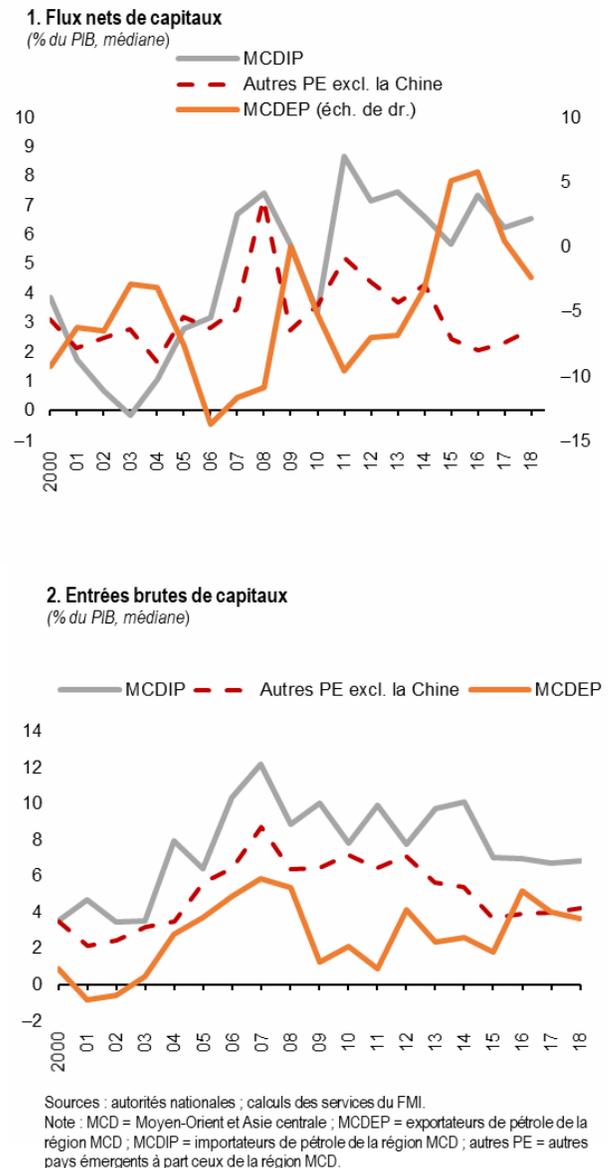


4. Flux de capitaux vers les régions MOANAP et CAC : possibilités et risques*

Les flux de capitaux vers les pays du Moyen-Orient et de l'Asie centrale ont fait preuve de résilience, même dans un contexte de resserrement des conditions financières mondiales en 2014–16. Ces flux ont permis de financer les déficits courants et budgétaires, ce qui a favorisé des ajustements plus graduels. Avec l'intégration croissante de la région dans les marchés financiers mondiaux, les flux d'investissements de portefeuille et les flux bancaires ont presque doublé au cours des 10 dernières années. Cependant, l'investissement direct étranger (IDE) a presque diminué de moitié, preuve d'un affaiblissement des paramètres fondamentaux. Les pouvoirs publics doivent tirer profit des entrées de capitaux tout en atténuant les risques découlant de la volatilité des marchés financiers mondiaux, en particulier du sentiment de risque auquel la région est deux fois plus sensible que les autres pays émergents. À cet effet, il convient de raviver l'investissement direct étranger en assouplissant les restrictions et en promouvant la stabilité macroéconomique à court terme, puis en stimulant la croissance potentielle à moyen terme. En vue de maîtriser les risques liés à la volatilité des flux de capitaux, il convient d'assurer la viabilité des finances publiques, d'utiliser les outils macroprudentiels et, le cas échéant, d'assouplir davantage les taux de change. Il demeure prioritaire d'étoffer et de développer les marchés financiers intérieurs, notamment en renforçant les cadres juridiques.

Graphique 4.1.
Flux de capitaux



*Rédigé par Sergejs Saksonovs et Ling Zhu, avec l'assistance d'Oluremi Akin-Olugbade.

La modification de la nature des flux de capitaux impose une réaction des politiques publiques

Les flux de capitaux nets médians des pays de la région Moyen-Orient, Afrique du Nord, Afghanistan et Pakistan (MOANAP) et de la région Caucase et Asie centrale (CAC) ont augmenté depuis la crise financière mondiale. En général, les pays exportateurs de pétrole acquièrent des avoirs extérieurs, ce qui se traduit par des sorties nettes (graphique 4.1, encadré 4.1). Ce n'est qu'en 2015–17 que les exportateurs médians de pétrole ont enregistré des entrées nettes de capitaux, parce qu'ils avaient ralenti l'accumulation d'avoirs extérieurs et attiré des entrées de capitaux pour financer les déficits budgétaires. Grâce à la résilience des entrées de capitaux dans les pays importateurs de pétrole, les flux nets de capitaux restent positifs et augmentent constamment en pourcentage du PIB, comparativement à ceux d'autres pays émergents¹.

Les entrées brutes de capitaux dans les régions MOANAP et CAC ont diminué au lendemain de la crise financière mondiale, comme dans d'autres pays émergents, même si elles étaient moins volatiles pendant la période de resserrement des conditions financières mondiales (FMI 2016a)². Ce repli a été plus marqué dans les pays exportateurs de pétrole, en raison de la diminution des flux bancaires et de l'investissement direct étranger, qui sont passés d'une moyenne de 3,8 % du PIB en 2003–08 à

une moyenne de 2,6 % du PIB depuis 2012. Le déclin a été beaucoup moins prononcé dans les pays importateurs de pétrole (de 8,3 à 7,9 % du PIB) que dans les pays exportateurs de pétrole et d'autres pays émergents.

Les entrées brutes de capitaux se répartissent équitablement entre les importateurs et les exportateurs de pétrole et sont relativement concentrées. Dans les deux régions, plus de la moitié de l'ensemble des flux se déroule dans les trois principaux pays³. La composition des entrées de capitaux a évolué (graphique 4.2) : l'investissement direct étranger a chuté, tandis que les entrées de portefeuille et autres (notamment bancaires) ont augmenté. Cinq pays (le Liban, le Maroc, le Pakistan, le Qatar et l'Arabie Saoudite) ont reçu près de deux tiers de ces entrées de portefeuille et entrées bancaires en hausse⁴.

Les entrées de capitaux peuvent financer l'investissement et favoriser la croissance, mais elles comportent également des risques pour la stabilité financière et macroéconomique (FMI, 2012). Le présent chapitre met l'accent sur les entrées de capitaux dans la région et cherche à répondre à deux questions :

- *Comment la région peut-elle attirer des entrées de capitaux plus stables et propices à la croissance ?*
- *Que faire pour atténuer les risques liés à la volatilité des entrées de capitaux ?*

¹ Les « entrées de capitaux » renvoient à la souscription nette d'engagements extérieurs. Les « sorties de capitaux » renvoient à l'acquisition nette d'avoirs extérieurs. Ces deux éléments peuvent être négatifs lorsque le remboursement des engagements dépasse leur souscription ou les ventes d'avoirs extérieurs dépassent leur acquisition.

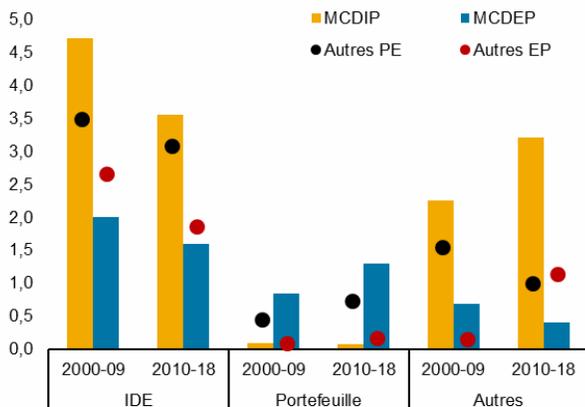
² Le présent chapitre exclut Djibouti, la Libye, la Somalie, la Syrie et le Tadjikistan de l'analyse, en raison du manque de données sur les entrées de capitaux.

³ Les exportateurs de pétrole en question sont le Kazakhstan, l'Arabie Saoudite et les Émirats arabes unis ; les importateurs de pétrole sont l'Égypte, le Liban et le Maroc.

⁴ Les autres entrées de capitaux sont désormais appelées flux bancaires, car il est probable que les dépôts des non-résidents dans les banques nationales et les prêts des banques étrangères aux entreprises nationales soient les plus considérables. Toutefois, l'emprunt souverain et le crédit fournisseur direct pourraient également jouer un rôle.

Graphique 4.2

Composition des entrées
(% du PIB, moyenne de la médiane dans le temps)



Sources : autorités nationales ; calculs des services du FMI.
Note : IDE = investissement direct étranger ; MCDEP = pays exportateurs de pétrole du Moyen-Orient et de l'Asie centrale ; MCDIP = pays importateurs de pétrole du Moyen-Orient et de l'Asie centrale ; autres PE = autres pays émergents ; autres EP = autres exportateurs de pétrole.

Le déclin de l'IDE est compensé par une hausse des flux de portefeuille et des flux bancaires

À l'échelle mondiale, l'investissement direct étranger se contracte en raison de la baisse des rendements et de politiques d'investissement moins favorables⁵. Cependant, les pays des régions MOANAP et CAC (surtout les exportateurs de pétrole, où le repli est plus marqué) sont plus durement touchés, en raison de la faiblesse des perspectives de croissance et des tensions géopolitiques dans la région.

Le graphique 4.2 montre que la baisse de l'investissement direct étranger a été compensée par la hausse des entrées de portefeuille (pour les exportateurs de pétrole) et des flux bancaires

⁵D'après un rapport de la CNUCED (2019), en 2018, quelque 55 pays ont adopté au moins 112 mesures préjudiciables à l'investissement étranger. Plus d'un tiers de ces mesures (les plus nombreuses en vingt ans) instaurent de nouvelles restrictions ou règles. L'encadré 1.4 (FMI, 2019a) examine le rôle éventuel des multinationales dans l'évolution de l'IDE.

⁶De façon plus générale, les entrées de portefeuille ont également augmenté dans d'autres pays émergents, sous l'effet des politiques monétaires non conventionnelles des pays avancés.

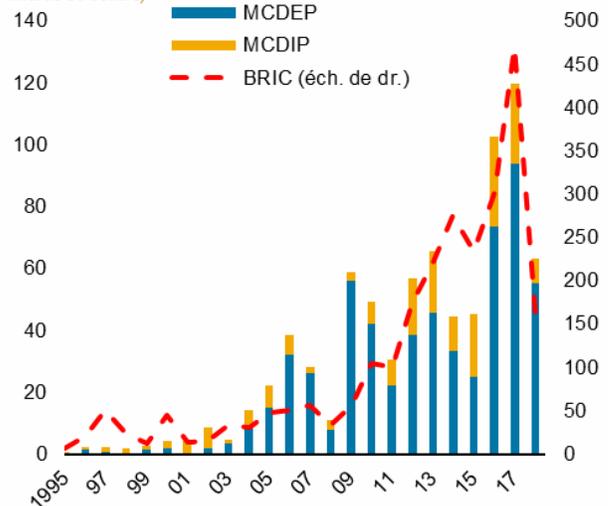
(pour les importateurs de pétrole)⁶. Une part considérable de ces entrées (au moins un tiers en 2018) était destinée au secteur officiel, contribuant à financer des déficits budgétaires non seulement dans des pays importateurs de pétrole (Égypte, Liban et Pakistan), mais aussi dans des pays exportateurs de pétrole (Bahreïn et Oman)⁷.

Entre 2016 et 2018, les entrées de portefeuille dans les régions MOANAP et CAC ont atteint leur plus haut niveau. Elles constituaient environ 20 % du total des entrées de portefeuille vers les pays émergents, contre 5 % seulement avant la crise financière mondiale⁸. Pendant cette période, l'ensemble des entrées de portefeuille a atteint 164 milliards de dollars, dont près de trois quarts étaient répartis entre l'Égypte, Oman, le Qatar et

Graphique 4.3.

Total des émissions de dette

(milliards de dollars)



Source : Bloomberg Finance L.P.

Note : BRIC = Brésil, Russie, Inde et Chine ; MCDEP = pays exportateurs de pétrole du Moyen-Orient et de l'Asie centrale ; MCDIP = pays importateurs de pétrole du Moyen-Orient et de l'Asie centrale.

⁷D'après les déclarations nettes de transactions du compte financier dans la balance des paiements du secteur public.

⁸Même si des données détaillées ne sont généralement pas disponibles sur la région, les entrées se composent probablement de dettes pour l'essentiel.

l'Arabie Saoudite. Les flux du secteur officiel étaient majoritaires en Égypte et à Oman.

La région a bénéficié d'une incertitude mondiale modérée (mesurée par l'indice de volatilité du Chicago Board Options Exchange), l'un des principaux déterminants des entrées de portefeuille dans la région (encadré 4.2), ce qui a contrebalancé des conditions financières plus restrictive. Dans l'ensemble, ces conditions favorables ont aussi facilité l'émission de dette publique, une source importante d'entrées de portefeuille, surtout par les pays exportateurs de pétrole, où elles ont atteint un pic en 2017 (graphique 4.3). Parmi les pays émergents, les pays exportateurs de pétrole ont été les principaux émetteurs d'euro-obligations : de 2018 au premier semestre de 2019, ils ont emprunté près de 74 milliards de dollars (environ 25 % du total des émissions brutes au cours de cette période, d'après les analystes de marché).

Les flux bancaires en proportion du PIB restent plus élevés vers les pays importateurs de pétrole que vers d'autres pays émergents, preuve que les banques dominent les marchés financiers locaux. Ces entrées bancaires considérables sont associées à une hausse de la détention de titres publics par les banques locales des pays importateurs de pétrole.

La contraction des flux bancaires vers les pays exportateurs de pétrole s'explique en grande partie par des sorties nettes de capitaux des pays en proie à des sanctions ou à un conflit (Iran et Yémen). Il ressort des enquêtes qu'environ un tiers des banques de la région a subi un recul des relations de correspondant bancaire (du fait de la réduction des risques), dans un contexte d'intensification de la lutte contre le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme (LBC/FT). Toutefois, l'effet cumulé sur les flux bancaires semble avoir été négligeable, puisque la plupart des banques ont trouvé d'autres

solutions, à savoir principalement ouvrir des comptes de remplacement ou augmenter le volume de transactions des comptes restants (Fonds monétaire arabe, FMI et Banque mondiale, 2019).

Les entrées de capitaux ont répondu à des besoins plus élevés de financement du compte courant et du budget

Les soldes des transactions courantes se sont détériorés particulièrement vivement dans les pays importateurs de pétrole, le déficit médian ayant augmenté de 4,4 points du PIB en 2010–2018, par rapport à 2000–09, en raison de la baisse de l'épargne et de la hausse de l'investissement. Les soldes budgétaires se sont également détériorés, particulièrement dans les pays exportateurs de pétrole ; en 2009–18, après la crise, le solde médian s'est mué en un déficit de 0,1 % du PIB, en raison de la baisse des cours du pétrole depuis 2014 et de la hausse des dépenses publiques.

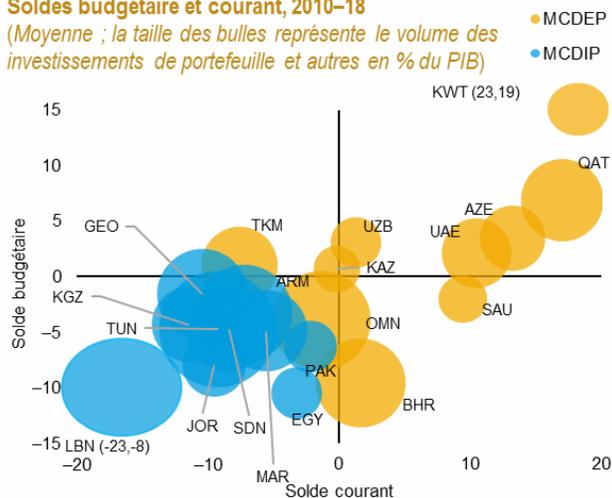
Les entrées de capitaux se sont révélées essentielles pour répondre aux besoins de financement du budget et de la balance des paiements dans les pays ne disposant pas d'amortisseurs considérables. Par exemple, les entrées de portefeuille ont contribué à financer les déficits en Égypte après la libéralisation du taux de change. Les pays exportateurs de pétrole en ont aussi tiré parti. C'est notamment le cas du Bahreïn et d'Oman, où ces entrées ont permis de financer des besoins substantiels de financement de l'État pendant que les mesures de rééquilibrage budgétaire étaient en cours d'exécution (graphique 4.4). Sans ces entrées, il

aurait fallu puiser davantage dans les réserves ou procéder à des ajustements plus brusques pour atténuer les déséquilibres.

Graphique 4.4

Soldes budgétaire et courant, 2010–18

(Moyenne ; la taille des bulles représente le volume des investissements de portefeuille et autres en % du PIB)



Sources : autorités nationales ; calculs des services du FMI.

Note : MCDEP = pays exportateurs de pétrole du Moyen-Orient et de l'Asie centrale ; MCDIP = pays importateurs de pétrole du Moyen-Orient et de l'Asie centrale. Les abréviations des pays correspondent aux codes pays de l'Organisation internationale de normalisation (ISO).

Dans les pays disposant de coussins considérables, les entrées de capitaux ont permis de financer les déficits de manière économique. Ces pays (Qatar, Arabie saoudite et Émirats arabes unis) ont pu emprunter sur les marchés financiers internationaux à des taux relativement faibles, sans recourir à la liquidation des avoirs extérieurs, dont le rendement aurait été plus élevé que le coût de l'emprunt.

La dépendance à l'égard des entrées bancaires et de portefeuille comporte des risques

Les entrées de capitaux dans un pays peuvent procurer de grands avantages, notamment en favorisant le lissage de la consommation et la diversification des risques et en finançant l'investissement (FMI, 2016b). La variation de la composition des entrées de capitaux est digne

d'intérêt parce que les entrées d'investissement direct étranger contribuent davantage à la croissance que les entrées de portefeuille (Baharumshah, Slesman et Devadason, 2017).

La hausse des entrées de portefeuille et des entrées bancaires expose également les pays bénéficiaires à des risques, car ces entrées peuvent être plus volatiles que l'investissement direct étranger (Eichengreen, Gupta et Masetti, 2016) et peuvent s'arrêter brusquement. Cela est important pour une région où les entrées de portefeuille sont presque deux fois plus sensibles à des changements liés à l'incertitude que d'autres pays émergents, parce que l'État et les entreprises sont moins transparents (encadré 4.2).

L'augmentation des flux bancaires et de portefeuille a contribué à une hausse de la dette extérieure privée et publique dans la région. Pour les pays exportateurs de pétrole, la dette extérieure privée moyenne pondérée par le PIB a augmenté de 8,4 % du PIB au cours des quatre dernières années⁹. Cela tient à une augmentation de la dette bancaire au Qatar (pour compenser la diminution des dépôts du secteur public) et en Arabie Saoudite. La dette publique a augmenté plus rapidement encore dans les pays importateurs de pétrole, principalement en Égypte, au Liban et en Jordanie.

Par ailleurs, le pourcentage d'endettement extérieur à court terme a augmenté dans certains pays au cours des quatre dernières années (atteignant 83 % au Liban, 77 % en Algérie et 62 % au Qatar), ce qui traduit une vulnérabilité éventuellement plus grande.

Cette hausse de l'endettement est relativement coûteuse. Les écarts de rendement des obligations souveraines de la région MOANAP

⁹Même si la position des avoirs extérieurs nets de l'État (et de l'ensemble de l'économie) est positive, la dette du

secteur privé peut entraîner une vulnérabilité, en particulier dans un contexte d'asymétrie des devises.

tendent à être plus considérables que ceux d'autres pays émergents ayant des notes comparables, ce qui résulte probablement d'une dette élevée (Liban) et des épisodes d'instabilité géopolitique (graphique 4.5).

Comme le souligne la rubrique « Évolution de l'économie mondiale », les perspectives mondiales font état d'un ralentissement de la croissance et d'une montée de l'incertitude, notamment du fait des tensions commerciales non résolues. Étant donné que les entrées de capitaux dans la région sont très sensibles aux variations de l'incertitude mondiale, elles risquent de chuter ou même de s'inverser. Même si les répercussions économiques négatives se limiteront probablement aux pays exportateurs de pétrole disposant de volants considérables (par exemple, Qatar et Arabie saoudite), des inversions de flux pourraient amplifier les effets nuisibles d'une baisse des cours du pétrole (un risque plus élevé pour les exportateurs) sur les soldes courants et budgétaires, ce qui exercerait une pression sur leurs amortisseurs. Les retombées négatives pourraient être lourdes dans

d'autres pays disposant de moindres amortisseurs. Les perspectives signalent donc l'urgence d'adopter un large ensemble de mesures pour relancer l'investissement direct étranger et atténuer d'éventuels risques de perturbation des flux de capitaux.

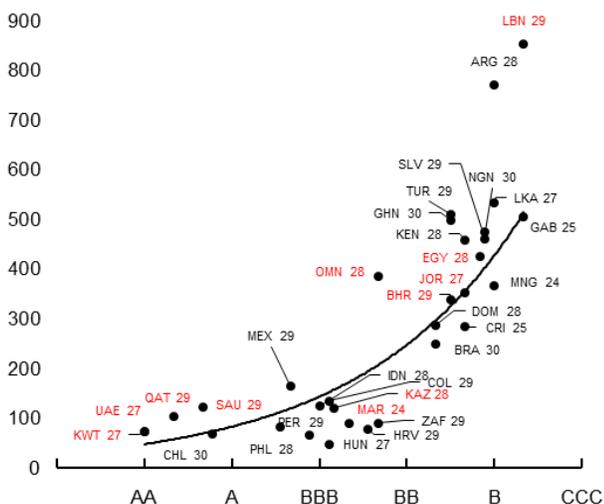
Attirer des entrées de capitaux stables qui stimulent la croissance

Contrairement aux entrées de portefeuille, les entrées d'investissement direct étranger sont davantage influencées par des facteurs intérieurs que par des facteurs mondiaux (voir l'annexe 4.1). La situation économique de la région s'est détériorée au cours des 10 dernières années, avec un ralentissement de la croissance plus prononcé que dans les pays comparables et une augmentation rapide des risques économiques et politiques (graphique 4.6).

Graphique 4.5.

Écarts souverains vs. notes souveraines

(Points de base ; code ISO du pays et année d'échéance)



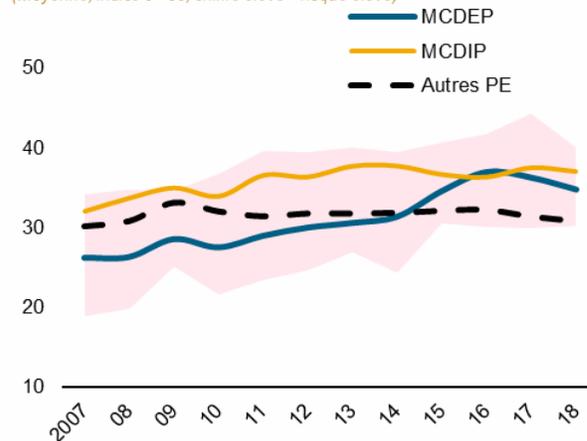
Source : Bloomberg Finance L.P.

Note : Les abréviations des pays correspondent aux codes pays de l'Organisation

Graphique 4.6.

Risques composites¹

(Moyenne, indice 0-50, chiffre élevé = risque élevé)



Sources : Guide international des risques-pays ; calculs des services du FMI.

Note : MCDEP = pays exportateurs de pétrole du Moyen-Orient et de l'Asie centrale ; MCDIP = pays importateurs de pétrole du Moyen-Orient et de l'Asie centrale ; autres PE = autres pays émergents. La partie grisée représente la fourchette interquartile de l'indice des risques composites pour les pays de la région MCD.

Note : L'indice des risques composites passera à une fourchette de zéro à 50.

1. L'utilisation d'indicateurs doit se faire avec prudence, car les estimations indiquent des résultats relatifs et non absolus. Les intervalles d'incertitude autour des indicateurs ne sont pas fournis.

La décélération de la croissance et la montée des risques dans la région peuvent expliquer environ 50 % du recul de l'investissement direct étranger après la crise dans les pays exportateurs de pétrole et 20 % du recul dans les pays importateurs de pétrole. Par conséquent, en vue de redynamiser l'IDE, il est impératif d'entreprendre des actions crédibles pour stimuler la croissance potentielle et réduire les risques propres aux pays. À cet effet, il convient non seulement de préserver la stabilité macroéconomique et de poursuivre les réformes structurelles, mais également d'améliorer la sécurité dans les pays touchés par des conflits et de veiller à ce que la croissance soit inclusive pour maintenir la cohésion sociale (voir le chapitre 2). Les ajustements menés par des pays comme l'Égypte ont amélioré la conjoncture intérieure en attirant plus d'investissements directs étrangers, même si des efforts supplémentaires s'imposent pour réaliser les réformes structurelles propices à une croissance à moyen terme (voir l'encadré 2.1).

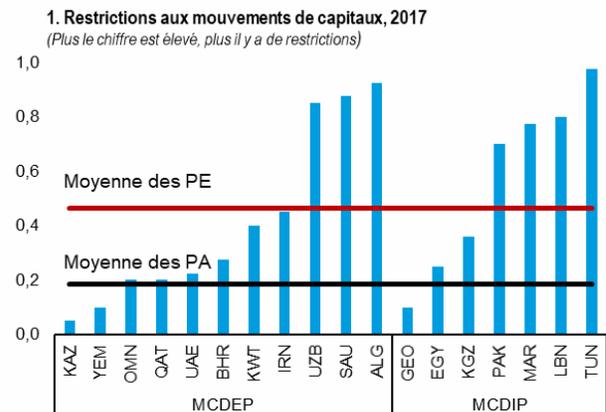
Hormis la croissance et les risques, les pays des régions MOANAP et CAC sont généralement comparables à leurs pairs pour certains facteurs déterminants de l'investissement direct étranger (par exemple, l'inflation et l'ouverture aux échanges), mais sont à la traîne pour d'autres (principalement, la lutte contre la corruption, le capital humain et les restrictions aux mouvements de capitaux), les écarts étant plus notables dans les pays importateurs de pétrole.

À court terme, les dirigeants peuvent attirer des investissements directs étrangers en éliminant les restrictions et en augmentant les possibilités d'investissement, notamment par l'ouverture du secteur des services (graphique 4.7)¹⁰. Des pas

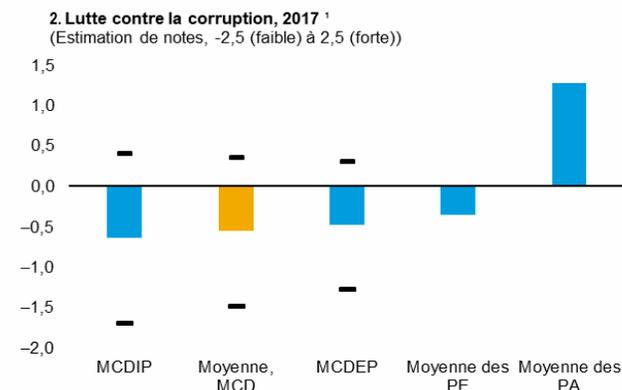
dans la bonne direction sont observés, comme l'assouplissement récent des restrictions aux déplacements des investisseurs étrangers en Ouzbékistan et le fait que plusieurs pays du Conseil de coopération du Golfe autorisent une propriété étrangère intégrale dans plus de secteurs économiques.

Graphique 4.7.

Ouverture aux mouvements de capitaux et qualité des institutions



Sources : rapport annuel du FMI sur les régimes et restrictions de change ; calculs des services du FMI.
Note : PA = pays avancés ; PE = pays émergents ; MCDEP = pays exportateurs de pétrole du Moyen-Orient et de l'Asie centrale ; MCDIP = pays importateurs de pétrole du Moyen-Orient et de l'Asie centrale. Les abréviations des pays correspondent aux codes pays de l'Organisation internationale de normalisation (ISO).



Sources : Indicateurs mondiaux de la gouvernance ; calculs des services du FMI.

Note : PA = pays avancés ; PE = pays émergents ; MCDEP = pays exportateurs de pétrole du Moyen-Orient et de l'Asie centrale ; MCDIP = pays importateurs de pétrole du Moyen-Orient et de l'Asie centrale. Les abréviations des pays correspondent aux codes pays de l'Organisation internationale de normalisation (ISO).

1. L'utilisation d'indicateurs doit se faire avec prudence, car ils sont calculés à partir de données fondées sur des perceptions et les estimations indiquent des résultats relatifs et non absolus. Les fourchettes correspondent à un intervalle de confiance de 90 % et les intervalles de confiance des groupes de pairs sont négligeables.

L'efficacité des mesures de libéralisation des mouvements de capitaux dépend de la qualité des

PIB). D'après les données recueillies, 3 exportateurs de pétrole sur 6 et 4 importateurs de pétrole sur 10 ont dépassé la moyenne des pays émergents en 2017 ou en 2018.

¹⁰ Peu de données sont disponibles sur l'ouverture *de facto* des pays de la région MOANAP aux échanges (mesurée par la somme des actifs et passifs extérieurs par rapport au

institutions nationales, dont celles de lutte contre la corruption (Habib et Zurawicki, 2002). Le fait que certains pays ont du mal à attirer l'investissement direct étranger malgré une libéralisation des mouvements de capitaux pourrait tenir à des craintes de corruption. Par conséquent, l'une des réformes prioritaires reste de continuer de renforcer la qualité des institutions.

À plus long terme, il serait essentiel d'étoffer les compétences en améliorant l'éducation et la formation afin d'attirer l'investissement direct étranger dans des secteurs à plus haute valeur ajoutée. La qualité de l'éducation et la scolarisation dans l'enseignement supérieur médian sont à la traîne dans les pays importateurs de pétrole par rapport à l'échantillon plus large des pays émergents. Les pays exportateurs de pétrole sont en meilleure posture, grâce à un revenu plus élevé par habitant, mais il reste beaucoup de marge pour améliorer la qualité de l'éducation (FMI, 2018).

Atténuer les risques éventuels

En vue d'atténuer les risques liés à la volatilité des flux de capitaux, il est essentiel de résorber des déficits budgétaires et courants élevés qui pourraient déclencher des ajustements coûteux pendant un épisode d'arrêt soudain (Eichengreen et Gupta, 2016). Selon le FMI (2012), les politiques macroéconomiques doivent jouer un rôle clé dans la gestion d'une montée des entrées de capitaux. Le rééquilibrage budgétaire doit donc se poursuivre dans la région. Afin d'atténuer les risques, il pourrait également être utile d'abaisser les taux d'intérêt (là où il n'existe pas de tensions inflationnistes) et de prendre des mesures pour accumuler des réserves (là où elles sont insuffisantes). Un renforcement de la

surveillance et de la réglementation financière, y compris pour les institutions financières non bancaires, ainsi que le recours aux outils macroprudentiels, pourraient contribuer à assurer la stabilité financière et à accroître la résilience face à des flux de capitaux volatils (FMI, 2017a)¹¹.

Pour les pays où de grands afflux de capitaux exercent une pression sur les taux de change réels, l'assouplissement du taux de change nominal, lorsqu'il est assorti de politiques macroéconomiques saines, peut absorber les chocs en limitant les fluctuations du taux de change réel (Combes, Tidiane et Plane, 2011). Par exemple, dans les pays appliquant un taux de change flexible, l'appréciation du taux de change réel a été moindre pendant l'épisode de hausse des entrées de capitaux dans les pays émergents avant la crise financière mondiale (FMI, 2007). En revanche, des taux de change rigides pourraient exacerber la volatilité des flux de capitaux, surtout en l'absence d'ajustements de la politique macroéconomique et, ainsi, amplifier les facteurs de vulnérabilité en incitant à emprunter en monnaies étrangères (Magud, Reinhart et Vesperoni 2014).

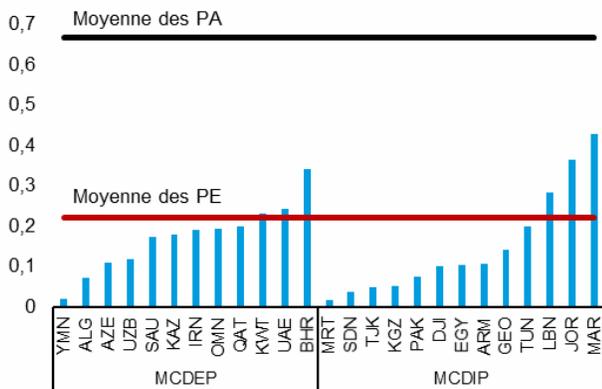
L'expansion des marchés financiers intérieurs peut également atténuer l'impact de la volatilité des entrées de capitaux. Par exemple, au Chili, les investisseurs institutionnels nationaux représentent environ la moitié des actifs du secteur financier et constituent une source de financement plus stable pour les emprunteurs nationaux. De la même manière, en Malaisie, des investisseurs nationaux actifs peuvent acheter des actions et des obligations nationales pour un montant considérable lorsque les investisseurs

¹¹ Voir Prasad, Monem et Martinez (2016) pour un aperçu du recours aux politiques macroprudentielles dans la région MENA.

Graphique 4.8.

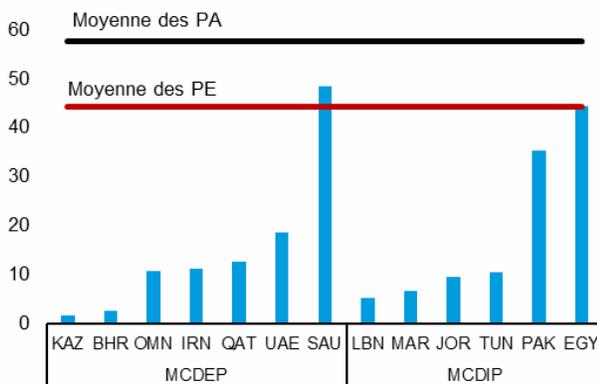
Développement des établissements et des marchés financiers

1. Profondeur des établissements financiers, 2017
(Indice)



Sources : Indice de développement financier du FMI ; calculs des services du FMI.
Note : PA = pays avancés ; PE = pays émergents ; MCDEP = pays exportateurs de pétrole du Moyen-Orient et de l'Asie centrale ; MCDIP = pays importateurs de pétrole du Moyen-Orient et de l'Asie centrale. Les abréviations des pays correspondent aux codes pays de l'Organisation internationale de normalisation (ISO).

2. Volume des transactions sur le marché boursier
(%)



Sources : Banque mondiale ; calculs des services du FMI.
Note : PA = pays avancés ; PE = pays émergents ; MCDEP = pays exportateurs de pétrole de la région MCD ; MCDIP = pays importateurs de pétrole de la région MCD. Les abréviations des pays correspondent aux codes pays de l'Organisation internationale de normalisation (ISO).

étrangers, souvent en réaction à des perturbations mondiales, liquident leurs avoirs (FMI, 2015).

¹² L'indice repose sur les capitalisations boursières, les actions négociées, les titres internationaux de dette souveraine, et le total des titres de créances des sociétés financières et non financières (Sviryzdenka, 2016).

¹³ Dans les pays du Conseil de coopération du Golfe, dont les marchés financiers sont les plus approfondis de la région, les actifs des investisseurs institutionnels nationaux (fonds de

Certes, la taille des institutions financières dans la région varie, mais il reste beaucoup à faire (graphique 4.8)¹². Même si, en moyenne, le niveau de développement financier des pays exportateurs de pétrole est plus élevé que celui des importateurs, la plupart des pays se situe en deçà de la moyenne des pays émergents et tous les pays sont en deçà de la moyenne des pays avancés.

Les écarts les plus considérables se situent au niveau de la liquidité des marchés et de la taille des investisseurs institutionnels nationaux. Malgré la forte capitalisation boursière dans certains pays, les ratios d'activité boursière sont très faibles comparé à ceux d'autres pays émergents, sauf en Arabie Saoudite, parce que la base d'investisseurs est restreinte. À son tour, le nombre réduit d'investisseurs institutionnels nationaux prouve que le système financier est dominé par les banques¹³. Le développement des marchés financiers régionaux (par exemple le marché boursier conjoint des pays baltes) pourrait contribuer à élargir la base d'investisseurs.

Les autorités peuvent promouvoir le développement des marchés financiers en ayant un marché d'obligations publiques actif et liquide. Une courbe de rendement des titres publics, qui résulte du prolongement progressif de l'échéance des obligations publiques et de l'émission régulière d'obligations aux échéances variées,

pension, fonds de placement et compagnies d'assurance) constituent moins de la moitié du PIB. En revanche, les actifs des investisseurs institutionnels dépassent 100 % du PIB au Chili et en Malaisie.

peut servir de référence pour déterminer le cours des obligations d'entreprise (voir FMI, 2013).

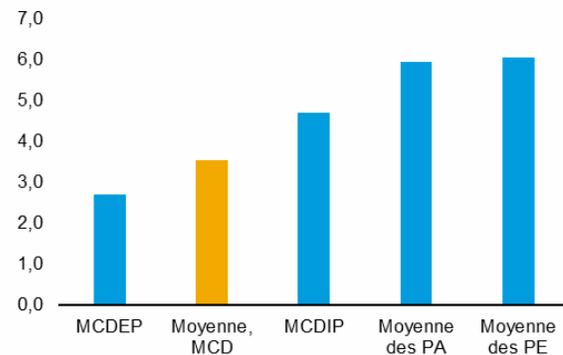
Il convient de saluer l'inclusion récente des pays du Conseil de coopération du Golfe dans l'indice mondial des obligations souveraines, parce qu'ils pourraient contribuer à élargir la base d'investisseurs et à accroître la liquidité du marché. Leur arrivée pourrait cependant rendre le marché plus volatil, car les investisseurs de référence sont plus sensibles aux facteurs mondiaux (Cerutti, Classens et Puy, 2015), comme l'ont montré les épisodes récents de sortie de capitaux des pays émergents (FMI, 2019b), d'où la nécessité d'élargir la base d'investisseurs nationaux.

L'état de droit est une condition préalable au développement des marchés financiers. Une meilleure protection juridique peut encourager à participer davantage au marché, favorisant ainsi une croissance spontanée et organique des marchés financiers (Chami, Fullenkamp et Sharma 2009). Il est donc essentiel de renforcer les systèmes juridiques, dont la qualité est inférieure à la moyenne des pays comparables (graphique 4.9). Le Bahreïn, l'Arabie Saoudite et les Émirats arabes unis ont récemment pris des mesures louables en vue de moderniser leur législation sur les faillites. L'adoption de lois sur le recours aux garanties pourrait abaisser les coûts de transaction et faciliter l'octroi de prêts.

Graphique 4.9
Gouvernance ¹

1. Solidité des droits légaux ²

(Indice, 0 (faible) à 12 (bonne) exécution des lois, 2018)



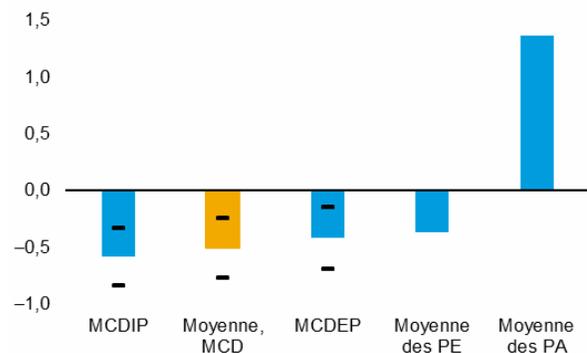
Sources : Banque mondiale, base de données *Doing Business* ; calculs des services du FMI.
Note : PA = pays avancés ; PE = pays émergents ; MCDEP = pays exportateurs de pétrole du Moyen-Orient et de l'Asie centrale ; MCDIP = pays importateurs de pétrole du Moyen-Orient et de l'Asie centrale.

1. L'utilisation d'indicateurs doit se faire avec prudence, car ils sont calculés à partir de données fondées sur des perceptions et les estimations indiquent des résultats relatifs et non absolus.

2. Les intervalles de confiance ne sont pas disponibles pour cet indicateur.

2. État de droit ³

(Indice, -2,5 (faible) à 2,5 (bonne) qualité de la gouvernance)



Sources : Indicateurs mondiaux de la gouvernance ; calculs des services du FMI.

Note : PA = pays avancés ; PE = pays émergents ; MCDEP = pays exportateurs de pétrole du Moyen-Orient et de l'Asie centrale ; MCDIP = pays importateurs de pétrole du Moyen-Orient et de l'Asie centrale.

3. Les fourchettes correspondent à un intervalle de confiance de 90 % et les intervalles de confiance des groupes de pairs sont négligeables.

Encadré 4.1. Sorties de capitaux des régions MOANAP et CAC¹

Les sorties de capitaux de la région Moyen-Orient, Afrique du Nord, Afghanistan et Pakistan et de la région Caucase et Asie centrale sont en baisse depuis le milieu de la première décennie 2000. Avec la chute des cours du pétrole, les achats nets d'avoires extérieurs par les exportateurs de pétrole ont atteint leur minimum en 2015–16, l'Algérie, l'Irak et l'Arabie Saoudite ayant cédé des avoires extérieurs. En Algérie et en Irak, la baisse était entièrement causée par un déclin des réserves officielles, tandis qu'en Arabie Saoudite, d'autres types de sorties ont compensé un déclin encore plus sensible des réserves. Depuis, les achats d'avoires extérieurs se sont à peine redressés, car les exportateurs de pétrole consacrent leurs recettes pétrolières au financement des besoins intérieurs.

Les importateurs de pétrole ont considérablement réduit leurs acquisitions d'avoires extérieurs, dont la médiane a chuté de 3,6 % du PIB en 2000–09 à 1,5 % du PIB en 2010–18. Cette tendance résulte d'une réduction presque constante des avoires extérieurs au Liban et de baisses plus sporadiques en Égypte et au Pakistan par exemple, où les facteurs de vulnérabilité intérieurs se sont accrus.

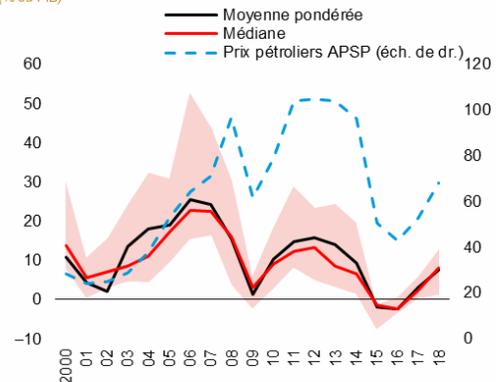
À part les réserves officielles, les avoires privés peuvent également servir d'amortisseurs en cas d'arrêt soudain des entrées de capitaux ou de choc de toute autre nature sur la balance des paiements. Les résidents peuvent vendre des avoires extérieurs afin de tirer parti des possibilités offertes par le marché intérieur. Par conséquent, une baisse de l'accumulation d'avoires extérieurs peut accroître la vulnérabilité liée à la volatilité des entrées de capitaux. Cela s'observe en particulier dans les pays importateurs de pétrole, où la position des avoires nets est négative.

¹ Cet encadré a été rédigé par Sergejs Saksonovs.

Graphique 4.1.1

MCDEP : Sorties nettes de capitaux

(% du PIB)



Sources : autorités nationales ; calculs des services du FMI.
Note : APSP = cours moyen du pétrole au comptant ; MCDEP = pays exportateurs de pétrole du Moyen-Orient et de l'Asie centrale. L'APSP est la moyenne des prix des bruts U.K. Brent, Dubai Fateh et West Texas Intermediate.

Encadré 4.2. Facteurs incitatifs des entrées de portefeuille

Nous estimons un modèle de facteurs dissuasifs et incitatifs des entrées de portefeuille sur un panel de 11 pays de la région Moyen-Orient, Afrique du Nord, Afghanistan et Pakistan et de la région Caucase et Asie centrale d'une part, et d'autre part de 29 autres pays émergents, entre 1990 et 2018. Comme Eichengreen, Gupta et Masetti (2018), nous constatons que les entrées de portefeuille sont essentiellement déterminées par des facteurs incitatifs mondiaux (indice de volatilité du Chicago Board Options Exchange), qui dénotent l'incertitude mondiale et les taux d'intérêt réels aux États-Unis (variable de substitution des conditions financières mondiales). Toutefois, les effets des facteurs dissuasifs diffèrent entre les pays des régions MOANAP et CAC et les autres pays émergents. Les entrées de portefeuille dans ces régions sont presque deux fois plus sensibles à une variation de l'incertitude mondiale que dans d'autres pays. Cela pourrait s'expliquer par une transparence relativement moindre des États et des entreprises de ces régions, qui entraîne des sorties plus considérables en période de crise (Gaston Gelos et Wei, 2005).

En outre, nous constatons que les flux de portefeuille de ces régions dépendent des cours du pétrole. Premièrement, la hausse des cours augmente leurs entrées de portefeuille, fort probablement en améliorant leur profil de risque. Deuxièmement, cette hausse des cours atténue l'effet des conditions financières mondiales. Cela pourrait signifier que certaines des entrées de capitaux vers les pays des régions MOANAP et CAC sont des flux régionaux provenant des pays exportateurs de pétrole, dont la liquidité est davantage déterminée par les cours du pétrole que par la politique monétaire américaine (FMI, 2017b). Par exemple, d'après l'enquête coordonnée sur les investissements de portefeuille, au moins deux tiers des engagements de portefeuille du Bahreïn sont détenus par d'autres pays du Conseil de coopération du Golfe.

¹ Cet encadré a été rédigé par Ling Zhu.

Tableau 4.2.1 : Incidence des facteurs incitatifs sur les entrées de portefeuille/PIB, 1990-18

	(1) PE	(2) MOANAP et CAC
Log de VIX	-0,592* (0,319)	-1,267** (0,518)
Taux d'intérêt réel aux États-Unis	-0,145*** (0,051)	-0,713* (0,528)
Log du cours réel du pétrole		0,765* (0,380)
Log de VIX * variable fictive MCD	-1,298* (0,698)	
Taux d'intérêt réel aux États-Unis * variable fictive MCD	0,192** (0,072)	
Taux d'intérêt réel aux États-Unis * Log du cours réel du pétrole		0,211 ^a (0,131)

Sources : calculs des services du FMI.

Note : CAC) = Caucase et Asie centrale ; PE = pays émergents ; MOANAP = Moyen-Orient, Afrique du Nord, Afghanistan et Pakistan ; VIX = indice de volatilité du Chicago Board Options Exchange.

1. Toutes les régressions comprennent une croissance décalée du PIB réel, l'indice des risques composites décalé, des variables fictives de la crise financière mondiale et des effets fixes par pays.

2. Les erreurs-types robustes concentrées au niveau des pays sont rapportées entre parenthèses. p *** < 0,01, p* < 0,05, p^a < 0,1, p^b < 0,2.

Bibliographie

Arab Monetary Fund, IMF, and World Bank. 2019. “Correspondent Banking Relationships (CBRs) in Arab Countries.” Abu Dhabi.

Baharumshah, A. Z., L. Slesman, and E. S. Devadason. 2017. “Types of Foreign Capital Inflows and Economic Growth: New Evidence on Role of Financial Markets.” *Journal of International Development* 29: 768–89

Cerutti, E. M., S. Claessens, and D. Puy. 2015. “Push Factors and Capital Flows to Emerging Markets: Why Knowing Your Lender Matters More Than Fundamentals.” IMF Working Paper No. 15/127, International Monetary Fund, Washington, DC.

Chami, R., C. Fullenkamp, and S. Sharma. 2009. “A Framework for Financial Market Development.” IMF Working Paper No. 09/156, International Monetary Fund, Washington, DC.

Combes, J. L., T. Kinda, and P. Plane. 2011. “Capital Flows, Exchange Rate Flexibility, and the Real Exchange Rate.” IMF Working Paper No. 11/9, International Monetary Fund, Washington, DC.

Eichengreen, B., and P. Gupta. 2016. “Managing Sudden Stops.” Policy Research Working Paper 7639, World Bank, Washington, DC.

Eichengreen, B., P. Gupta, and O. Masetti. 2018. “Are Capital Flows Fickle? Increasingly? And Does the Answer Still Depend on Type?” *Asian Economic Papers* 17(1): 22–41.

Gaston Gelos, R., and S.-J. Wei. 2005. “Transparency and International Portfolio Holdings.” *Journal of Finance* 60 (6): 2987–3020

Habib, M., and L. Zurawicki. 2002. “Corruption and Foreign Direct Investment.” *Journal of International Business Studies* 33 (2): 291–307

International Monetary Fund (IMF). 2007. *World Economic Outlook*. Washington, DC, October.

———. 2012. “The Liberalization and Management of Capital Flows: An Institutional View.” IMF Policy Paper, Washington, DC.

———. 2013. “Local Currency Bond Markets—A Diagnostic Framework.” Washington, DC.

———. 2016a. *World Economic Outlook*.

Washington, DC, April.

———. 2016b. “Capital Flows—Review of Experience with the Institutional View.” IMF Policy Paper, Washington, DC.

———. 2017a. “Increasing Resilience to Large and Volatile Capital Flows: The Role of Macroprudential Policies.” IMF Policy Paper, Washington, DC.

———. 2017b. “Strengthening Liquidity Management Frameworks in Support of Stability and Growth in the GCC.” IMF Policy Paper, Washington, DC.

———. 2018. “Trade and Foreign Investment—Keys to Diversification and Growth in the GCC.” IMF Policy Paper, Washington, DC.

———. 2019a. *World Economic Outlook* Washington, DC, October.

———. 2019b. *Global Financial Stability Report*. Washington, DC, April.

Kyobe, A., and others. 2015. “Rethinking Financial Deepening: Stability and Growth in Emerging Markets.” Staff Discussion Note, Washington, DC.

Magud, N. E., C. M. Reinhart, and E. R. Vesperoni. 2014. “Capital Inflows, Exchange Rate Flexibility and Credit Booms.” *Review of Development Economics* 18 (3): 415–30.

Prasad, A., H. A. Monem, and P. G. Martinez. 2016. “Macroprudential Policy and Financial Stability in the Arab Region.” IMF Working Paper No. 16/98, Washington, DC.

Svirydzenka, K. 2016. “Introducing a New Broad-based Index of Financial Development.” IMF Working Paper No. 16/5, Washington, DC.

United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD). 2019. *World Investment Report: 2019*. New York.