Les flux privés ont augmenté fortement en Afrique, en Inde, et dans des proportions largement similaires dans d'autres PFR d'Asie du Sud et de l'Est, passant de 1 % à 3 % du PIB dans les années 80 à au moins 6 % et jusqu'à 10 % en 2006.

Il existe des différences entre les régions quant à la structure des flux privés. Les IDE sont la principale source de capitaux dans les PFR d'Afrique, mais les transferts privés sont plus élevés dans les PFR d'Asie du Sud et de l'Est, notamment en Inde. Toutefois, les deux composantes sont en forte hausse dans les trois régions.

Initialement, les flux officiels ont été variables dans les trois régions — systématiquement plus élevés dans les PFR d'Afrique que dans ceux d'Asie du Sud et de l'Est et très faibles en Inde. Les niveaux des flux privés vers les PFR d'Afrique ont convergé vers ceux des PFR d'Asie ces dernières années, ce qui laisse croire que les obstacles à l'investissement observés en Afrique au cours des décennies précédentes s'amenuisent.

La hausse des flux de capitaux est généralisée dans d'autres aspects de la diversité des PFR. Par exemple, l'essor des flux de capitaux privés est plus ou moins identique dans les pays miniers et riches en pétrole et dans les pays non miniers. Les pays miniers et pétroliers reçoivent plus d'IDE, tandis que les pays non miniers obtiennent plus d'envois de fonds et autres transferts privés (Dorsey *et al.*, 2008). La hausse des entrées de capitaux privés et les tendances globalement parallèles des autres aspects de cette évolution s'appliquent à l'ensemble des

PFR ayant des antécédents différents en matière d'endettement et de remise de dette.

D'autres facteurs

Les raisons de cette évolution radicale sont variées. Les privatisations ou l'ouverture des économies aux prises de participation étrangères dans des entreprises existantes peut créer des possibilités ponctuelles d'IDE. De plus, certains PFR qui avaient même imposé des restrictions aux investissements nouveaux d'entreprises étrangères seraient désormais plus ouverts. Ces mesures sont difficiles à quantifier, mais une tendance à la libéralisation semble se dessiner ces dernières années (Reddy, 2007).

L'amélioration du climat général d'investissement et notamment des politiques commerciales et relatives à la facilitation et aux coûts de création et d'exploitation des entreprises y contribuent également (Busse and Groizard, 2006; Bénassy-Quéré, Coupet, and Mayer, 2007; Naudé and Krugell, 2007). À l'instar de la réglementation directe des IDE, on note dans les PFR une tendance à la libéralisation des échanges et du climat des affaires qui coïncide avec la croissance des IDE.

Des facteurs plus généraux peuvent aussi stimuler l'investissement dans les PFR. L'inflation ainsi que les soldes budgétaire et extérieur des PFR se sont améliorés ces dix dernières années (Selassie *et al.*, 2006), ce qui a renforcé le climat d'investissement. D'autres facteurs tels que la stabilité politique sont plus difficiles à quantifier, mais ont assurément contribué à la hausse des IDE dans les pays où les conditions se sont améliorées.

L'évolution de la situation économique dans le reste du monde peut avoir également contribué à l'essor des IDE. La baisse du retour sur investissement dans les pays avancés et émergents a entraîné la recherche de placements plus rentables, notamment sur des marchés inexplorés de PFR. En outre, l'expansion rapide des actifs des fonds souverains a dynamisé la recherche de nouvelles possibilités d'investissement sur des marchés sous-exploités comme les PFR.

Les envois de fonds sont étroitement liés à l'émigration, mais les politiques comptent aussi. Les faibles coûts des transactions (Suro *et al.*, 2002; Fajnzylber and Lopez, 2007) et l'absence de restrictions de change, les primes de change sur le marché noir, et les environnements macroéconomiques instables (FMI, 2005)

ont été associés à la hausse des envois de fonds. Mais ces études sont principalement inspirées de l'expérience des émigrés originaires de pays à revenu intermédiaire et d'autres études s'imposent pour évaluer l'applicabilité de ces études aux PFR.

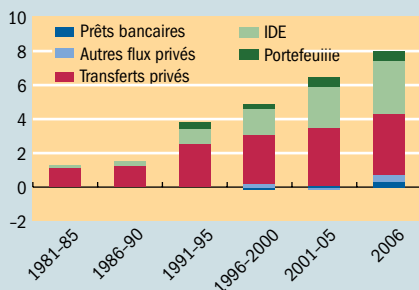
Au demeurant, il existe un large consensus sur le fait que les envois de fonds sont moins volatils que d'autres flux de capitaux privés et officiels (Buch and Kuckulenz, 2004) et que les envois de fonds tendent à évoluer de façon anticyclique avec le revenu du pays bénéficiaire (Chami, Fullenkamp, and Jahjah, 2005).

Graphique 3

L'IDE en tête

L'investissement direct étranger se classe en tête des flux de capitaux privés.

(pourcentage du PIB des PFR)



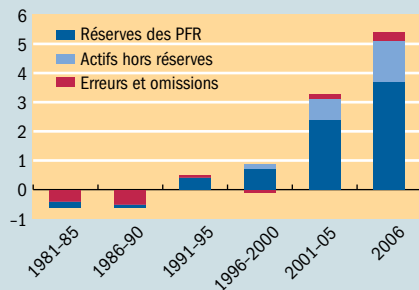
Source : FMI, base de données des Perspectives de l'économie mondiale.

Graphique 4

Protection contre les chocs

Les pays pauvres sont en train d'accumuler un volant de réserves.

(pourcentage du PIB des PFR)



Source : FMI, base de données des Perspectives de l'économie mondiale.

Implications

Les pouvoirs publics doivent-ils se soucier de l'ampleur de ces flux? Après tout, des apports de capitaux élevés ou en hausse suscitent souvent des inquiétudes concernant le financement de déficits courants insoutenables ou la vulnérabilité accrue des pays à des crises financières. On peut se poser les questions suivantes :

- Les entrées de capitaux servent-elles à financer un déficit courant substantiel ou croissant?
- Créent-elles une accumulation de dette potentiellement insoutenable?
- Dans quelle mesure les pays en épargnent-ils une partie sous forme de réserves de change?

D'après chacun de ces critères, les flux de capitaux et les flux assimilés vers les PFR semblent inoffensifs. Le déficit global du compte courant de ces pays est tombé d'environ 3 % du PIB au milieu des années 90 à un quasi équilibre en 2006. Et l'accumulation des réserves de change est passée d'un niveau proche de zéro à la fin des années 90 à des entrées en hausse constante, qui ont atteint 4 % du PIB par an en 2006, constituant ainsi une assurance contre des chocs exogènes ou un ralentissement des flux. Seule une partie des entrées a généré des dettes parce qu'elle est constituée principalement d'IDE sous forme de prises de participation et de transferts. De plus, il existe peu de signes de sorties compensatoires hors réserves (des fuites de capitaux par exemple). Toutefois, les tendances et leurs implications doivent être interprétées avec prudence compte tenu des sérieux problèmes relatifs aux données sur les PFR. Il a fallu utiliser les estimations des services du FMI lorsque les données nationales n'étaient pas disponibles en raison de retards ou d'écarts considérables.

Par conséquent, les tendances des flux de capitaux et des flux assimilés vers les PFR semblent ne pas comporter de risque majeur, mais ils posent de nouveaux défis aux dirigeants.

Premièrement, **le passage du financement officiel au financement privé implique que les autorités des PFR jouent un rôle moins direct lorsqu'il s'agit de déterminer l'usage des financements extérieurs**. En raison de la plus grande stabilité de ces flux de capitaux privés, et du fait que le passage aux flux privés

pourrait renforcer un secteur privé jusqu'alors sous-développé dans les PFR, on peut conclure qu'il s'agit d'une évolution positive. Étant donné la prédominance des flux privés, les décisions épargne/investissement et celles relatives à l'utilisation de ces flux sont prises actuellement par le secteur privé, et l'emprise du gouvernement sur ces flux diminue.

Deuxièmement, la hausse des entrées de capitaux privés implique un financement plus stable et diversifié pour les PFR. Mais **les flux privés peuvent progressivement devenir les principales sources de vulnérabilité externe des PFR**, car ils pourraient s'inverser de façon non maîtrisée par les autorités. Il se peut que les autorités doivent réviser leurs politiques pour répondre aux inquiétudes concernant la viabilité, l'impact sur les prix relatifs et la compétitivité, les politiques d'accompagnement et les réformes institutionnelles.

Toutefois, il est difficile pour les autorités des PFR d'adapter leurs réponses aux variations des flux de capitaux privés étant donné qu'ils ne peuvent les contrôler. Les lacunes des données nationales de la balance des paiements peuvent saper les fondements des décisions économiques des PFR. En raison du manque de données à jour dans les PFR, la prise de décisions se fait sans doute à l'aveuglette. Il est donc dans l'intérêt des autorités de ces pays d'améliorer les données de balance des paiements, en privilégiant ces sources de capitaux privés en croissance rapide.

Troisièmement, malgré l'incertitude des données, **la politique du secteur extérieur des PFR doit être axée sur des mesures concernant les nouveaux apports**. Une gestion rigoureuse de la dette et de bonnes relations avec les bailleurs de fonds contribuent largement à attirer et à gérer les prêts officiels. Toutefois, il est probable que le maintien d'un environnement macroéconomique stable, d'un climat des affaires favorable et de mécanismes efficaces de transferts internationaux par les ménages revêtent une importance accrue pour les entrées de capitaux privés. ■

Thomas Dorsey est Chef de division au Département de l'élaboration et de l'évaluation des politiques du FMI.

Bibliographie :

Bénassy-Quéré, Agnes, Maylis Coupet, and Thierry Mayer, 2007, "Institutional Determinants of Foreign Direct Investment," *World Economy*, Vol. 30, Issue 5, p. 764–82.

Buch, Claudia, and Anja Kuckulenz, 2004, Worker Remittances and Capital Flows to Developing Countries, *Discussion Paper 04-31* (Mannheim: Center for European Economic Research).

Busse, Matthias, and José Luis Groizard, 2006, "Foreign Direct Investment, Regulations, and Growth," *World Bank Policy Research Working Paper 3882* (Washington).

Chami, Ralph, Connell Fullenkamp, and Samir Jahjah, 2005, "Are Immigrant Remittance Flows a Source of Capital for Development?" IMF Staff Papers, *International Monetary Fund*, Vol. 52 (April), p. 55–81.

Dorsey, Thomas, Helaway Tadesse, Sukhwinder Singh, and Zuzana Brixiova, 2008, "The Landscape of Capital Flows to Low-Income Countries," IMF Working Paper 08/51 (Washington: International Monetary Fund).

Fajnzylber, Pablo, and J. Humberto Lopez, eds., 2007, *Closer to Home* (Washington: World Bank).

Fonds monétaire international (FMI), 2005, édition d'avril des Perspectives de l'économie mondiale, (Washington).

Naudé, W.A., and W.F. Krugell, 2007, "Investigating Geography and Institutions as Determinants of Foreign Direct Investment in Africa Using Panel Data," *Applied Economics*, Vol. 39, p. 1223–33.

Reddy, Yaga Venugopal, 2007, "Point of View: Converting a Tiger," *Finance & Development*, Vol. 44 (March), p. 20–23.

Selassie, Abebe Aemro, Benedict Clements, Shamsuddin Tareq, Jan Kees Martijn, and Gabriel di Bella, 2006, Designing Monetary and Fiscal Policy in Low-Income Countries, *IMF Occasional Paper 250* (Washington: International Monetary Fund).

Suro, Roberto, Sergio Bendixen, B. Lindsay Lowell, and Dulce C. Benavides, 2002, Billions in Motion: Latino Immigrants, Remittances, and Banking (Washington: Pew Hispanic Center and Multilateral Investment Fund).

United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD), 2005, Economic Development in Africa: Rethinking the Role of Foreign Direct Investment (Geneva).