

3. Redynamiser la croissance par l'investissement privé

Dans les pays subsahariens, le secteur privé investit moins que dans les pays à niveau de développement comparable. Ce faible niveau de l'investissement privé freine la productivité du travail, pèse sur la croissance des salaires réels et le revenu des ménages et entrave les efforts de la région pour améliorer la situation sociale. En effet, il semble généralement exister une relation négative entre investissement et taux de pauvreté (graphique 3.1). La région est consciente des effets positifs d'une hausse de l'investissement. De nombreux pays ont donc lancé de vastes programmes d'investissements publics pour combler des déficits d'infrastructures importants en espérant catalyser l'investissement privé. Mais cette stratégie n'est possible que pour une durée limitée, surtout si ses effets sur la croissance du secteur privé sont médiocres. Avec le niveau d'endettement élevé et croissant d'un bon nombre de pays de la région, les autorités se recentrent davantage sur d'autres options. Les pays participent à des initiatives en faveur de l'investissement étranger telles que le Pacte du G-20 avec l'Afrique (coordination des efforts pour faciliter l'investissement privé et améliorer l'offre d'infrastructures) et la nouvelle Route de la soie chinoise, qui doivent aider la région à mieux s'intégrer dans les chaînes de valeur mondiales. Ces initiatives visent à stimuler l'investissement privé et public en améliorant l'environnement économique et l'offre de financements. Les ressources pour investir seraient ainsi plus disponibles et mieux réparties, ce qui pourrait améliorer les perspectives de croissance à moyen terme et les niveaux de vie.

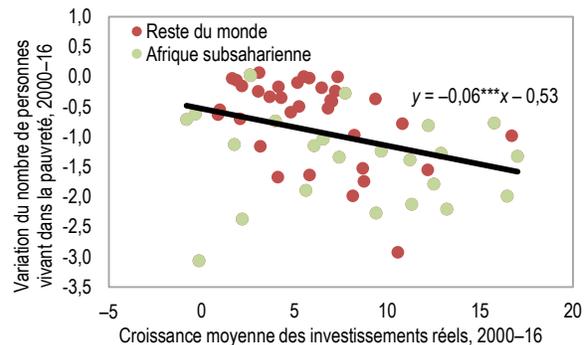
Dans ce contexte, le présent chapitre vise à mettre en lumière ce qui influence le niveau de l'investissement privé en Afrique subsaharienne, en suivant deux axes méthodologiques : 1) le recours aux techniques d'économétrie pour étudier l'importance des déterminants traditionnels de l'investissement privé dans un échantillon de pays émergents et en développement et 2) l'examen du rôle joué par d'autres options, comme les partenariats public-privé (PPP), l'investissement direct étranger (IDE) et les zones

économiques spéciales (ZES), choisies par certains pays pour promouvoir l'investissement privé¹.

Les principales conclusions du chapitre sont les suivantes :

- L'Afrique subsaharienne est la région en développement où l'investissement privé rapporté au PIB est le plus faible, même si la situation y est assez contrastée : les ratios vont en moyenne d'environ 14 % dans les pays exportateurs de pétrole à 17 % dans les autres pays riches en ressources et 15 % dans les pays pauvres en ressources pour la période 2010–16.
- Les pays subsahariens qui ont enregistré une hausse durable de l'investissement privé sont ceux qui avaient bénéficié d'une stabilité macroéconomique, d'un renforcement des institutions, de la découverte de ressources naturelles et du règlement de conflits anciens.

Graphique 3.1. Ratio de pauvreté à 2 dollars/jour en parité de pouvoir d'achat et en croissance de l'investissement privé réel, 2000–16 (Pourcentage de la population et pourcentage)



Source : Banque mondiale, base de données des *Indicateurs de développement dans le monde*.

Note : La courbe de régression est estimée à l'aide d'observations pour l'Afrique subsaharienne et le reste du monde. Afin de neutraliser les effets des cas extrêmes, les observations sous le 5^e centile et au-delà du 95^e centile ont été supprimées pour chaque variable.

Note : * $p < 0,10$; ** $p < 0,05$; *** $p < 0,01$.

Ce chapitre a été préparé par une équipe dirigée par Jesus Gonzalez-Garcia et composée de Romain Bouis, Paolo Cavallino, Nkunde Mwase, Hector Perez-Saiz, Ludger Wocken et Mustafa Yenice.

¹Dans le présent chapitre, nous utilisons les données sur l'investissement privé et public fournies par la base de données des *Perspectives de l'économie mondiale* et celles de la base de données des Nations Unies sur les comptes nationaux. En raison du degré de développement des systèmes statistiques dans de nombreux pays subsahariens, certains investissements publics peuvent être finalement classés dans l'investissement privé, en particulier quand ils proviennent d'entités non financières du secteur public exclues des comptes de l'administration centrale.

- Le phénomène est très comparable à celui observé dans les pays avancés et émergents : il faut que l'activité économique, notamment escomptée, soit soutenue pour que les entreprises procèdent à de nouveaux investissements en capital (FMI, 2015c). En outre, ce type d'investissement tend à augmenter si le cadre réglementaire et le régime des faillites sont solides, les infrastructures publiques efficaces, le régime commercial plus ouvert et les systèmes financiers plus profonds.
- L'investissement public peut soutenir l'investissement privé, entre autres en améliorant les infrastructures. Les pouvoirs publics doivent toutefois veiller à ce qu'il n'y ait pas d'effet d'éviction, par exemple quand l'investissement public est en concurrence avec l'investissement privé (au niveau des financements ou des activités) dans un environnement où les ressources financières sont rares ou s'il existe des goulets d'étranglement de l'offre potentiellement contraignants. Même si le risque peut être atténué en promouvant différentes sources de financement de l'investissement public et privé (PPP, approfondissement des marchés financiers nationaux, etc.), il est impératif de bien gérer les risques y afférents. Attirer l'IDE et créer des ZES peut être une solution, encore que le bilan de ces dernières soit mitigé.

Le reste du chapitre est organisé de la manière suivante : la première section décrit les tendances récentes de l'investissement privé. La deuxième présente ses déterminants empiriques. La troisième s'intéresse plus particulièrement aux divers moyens

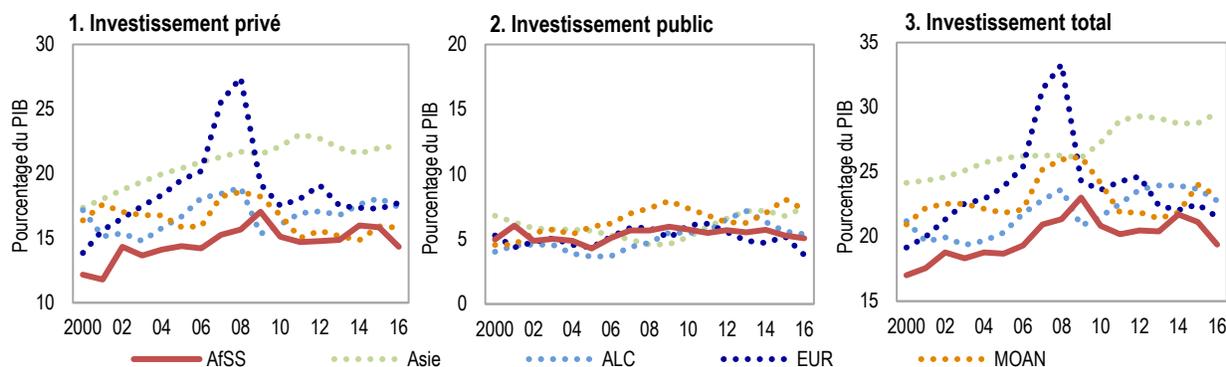
d'alléger les contraintes pesant sur l'investissement privé, notamment l'approfondissement financier, le recours aux nouvelles technologies financières (les « fintech »), les PPP, l'IDE et les ZES.

TENDANCES DE L'INVESTISSEMENT PRIVÉ

Si l'investissement public est comparable à celui d'autres régions, l'investissement privé en Afrique subsaharienne est plus faible que dans d'autres pays en développement, d'en moyenne 2 % du PIB (graphique 3.2). Il représentait 15 % du PIB en moyenne entre 2010 et 2016, contre 22 % dans les pays en développement asiatiques, 18 % en Europe, 17 % en Amérique latine et 16 % au Moyen-Orient et en Afrique du Nord (région MOAN). L'écart s'est toutefois réduit de moitié depuis le début des années 2000, après une décennie de croissance rapide en Afrique subsaharienne, où l'investissement privé s'est accru d'en moyenne 14 % par an. Depuis 2010, cependant, le mouvement s'est ralenti, avec une hausse moyenne de 5 % par an jusqu'en 2014 et même une contraction sur la période 2015–16 (graphique 3.3)². Il y a des raisons de penser que des facteurs tant mondiaux que nationaux contribuent à expliquer ce ralentissement.

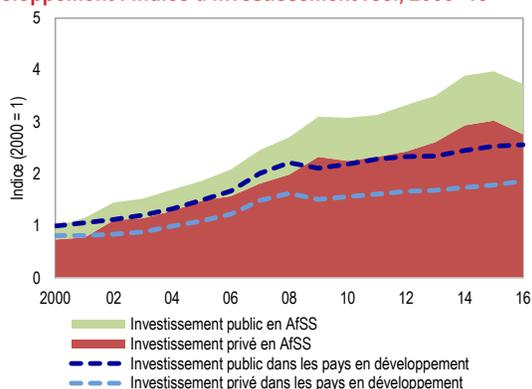
En effet, il a été plus progressif dans les pays d'Afrique subsaharienne que dans d'autres pays émergents et en développement, où un essoufflement de l'investissement a également été observé dans le sillage de la crise financière mondiale. Des études empiriques attribuent ce ralentissement général de l'investissement aux mauvaises perspectives

Graphique 3.2. Échantillon de régions : ratio investissement/PIB, 2000–16



²L'annexe 3.1 explique la construction de ces moyennes et de l'indice utilisé pour le graphique 3.3. Dans les deux cas, les pondérations se fondent sur le PIB à parité de pouvoir d'achat pour la totalisation régionale.

Graphique 3.3. Afrique subsaharienne et pays en développement : indice d'investissement réel, 2000–16



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

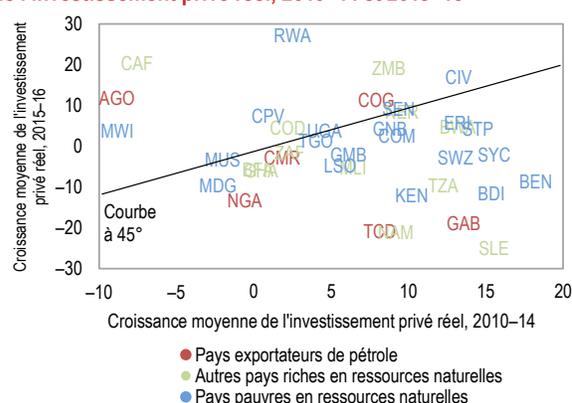
économiques aux États-Unis et dans la zone euro, au rééquilibrage de l'économie chinoise en faveur de la consommation intérieure et à un pic de volatilité des mouvements de capitaux (Banque mondiale, 2017).

En Afrique subsaharienne, le ralentissement a été moins prononcé de 2010 à 2014, notamment du fait des cours élevés des produits de base, des perspectives de croissance robustes dans les pays pauvres en ressources et à la bonne tenue des entrées d'IDE. Depuis 2015, en revanche, l'investissement dans la région a plus fléchi que dans d'autres pays en développement, en recul de 4 % en moyenne en 2015 et en 2016.

Le déclin a été généralisé, puisque l'investissement privé a ralenti dans les deux tiers des pays et chuté dans la moitié (graphique 3.4). Les raisons du déclin diffèrent selon les pays : effondrement des prix des produits de base, répercussions négatives d'évolutions observées dans de grands pays de la région, chocs idiosyncratiques divers. Citons en particulier les facteurs suivants :

- La forte baisse des prix des produits de base a entraîné une diminution de l'investissement dans les pays exportateurs de ces produits, notamment les exportateurs de pétrole (le Cameroun, le Gabon et le Nigéria).
- Les incertitudes concernant la politique économique et le jeu politique semblent avoir contribué à l'affaiblissement de l'investissement en Afrique du Sud.
- Le ralentissement concomitant de l'activité économique constaté dans de grands pays comme l'Afrique du Sud, l'Angola et le Nigéria (dont le

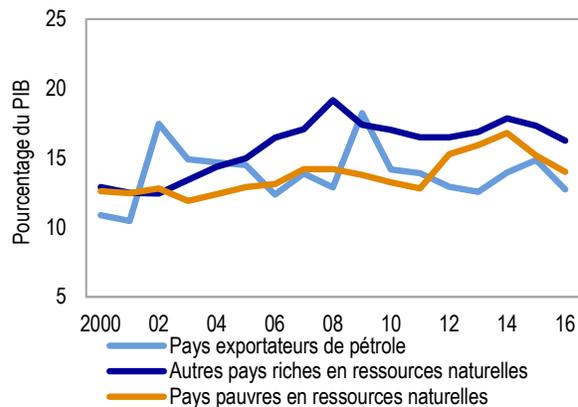
Graphique 3.4. Afrique subsaharienne : croissance moyenne de l'investissement privé réel, 2010–14 et 2015–16



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

Note : voir page 94 pour le tableau des groupes de pays et page 95 pour le tableau des abréviations de pays.

Graphique 3.5. Groupes de pays en Afrique subsaharienne : ratios investissement privé/PIB, 2000–16



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

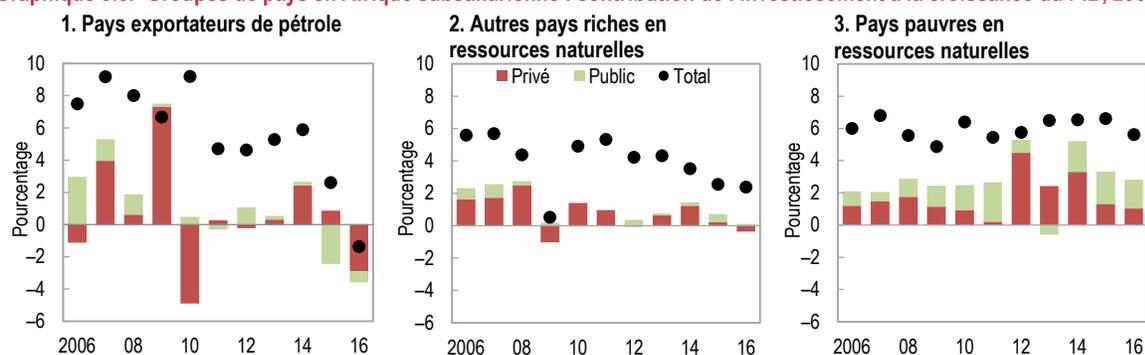
Note : voir page 94 pour le tableau des groupes de pays.

PIB combiné représente environ 50 % du PIB régional) a sans doute eu des répercussions négatives dans le reste de la région et contribué au ralentissement de l'investissement.

- D'autres pays ont subi des chocs idiosyncratiques. Au Kenya, un ralentissement marqué de la croissance du crédit a pesé sur l'investissement privé, tandis qu'en Namibie, c'est l'achèvement d'un grand projet minier qui a ralenti l'investissement.

Globalement, les ratios investissement privé/PIB les plus bas sont observés dans les pays exportateurs de pétrole : ils sont en moyenne de 14 % pour la période 2010–16, contre 16 % dans d'autres pays riches en ressources et 15 % dans les autres pays (graphique 3.5)³.

³Pour la liste des pays de chaque groupe, se reporter à l'appendice statistique.

Graphique 3.6. Groupes de pays en Afrique subsaharienne : contribution de l'investissement à la croissance du PIB, 2006–16

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

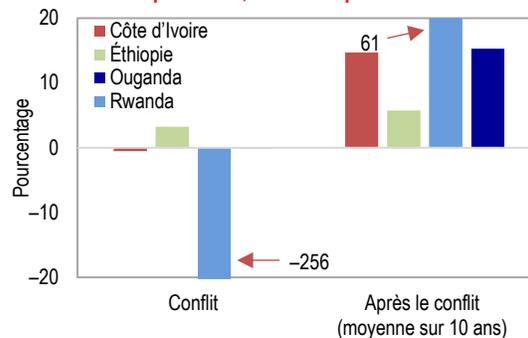
Note : voir page 94 pour le tableau des groupes de pays.

La baisse de l'investissement a pesé sur la croissance du PIB. Dans les pays exportateurs de pétrole, l'effet négatif du recul de l'investissement privé sur la croissance a été amplifié par des coupes considérables dans l'investissement public. Ailleurs, l'affaiblissement de l'investissement privé a été partiellement compensé par une augmentation de l'investissement public, mais il est difficile de savoir si la tendance pourra se maintenir, car les niveaux d'endettement élevés et les coûts croissants du service de la dette limitent les marges de manœuvre budgétaires (graphique 3.6).

DÉTERMINANTS DES RATIOS D'INVESTISSEMENT PRIVÉ

Les différentes expériences nationales en Afrique subsaharienne nous éclairent sur les moteurs potentiels de l'investissement privé. Elles montrent que les hausses étaient associées à divers facteurs, pour certains exogènes comme les conflits ou le renchérissement des produits de base.

- Cours des produits de base : l'investissement privé a notablement augmenté au Nigéria entre 2007 et 2014, dans un contexte de cours pétroliers élevés et de conditions de financement mondiales favorables, tandis que d'autres pays subsahariens ont bénéficié de la découverte de ressources naturelles (Ghana, Guinée équatoriale). Dans le même temps, certains importateurs de produits de base ont bénéficié d'une chute des cours et la marge de manœuvre ainsi dégagée a permis d'augmenter les investissements, publics comme privés (Rwanda).
- Règlement de conflits anciens : la fin des conflits en Côte d'Ivoire, en Éthiopie, en Ouganda et au Rwanda a été suivie par de fortes hausses de l'investissement privé (graphique 3.7).

Graphique 3.7. Échantillon de pays : croissance de l'investissement privé réel, avant et après les conflits

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

Note : La croissance de l'investissement privé est calculée à partir de la formation brute de capital fixe privé, aux prix actuels, corrigée du déflateur du PIB. Épisodes de conflit : Côte d'Ivoire (2002–05), Éthiopie (1974–91), Ouganda (1979–86) et Rwanda (1990–94).

Toutefois, ces facteurs n'ont généralement pas suffi à entretenir la dynamique, surtout en l'absence d'un cadre macroéconomique stable et d'un environnement institutionnel solide. Certains pays ont amélioré leurs institutions, ce qui a contribué à soutenir la croissance de l'investissement privé (voir l'encadré 3.1 pour une analyse de la relation entre réformes et essor de l'investissement privé).

Bien que ces différentes expériences nationales montrent un lien entre investissement privé et facteurs exogènes et institutionnels, elles ne permettent pas d'identifier les déterminants de l'investissement privé. Pour ce faire, le chapitre s'appuie sur les publications existantes et les estimations du lien historique entre le ratio investissement privé/PIB et ses déterminants traditionnels (croissance du PIB réel, investissement public rapporté au PIB, PIB par habitant à parité de pouvoir d'achat, prix relatif du capital, taux

d'intérêt réel, etc.)⁴. Les régressions envisagent aussi plusieurs variables structurelles et institutionnelles, dont la qualité de l'environnement des entreprises, l'ouverture commerciale, le développement financier et la libéralisation du compte de capital (annexe 3.2).

Les variables choisies sont censées influencer l'investissement privé de la manière suivante : une activité économique soutenue, reflétée dans la croissance du PIB réel, offre aux entreprises des possibilités de vendre davantage de biens et de services et de dégager des bénéfices ; elle devrait donc les inciter à investir (effet d'accélération)⁵. L'effet de l'investissement public est ambigu — il diffère en fonction de la complémentarité ou substitution entre cet investissement et l'investissement privé. Ce dernier est supposé baisser quand le coût du capital (représenté ici par le déflateur de la formation de capital fixe rapporté au déflateur du PIB et le taux d'intérêt réel) augmente. Enfin, comme les ratios d'investissement tendent à persister dans le temps, les régressions incluent la valeur retardée du ratio investissement privé/PIB⁶. L'échantillon utilisé pour l'estimation se compose d'un panel non équilibré de 101 pays émergents et en développement couvrant la période 1980–2015⁷.

Une perspective économique favorable est cruciale pour le développement de l'investissement privé

L'investissement privé augmente quand l'activité économique est soutenue, c'est-à-dire quand le PIB réel est en forte croissance. Ce résultat va dans le sens

d'un effet d'accélération (un résultat comparable est noté dans FMI, 2005). Fait intéressant, l'influence de la croissance du PIB n'est pas linéaire : l'investissement privé croît avec la croissance du PIB réel quand celle-ci est élevée (supérieure à la moyenne historique du pays), mais pas quand elle est faible (inférieure à cette moyenne). Cela reflète peut-être l'attentisme des entreprises dans les périodes de rebond de l'économie suivant un épisode de morosité ou quand les capacités productives sont sous-utilisées (capacités excédentaires)⁸.

Un environnement propice aux entreprises, des infrastructures bien développées, l'ouverture aux échanges commerciaux et le développement financier renforcent l'effet de la croissance sur l'investissement

Les estimations empiriques semblent également indiquer que les effets de l'activité économique sur l'investissement sont renforcés par les caractéristiques institutionnelles et structurelles du pays : qualité de la réglementation, régime d'insolvabilité et de résolution, importance des infrastructures publiques, ouverture aux échanges commerciaux et développement financier. Plus précisément :

- Qualité de la réglementation et dispositifs d'intervention : l'investissement privé réagit davantage à la croissance économique quand la réglementation est de meilleure qualité et le coût des procédures d'insolvabilité moins élevé⁹.

⁴L'analyse se concentre sur les ratios d'investissement privé (plutôt que sur la croissance de l'investissement), car l'intérêt réside dans les facteurs capables d'augmenter l'offre de capital pour une production donnée. Dans la période ayant précédé la crise financière mondiale et le choc des cours des produits de base, la forte progression des investissements s'est effectivement accompagnée d'une forte croissance de la production, ce qui signifie que l'intensité capitaliste des économies de la région n'a pas augmenté. Pour une analyse de la croissance de l'investissement total (public et privé) dans les pays émergents et en développement, voir Banque mondiale (2017).

⁵D'après le modèle de l'accélérateur d'investissement, les entreprises ajustent leur stock de capital progressivement pour l'amener vers un niveau proportionnel à la production, de sorte que l'investissement devrait réagir positivement aux variations du PIB. Jorgenson et Siebert (1968) ont proposé une dérivation théorique du modèle de l'accélérateur.

⁶Pour traiter les effets potentiels d'endogénéité entre les variables incluses, les estimations sont effectuées avec l'estimateur de la méthode des moments généralisés (MMG) (pour plus de détails, voir l'annexe 3.2)

⁷Comme nous nous intéressons aux effets des caractéristiques institutionnelles sur l'investissement (dont certaines varient peu dans le temps), l'échantillon inclut d'autres pays émergents et en développement que ceux d'Afrique subsaharienne pour garantir une variabilité suffisante de ces caractéristiques. La méthode économétrique nécessite en outre un nombre suffisamment élevé de pays. Comme le recommande Roodman (2009), ce nombre devrait être au moins égal au nombre d'instruments utilisés avec la MMG en système. Même dans les modèles de base, le nombre d'instruments est supérieur au nombre de pays subsahariens.

⁸Il s'avère que le prix relatif de l'investissement fait également baisser les ratios d'investissement privé, mais ni le niveau du PIB par habitant ni le taux d'intérêt réel ne sont significatifs. Plusieurs autres variables de contrôle ont été prises en compte dans les régressions et sont généralement non significatives ou ne modifient pas de façon importante les principaux résultats présentés ici.

⁹L'indicateur de la qualité de la réglementation qui figure parmi les Indicateurs de la gouvernance dans le monde (Banque mondiale) couvre les marchés de produits, les marchés du travail, l'imposition et d'autres facteurs pouvant entraver le démarrage et l'exploitation d'une entreprise. La création d'une entreprise peut être compliquée par une réglementation excessive ayant pour effet de limiter l'entrée de nouvelles entreprises et l'investissement privé, même dans les périodes d'augmentation de la demande.

- Infrastructures : le secteur privé investit davantage quand le rebond de l'activité économique est soutenu par des infrastructures publiques de meilleure qualité (plus forte proportion de routes goudronnées dans l'ensemble du réseau routier ou accès plus large à l'électricité en pourcentage de la population)¹⁰.
- Ouverture aux échanges commerciaux : dans les économies plus ouvertes, l'investissement des entreprises est susceptible de réagir davantage à une activité économique soutenue, qui les incite peut-être à produire plus pour l'exportation.
- Ouverture du compte de capital¹¹ : l'effet de l'augmentation du PIB sur l'investissement est plus marqué dans les pays où la libéralisation du compte de capital est moins avancée. Bien que ce résultat se retrouve dans d'autres études, il n'a rien d'évident. Certaines études l'attribuent à des écarts de rendement du capital (plus élevé à l'étranger) ou au fait qu'une libéralisation plus poussée pourrait être associée à une fréquence accrue des crises financières.
- Approfondissement du secteur financier : au vu de certains éléments, un développement financier très faible peut constituer un obstacle non négligeable à l'investissement privé, même si le climat économique est favorable. En effet, les estimations empiriques montrent que, dans les pays où le secteur financier est très peu développé, les entreprises ne réalisent pas de nouveaux investissements en capital lorsque la demande croît¹².

Les gains marginaux liés à l'amélioration des caractéristiques structurelles et institutionnelles sont

Tableau 3.1. Impact économique de 1 point de pourcentage de croissance du PIB supplémentaire sur le ratio de l'investissement privé, selon les caractéristiques institutionnelles et structurelles

| | Effet de 1 point de pourcentage de croissance du PIB supplémentaire sur le ratio de l'investissement privé (pp) |
|---|---|
| Ensemble de l'échantillon | 0,21 |
| Faible qualité des réglementations (moyenne AfSS) – Haute qualité des réglementations (moyennes des PEPD hors AfSS) | 0,29 – 0,48 |
| Coût élevé d'insolvabilité (moyenne AfSS) – Coût faible d'insolvabilité (moyennes des PEPD hors AfSS) | 0,02 – 0,24 |
| Proportion plus élevée de routes goudronnées | 0,28 |
| Meilleur accès à l'électricité | 0,33 |
| Plus grande ouverture commerciale | 0,26 |
| Moindre ouverture du compte de capital | 0,33 |
| Développement financier plus marqué | 0,47 |

Source : calculs des auteurs d'après les résultats de régression de l'annexe 3.2.

Note : AfSS = Afrique subsaharienne ; PEPD = pays émergents et pays en développement ; pp = points de pourcentage.

significatifs sur le plan économique. Ainsi, le tableau 3.1 montre que, dans un pays dont la réglementation est de piètre qualité (ce qui est généralement le cas dans un pays subsaharien moyen), chaque point d'augmentation de la croissance du PIB se traduit par une hausse du ratio d'investissement inférieure à un tiers de point. En revanche, là où la réglementation est plus solide, la hausse atteint un demi-point. De même, pour chaque point de hausse de la croissance du PIB, le ratio d'investissement privé augmente d'environ un tiers de point dans les pays où l'infrastructure est plus développée (routes ou accès à l'électricité) et le régime commercial ouvert, et d'un demi-point quand les systèmes financiers sont plus développés¹³. Ces gains sont supérieurs aux gains estimés pour l'ensemble de l'échantillon de

¹⁰Dans le contexte actuel, les priorités en matière d'investissements publics en Afrique subsaharienne sont : 1) de maintenir des niveaux compatibles avec la viabilité du budget et 2) d'améliorer l'efficacité de ces dépenses pour améliorer les services fournis. Comme le montre en détail l'encadré 3.2, l'efficacité de l'investissement public peut être encore largement améliorée.

¹¹L'ouverture du compte de capital est représentée par l'indicateur Chinn-Ito (2006).

¹²Prendre en compte toutes ces variables simultanément restreindrait considérablement l'échantillon d'estimation en raison de la relative indisponibilité des indicateurs *Doing Business* et des Indicateurs de la gouvernance dans le monde (Banque mondiale). Lorsque l'on tient compte simultanément de l'ouverture aux échanges commerciaux, de la libéralisation du compte de capital et du développement financier, c'est ce dernier qui semble être la variable agissant de la manière la plus significative sur les ratios d'investissement privé. En outre, le lien entre la croissance du PIB et la première composante issue d'une analyse en composantes principales portant sur ces trois variables normalisées (mesure synthétique contenant l'essentiel de la variance des trois variables) est significativement positif (en plus du coefficient relatif à la croissance du PIB réel). Cela signifie que la croissance est plus bénéfique pour l'investissement quand le régime commercial est plus ouvert, le compte de capital plus libéralisé et le secteur financier plus développé.

¹³Comme dans Servén (2003), les pays sont répartis dans différents groupes selon le degré d'équipement en infrastructures (représenté par la proportion de routes goudronnées et l'accès à l'électricité), d'ouverture aux échanges commerciaux, de développement financier et de libéralisation du compte de capital, en fonction de la valeur nationale moyenne de chacune de ces variables comparée à la valeur médiane de l'échantillon. On obtient ainsi pour chaque groupe un coefficient différent sur la variable « croissance du PIB » dans les régressions.

pays (y compris ceux dont les caractéristiques structurelles et institutionnelles sont très contrastées), qui sont d'un cinquième de point.

Dans certains cas, l'investissement public peut attirer l'investissement privé

L'impact de l'investissement public sur l'investissement privé n'est pas clair *a priori*. D'un côté, l'investissement public et l'investissement privé peuvent être complémentaires : les dépenses publiques destinées à des infrastructures ou à des biens, par exemple, peuvent augmenter la productivité des capitaux privés¹⁴. D'un autre côté, l'investissement public peut aussi évincer l'investissement privé de plusieurs manières :

- en cas de concurrence pour des ressources matérielles et financières très limitées. Ainsi, le financement des investissements publics (par l'émission de titres d'emprunt, le crédit bancaire, le relèvement des taxes ou l'inflation) diminue les ressources à la disposition du secteur privé et du même coup l'investissement privé ;
- quand l'investissement public est le fait d'entreprises d'État dont la production concurrence directement les biens et services fournis par le secteur privé (Erden et Holcombe, 2005) ;
- quand l'investissement public financé par un surcroît d'endettement non viable aggrave l'instabilité macroéconomique, ce qui décourage l'investissement.

Le travail empirique présenté ici identifie les deux effets opposés de l'investissement public sur l'investissement privé en fonction du degré de développement financier : l'investissement public évince l'investissement privé quand le système financier est moins développé et l'attire quand le système financier est plus développé. Ce résultat suggère, par exemple, compte tenu des degrés de développement financier actuels dans la région¹⁵, qu'une hausse de 1 point du ratio d'investissement public se traduirait par une contraction d'un demi-point du ratio d'investissement privé dans le pays subsaharien moyen et par une augmentation d'un demi-point dans d'autres pays émergents et en développement de l'échantillon (qui sont en moyenne beaucoup plus développés que les pays subsahariens sur le plan

financier). Cet effet d'éviction de l'investissement privé par l'investissement public a également été constaté dans de précédentes études (Cavallo et Daude, 2011 ; FMI, 2017, encadré 1.3 ; FMI, 2014a, encadré 1.4).

En fait, les effets de l'investissement public sur l'investissement privé dépendent de facteurs propres au pays concerné : le projet bénéficie-t-il de financements nationaux ou étrangers ? S'agit-il d'un projet d'infrastructure efficient ? Quoi qu'il en soit, en raison du faible degré de développement financier, des déficits d'infrastructure importants, de la rareté des ressources en Afrique subsaharienne, mais aussi des difficultés à accéder aux financements extérieurs (ou à assurer le service de la dette en résultant), l'éviction de l'investissement privé par l'investissement public est un risque réel. Il serait donc souhaitable que la région promeuve d'autres modes de financement des investissements (publics et privés), notamment le développement des systèmes financiers, la conclusion de PPP et la mobilisation accrue des recettes fiscales (chapitre 2 ; FMI, 2017, encadré 1.3). Outre ces mesures, d'autres leviers pourraient être actionnés pour dynamiser l'investissement privé en Afrique subsaharienne : l'IDE, les ZES et des initiatives mondiales. Ces possibilités sont examinées ci-après.

ALLÉGER LES CONTRAINTES PESANT SUR L'INVESTISSEMENT PRIVÉ

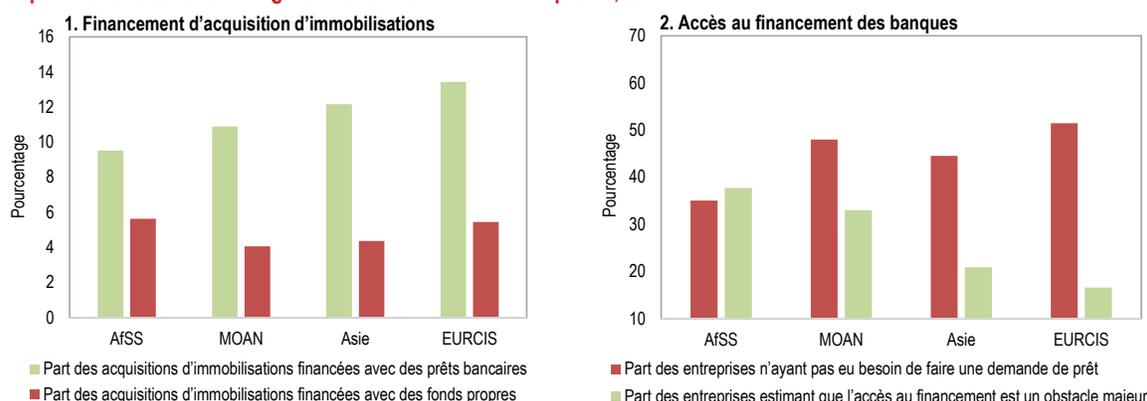
Densification des systèmes financiers

En dehors des éléments présentés plus haut, qui démontrent l'impact du développement financier sur l'investissement privé, nous avons diverses raisons de croire que l'offre de crédit et l'accès au crédit constituent un facteur important en Afrique subsaharienne. Premièrement, cette région arrive en dernière position pour le financement bancaire et en première position pour le financement par actions. Deuxièmement, elle affiche le pourcentage le plus faible d'entreprises n'ayant pas besoin d'un prêt bancaire et le pourcentage le plus élevé d'entreprises jugeant que l'accès au crédit est un obstacle majeur (graphique 3.8). Enfin, les petites et moyennes entreprises, qui représentent la grande majorité des entreprises dans la région, ont généralement plus de difficultés à obtenir des financements que les plus grandes (Beck et Cull, 2014).

¹⁴Les effets positifs des routes goudronnées et de l'accès à l'électricité qui sont identifiés ici accréditent l'idée que l'investissement public, par le renforcement des infrastructures, contribue à long terme à l'investissement privé.

¹⁵Représenté par l'indice de développement financier détaillé dans Svirydenka (2016).

Graphique 3.8. Échantillon de régions : financement des entreprises, 2011–14



Source : Banque mondiale, base de données sur le développement financier mondial.

Note : AfSS = Afrique subsaharienne ; EURCIS = Europe and Communauté des États indépendants ; MOAN = Moyen-Orient et Afrique du Nord.

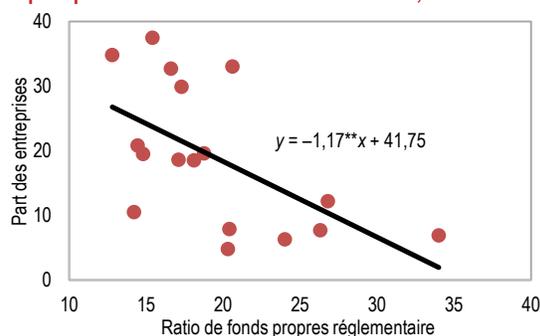
Dans la plupart des pays d'Afrique subsaharienne, le paysage financier est largement dominé par les banques. Les autres institutions financières, comme les bourses et les marchés obligataires, restent sous-développées quoiqu'en expansion rapide depuis quelques années (Sy, 2015). Les banques sont la première source de financement des investissements privés, suivies par les fonds propres. Les systèmes bancaires des pays subsahariens se caractérisent par des ratios de fonds propres relativement plus élevés que dans d'autres régions.

Les ratios de fonds propres plus élevés sont généralement constatés dans les systèmes financiers relativement plus instables, parce que les banques se constituent des réserves de capitaux pour couvrir les pertes futures (Beck *et al.*, 2011). Cependant, bien que l'augmentation des ratios de fonds propres puisse accroître

la résilience des systèmes bancaires et contribuer à assurer l'offre de crédit dans les périodes difficiles (Kapan et Minoiu, 2013), elle peut aussi être un frein à l'offre de crédit à d'autres moments (Bernanke, Lown et Friedman, 1991)¹⁶. En Afrique subsaharienne, les ratios de fonds propres semblent être corrélés négativement avec l'offre de crédit aux entreprises (graphique 3.9).

La poursuite du développement des marchés financiers, y compris l'expansion rapide des marchés d'actions et d'obligations (graphique 3.10), permettrait de diversifier les modes de financement de l'investissement. S'agissant de l'approfondissement des marchés financiers subsahariens, la marge de progression est relativement considérable (graphique 3.11), mais il faudrait d'abord améliorer l'indépendance des systèmes judiciaires, la protection des investisseurs et les

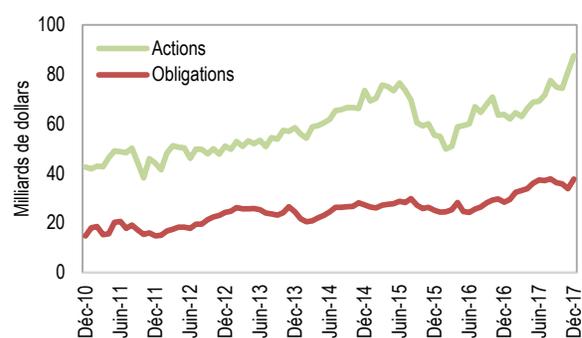
Graphique 3.9. Afrique subsaharienne : ratios de fonds propres réglementaires et entreprises ayant recours aux banques pour financer leurs investissements, 2011–14



Source : Banque mondiale, base de données sur le développement financier mondial.

Note : * $p < 0,10$; ** $p < 0,05$; *** $p < 0,01$.

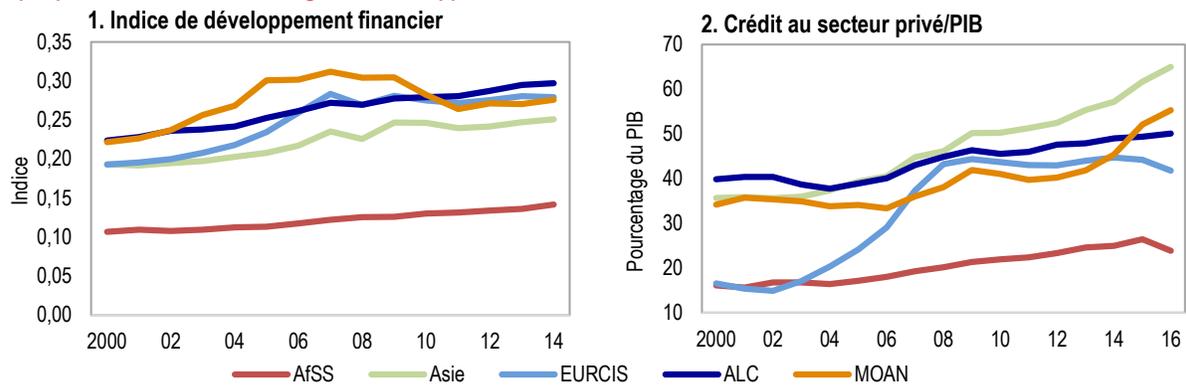
Graphique 3.10. Afrique subsaharienne : répartition des actions et obligations



Source : Haver Analytics.

¹⁶Des ratios de fonds propres plus élevés peuvent aussi être liés à une surpondération des actifs souverains, considérés comme moins risqués, dans les bilans bancaires. Toutefois, le dispositif de Bâle comprend des règles qui plafonnent les expositions importantes, ce qui devrait limiter cet effet.

Graphique 3.11. Échantillon de régions : développement financier



Sources : Sviridzenka (2016) ; Banque mondiale, base de données des *Indicateurs de développement dans le monde*.

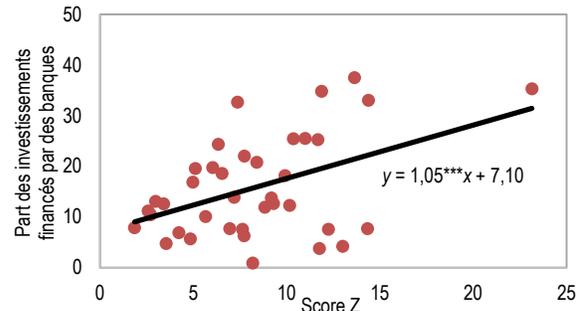
Note : AfSS = Afrique subsaharienne ; ALC = Amérique latine et Caraïbes ; EURCIS = Europe and Communauté des États indépendants ; MOAN = Moyen-Orient et Afrique du Nord.

normes d'audit, puis s'attaquer aux principaux obstacles liés aux infrastructures des marchés financiers (FMI, 2016, chapitre 3). Pour développer notamment les marchés obligataires, il faudrait une infrastructure technique et réglementaire appropriée (registres de légalisation des instruments, dépositaires centraux, systèmes de compensation et de règlement, etc.), une base d'investisseurs importante et diversifiée pour garantir en permanence une forte demande de titres, un système bancaire solide, car les banques jouent un rôle essentiel en tant qu'investisseurs finals ou intermédiaires sur les marchés obligataires, et des taux d'intérêt déterminés par le marché (encadré 3.3). S'agissant des marchés d'actions, l'intégration régionale des différentes bourses nationales les rendrait plus liquides et plus efficaces et créerait des économies d'échelle.

L'approfondissement des systèmes financiers devrait cependant être mené avec prudence, afin de limiter les risques d'instabilité financière susceptibles de dissuader les investisseurs privés. Des études empiriques montrent en effet que les systèmes financiers en difficulté fournissent moins de crédits au secteur privé (Freixas, Laeven et Peydró, 2015).

Plusieurs pays d'Afrique subsaharienne ont essuyé des crises bancaires qui ont mis à mal leurs capacités de financement de l'investissement (Beck *et al.*, 2011). En outre, il existe, semble-t-il, une relation positive entre la solidité du système financier et l'offre de

Graphique 3.12. Afrique subsaharienne : sécurité et solidité du système bancaire et financement des investissements



Source : Banque mondiale, base de données sur le développement financier mondial.

Note : * $p < 0,10$; ** $p < 0,05$; *** $p < 0,01$.

crédit privé. Ainsi, le score Z, un indicateur très courant du niveau de sûreté et de solidité du système financier — qui signale l'imminence d'une défaillance quand ses valeurs diminuent (graphique 3.12)¹⁷ — est corrélé positivement avec divers indicateurs du crédit au secteur privé. En résumé, promouvoir l'investissement privé exigerait d'approfondir les marchés financiers, tout en veillant à la stabilité financière. Cela impliquerait de continuer à renforcer les institutions et de promouvoir des cadres judiciaires, réglementaires et prudentiels de qualité¹⁸. Dans le même temps, les nouvelles technologies financières (« fin-tech ») pourraient permettre d'améliorer de façon spectaculaire l'efficacité du secteur financier, ce qui aurait des effets positifs sur la financiarisation et l'inclusion financière (encadré 3.4).

¹⁷Pour les banques, les indicateurs dits scores Z sont calculés comme suit : somme du rendement des actifs (RA) et des fonds propres rapportés aux actifs divisée par l'écart-type du RA, soit $Z = (RA + (\text{fonds propres}/\text{actifs})) / (\text{écart-type du RA})$ (Čihák *et al.*, 2012).

¹⁸D'autres facteurs de friction sont observés sur les marchés (taux d'intérêt plafonds, par exemple) ; ils pourraient aussi avoir des effets négatifs sur l'offre de crédit en Afrique subsaharienne et ne sont pas abordés dans ce chapitre (voir Maimbo et Henriquez-Gallegos, 2014).

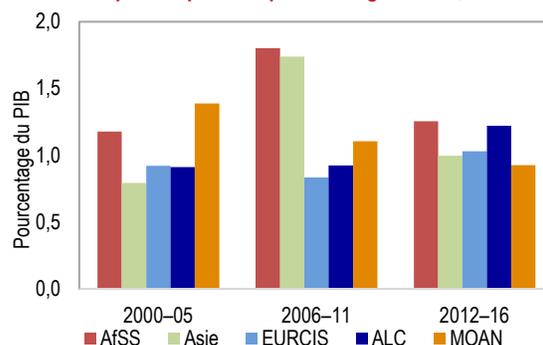
Partenariats public-privé

Théoriquement, les PPP pourraient contribuer à améliorer la qualité des infrastructures essentielles en Afrique subsaharienne, apporter au secteur privé l'expertise requise pour accroître l'efficacité des infrastructures et atténuer certaines des contraintes financières pesant sur l'investissement. Dans la pratique, toutefois, l'expérience internationale ne semble pas démontrer que les PPP sont un moyen plus efficace de financer les infrastructures que les marchés publics. Qui plus est, ils sont basés sur des dispositifs complexes dont les risques budgétaires sont difficiles à évaluer (FMI, 2015a). Les PPP supposent l'adoption de cadres institutionnels et juridiques permettant de quantifier, d'évaluer et de maîtriser les risques associés aux projets de grande envergure et complexes, susceptibles d'engendrer un passif éventuel et des risques budgétaires considérables. Les PPP devraient donc être examinés avec attention.

Les PPP sont en substance des contrats de longue durée conclus entre une partie privée et une entité publique aux fins de fournir un actif ou un service public ; dans ce cadre, le secteur privé assume une part significative des risques encourus et perçoit à ce titre une rémunération sous forme de flux de recettes futurs. En règle générale, la partie privée fournit le financement, conçoit le projet, le réalise et exploite l'actif y afférent jusqu'à expiration du contrat, puis encaisse la redevance facturée pour les services fournis ou est rémunérée par l'État. Comme la partie privée est chargée de trouver les investisseurs et de développer la structure de financement du projet, les PPP aident à élargir l'éventail des options pour l'investissement privé et la fourniture de services d'infrastructure¹⁹.

L'Afrique subsaharienne est la région où le ratio moyen de la valeur des PPP/PIB est le plus élevé du monde. Depuis 2000, il est de 1,4 %, contre 1 % du

Graphique 3.13. Échantillon de régions : investissements des partenariats public-privé en pourcentage du PIB, 2000–16



Source : Banque mondiale, base de données du projet de participation privée dans les infrastructures (PPI).

Note : AfSS = Afrique subsaharienne ; ALC = Amérique latine et Caraïbes ; EURCIS = Europe and Communauté des États indépendants ; MOAN = Moyen-Orient et Afrique du Nord.

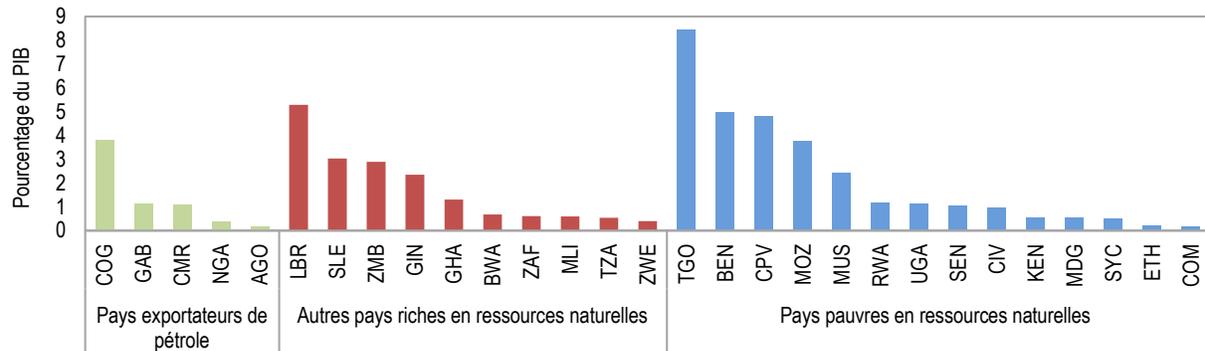
PIB en moyenne ailleurs, et reflète les besoins substantiels en infrastructures (graphique 3.13)²⁰.

La répartition des PPP en Afrique subsaharienne n'est pas uniforme. Mesurés par le ratio moyen projets PPP/PIB sur la période 2000–16, ces projets revêtent une grande importance dans les pays pauvres en ressources. Depuis 2000, ces projets ont représenté en moyenne 2¼ % du PIB dans ces pays, 1¾ % du PIB dans les pays riches en ressources hors pétrole et 1¼ % dans les pays exportateurs de pétrole (graphique 3.14).

Les PPP se concentrent essentiellement dans les secteurs de l'énergie et du transport. La participation accrue du secteur privé au développement des infrastructures dans la région est liée en grande partie aux projets des secteurs de l'énergie (électricité et gaz naturel) et des transports (aéroports, réseaux ferrés, ports maritimes, routes à péage). Au cours des cinq dernières années, la part la plus importante des PPP a consisté en projets dans le secteur de l'énergie. La part modeste des projets en lien avec les technologies de l'information et des communications (TIC) s'explique par le

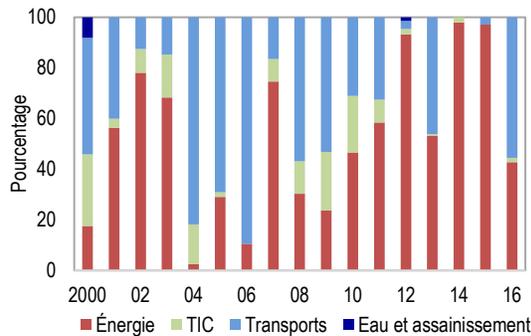
¹⁹L'analyse se concentre sur les projets concernant des installations entièrement nouvelles ou existantes, y compris des projets de construction, location et transfert ; construction, exploitation et transfert ; construction, exploitation et possession ; réhabilitation, exploitation et transfert ; réhabilitation, location et transfert ; et construction, réhabilitation, exploitation et transfert. D'autres types de projets liés seulement de manière indirecte à l'extension ou à l'amélioration d'actifs existants avec participation du secteur public ne sont pas inclus dans l'analyse : projets commerciaux (le secteur privé construit une nouvelle installation et l'État ne garantit ni recettes ni paiements) ; location par le secteur privé (des investisseurs privés financent, possèdent et exploitent une nouvelle installation à leurs risques et périls) ; cessions (des investisseurs privés entrent au capital d'une entreprise d'État à la faveur d'une vente d'actifs, d'une introduction en bourse ou d'un programme de privatisation) ; contrats de gestion et location d'actifs existants ; et contrats de gestion d'actifs existants.

²⁰La moyenne des ratios valeur des projets PPP/PIB est calculée pour chaque année et chaque région. Le ratio moyen sur la période 2000–16 est ensuite calculé pour chaque région. Nous avons exclu de l'échantillon les points de données correspondant respectivement à São Tomé-et-Príncipe et au Libéria en 2004 et 2009, car ils donnent des valeurs extrêmes, liées à de grands projets PPP.

Graphique 3.14. Afrique subsaharienne : investissement des partenariats public-privé/PIB par pays, moyenne 2000-16

Source : Banque mondiale, base de données du projet de participation privée dans les infrastructures (PPI).

Note : voir page 94 pour le tableau des groupes de pays et page 95 pour le tableau des abréviations de pays.

Graphique 3.15. Afrique subsaharienne : investissement des partenariats public-privé par secteur, 2000-16

Source : Banque mondiale, base de données du projet de participation privée dans les infrastructures (PPI).

Note : TIC = technologies de l'information et de la communication.

fait qu'ils ne sont pas conçus comme des PPP au sens strict : aucun partage des risques entre secteur privé et secteur public n'est prévu (graphique 3.15)²¹.

Certains PPP réalisés en Afrique subsaharienne ont été couronnés de succès, par exemple en Afrique du Sud, même s'il faut noter que cette dernière est plus en capacité de gérer ces projets que d'autres pays de la région. Ce sont les contrats d'achat d'électricité qui ont remporté le plus de succès, avec 60 projets sur trois ans, pour un engagement total de 118 milliards de rands (environ 2½ % du PIB en 2017), dans un contexte favorable marqué par une forte concurrence au sein du secteur privé, qui a pesé sur les coûts, et une réserve de

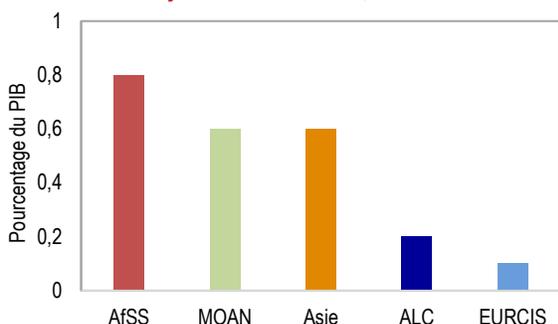
projets régulièrement renouvelée pour attirer les investisseurs. Le secteur du transport offre également des exemples de PPP réussis. La South African National Roads Agency Limited (SANRAL) a notamment concédé 1.288 kilomètres de son réseau routier, qui en totalise 19.700, dans le cadre de PPP de longue durée prévoyant la conception, la construction, le financement et l'exploitation des routes, puis leur transfert à la SANRAL. La route à péage de la province du Cap-Occidental (« Chapman's Peak Drive ») est considérée comme une prouesse de l'ingénierie, compte tenu de conditions géologiques très difficiles, et le réseau ferroviaire à grande vitesse Gautrain assure avec efficacité un service de navettes entre Pretoria et Johannesburg.

Les pays subsahariens devraient toutefois améliorer la gestion des PPP²². Depuis 2006, la valeur des projets litigieux a atteint en moyenne ¾ % du PIB, le ratio le plus élevé parmi les pays émergents et en développement. Cette proportion plus importante de contrats litigieux et la sélection moins efficace des projets PPP sont liées à la moindre efficacité des institutions qui gèrent les investissements publics (graphiques 3.16 et 3.17). Améliorer la gestion des investissements publics et la transparence budgétaire pourrait donc réduire le nombre de litiges (Nose, 2017).

Les PPP sont des instruments précieux pour le financement des investissements, mais, en l'absence de compétences et de cadres institutionnels

²¹ Les projets du secteur informatique mentionnés dans le graphique 3.15 se rapportent essentiellement à des infrastructures matérielles telles que les actifs de câblodistribution (réseaux à fibres optiques et autres types de réseaux à haut débit) et l'État y participe en tant qu'autorité contractante dans le cadre d'un accord de concession ou en tant que propriétaire des actifs, à moins que sa participation ne prenne une autre forme.

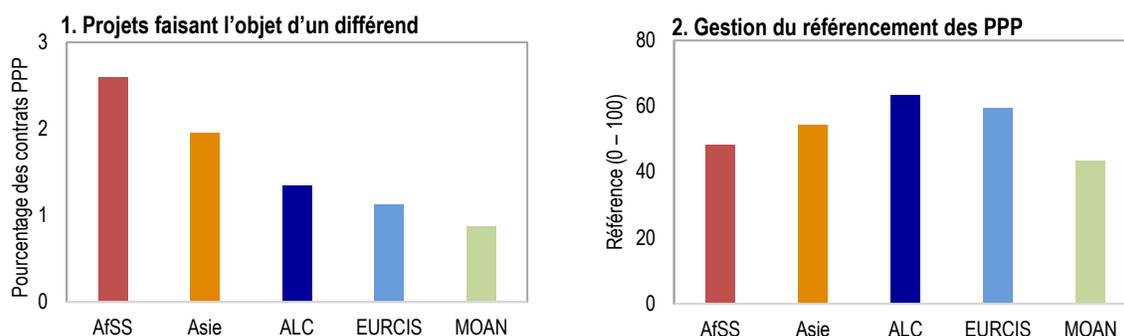
²² Il convient de noter que, dans le graphique 3.16, l'exercice comparatif pour la région MOAN ne couvre que neuf pays, dont deux sont des pays fragiles affichant des scores très bas (l'Afghanistan et l'Iraq), et les autres régions ont des échantillons plus larges. On comprend mieux pourquoi la région MOAN présente le plus mauvais score puisque, sans ces deux pays, sa moyenne serait supérieure à la moyenne de l'Afrique subsaharienne. L'échantillon pour l'Afrique subsaharienne couvre 20 pays.

Graphique 3.16. Échantillon de régions : PPP faisant l'objet d'un différend ou ayant été annulés/PIB, 2006–16

Source : Banque mondiale, base de données du projet de participation privée dans les infrastructures (PPI).

Note : AfSS = Afrique subsaharienne ; ALC = Amérique latine et Caraïbes ; EURCIS = Europe and Communauté des États indépendants ; MOAN = Moyen-Orient et Afrique du Nord.

appropriés, ils ne sont pas sans risques pour les budgets²³. Premièrement, ils peuvent être utilisés pour contourner les contraintes budgétaires ou traiter des projets en dehors du budget. Deuxièmement, les PPP ont besoin d'être soutenus d'une façon ou d'une autre par le secteur public, y compris sous forme de subventions d'équipement. Troisièmement, l'État peut être sollicité pour garantir des emprunts ou des recettes minimales ; or ces garanties sont synonymes d'engagements conditionnels, que l'État doit généralement honorer quand les projets échouent ou sont contestés. Enfin, comme les contrats en jeu s'inscrivent dans le long terme, les PPP peuvent impliquer un engagement à payer pendant de nombreuses années, ce qui est un facteur de rigidité pour les budgets futurs (FMI, 2014b, chapitre 3).

Graphique 3.17. Échantillon de régions : part des projets faisant l'objet d'un différend (2006–16) et référencement de la gestion des partenariats public-privé (2016)

Sources : Banque mondiale, base de données du projet de participation privée dans les infrastructures (PPI) ; Banque mondiale (2016).

Note : AfSS = Afrique subsaharienne ; ALC = Amérique latine et Caraïbes ; EURCIS = Europe and Communauté des États indépendants ; MOAN = Moyen-Orient et Afrique du Nord.

²³Par cadre institutionnel, nous entendons divers éléments nécessaires à la gestion des PPP, comme le contexte juridique et réglementaire, les directives de gouvernance et les pratiques d'investissement public, ainsi que les mécanismes de suivi et d'établissement de rapports.

²⁴La présente section se concentre sur les flux nets d'investissement direct étranger qui complètent les ressources intérieures. Par ailleurs, les sorties nettes, qui sont significativement moins importantes en Afrique subsaharienne, réduisent les ressources disponibles pour l'investissement privé intérieur.

Divers instruments permettent de gérer les risques budgétaires liés aux PPP. Le FMI et la Banque mondiale ont mis au point un outil spécialisé pour l'évaluation de ces risques.

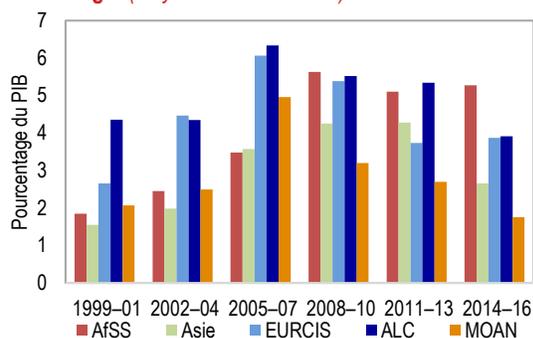
Le modèle d'évaluation des risques budgétaires des PPP (P-FRAM) vise à évaluer les coûts et risques budgétaires que peuvent engendrer les projets PPP ; il comprend une analyse de sensibilité fondée sur différentes hypothèses de macrovariables et de résolution des contrats (FMI et Banque mondiale, 2016). L'objectif du P-FRAM est d'aider les autorités à développer une stratégie d'atténuation des risques. À ce jour, des expériences pilotes d'utilisation du P-FRAM ont été conduites dans trois pays subsahariens : la Côte d'Ivoire, Maurice et le Niger.

En outre, des évaluations de la gestion des investissements publics (EGIP) réalisées par le FMI et la Banque mondiale aident à identifier les principales faiblesses des pratiques d'investissement public et à proposer des solutions adaptées aux contextes nationaux (FMI, 2015a). Cet outil n'est pas centré sur les PPP, mais certaines de ses composantes y sont liées. Les EGIP réalisées jusqu'ici ont concerné les pays suivants : le Botswana, le Burkina Faso, le Cameroun, la Côte d'Ivoire, le Ghana, le Libéria, Madagascar, Maurice, le Mozambique, le Togo et la Zambie.

Investissement direct étranger

L'IDE est un autre levier utile de l'investissement privé²⁴. Les avantages de l'IDE ne résident pas

Graphique 3.18. Échantillon de régions : investissement direct étranger (Moyennes sur trois ans)



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

Note : AfSS = Afrique subsaharienne ; ALC = Amérique latine et Caraïbes ; EURCIS = Europe and Communauté des États indépendants ; MOAN = Moyen-Orient et Afrique du Nord.

uniquement dans l'augmentation des ressources pour l'investissement, mais aussi dans le transfert de savoir et de technologie. Durant la dernière décennie, l'Afrique subsaharienne a été le premier destinataire de l'IDE en pourcentage du PIB parmi les régions émergentes et en développement. Le ratio IDE/PIB y était en moyenne d'un peu plus de 5 %, devant l'Amérique latine et les Caraïbes ; ailleurs, les chiffres oscillaient entre 2,5 et 4 % (graphique 3.18).

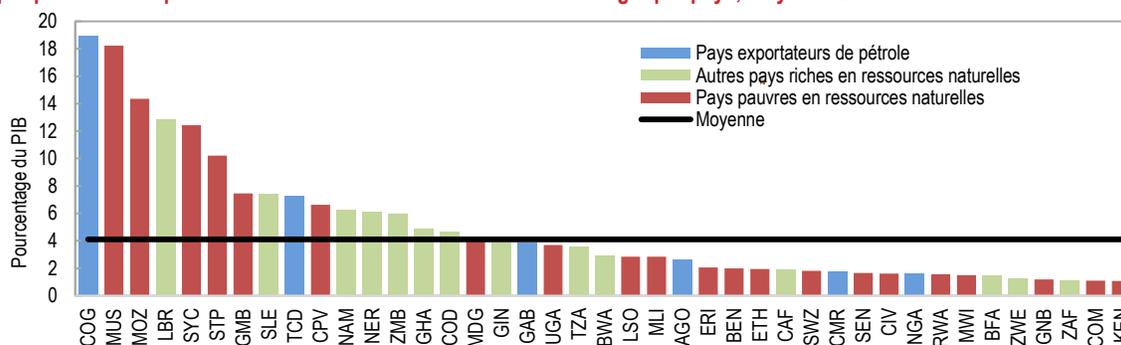
Les flux d'IDE rapportés au PIB tendent à se concentrer dans certains pays de la région, mais pas uniquement dans les pays riches en ressources. Cabo Verde, la Gambie, Maurice, le Mozambique, les Seychelles et São Tomé-et-Príncipe présentent depuis 2000 des ratios très supérieurs à la moyenne régionale, d'environ 4 %. Toutefois, plusieurs pays n'ont pas vraiment réussi à attirer l'IDE : les deux tiers des pays de la région ont des ratios inférieurs à la moyenne régionale (graphique 3.19)²⁵.

D'après les études publiées sur les déterminants de l'IDE, les facteurs favorisant l'entrée de ces flux sont les suivants : les grands marchés intérieurs et les ressources naturelles abondantes, les infrastructures disponibles, le niveau d'instruction de la main-d'œuvre, l'ouverture aux échanges commerciaux, la stabilité macroéconomique et politique et la qualité des institutions (Asiedu, 2002, 2006 ; Dupasquier et Osakwe, 2006). Il semble donc que les responsables de la politique économique pourraient attirer encore plus d'IDE en Afrique subsaharienne en renforçant la stabilité macroéconomique et politique, en fournissant de meilleurs services d'infrastructure et une main-d'œuvre plus qualifiée et en améliorant le cadre institutionnel.

Zones économiques spéciales

L'IDE est étroitement lié au développement des ZES, auxquelles des réformes économiques de grande ampleur sont préférables (FMI, 2011) mais qui peuvent jouer un rôle de catalyseur pour promouvoir une transformation structurelle. La transition économique observée en Chine depuis les années 80 sert souvent d'exemple pour illustrer la manière dont les ZES peuvent stimuler l'IDE (PNUD, 2015). Cependant, en Afrique subsaharienne, le bilan des ZES après deux décennies se révèle au mieux mitigé, puisque la plupart ont échoué ou n'ont pas été à la hauteur des attentes (FMI, 2011 ; Farole et Moberg, 2017). Peut-être est-ce dû au fait que les ZES d'Afrique subsaharienne proposent essentiellement des exonérations temporaires d'impôts et bien peu de choses en termes d'incitations non fiscales ou de dispositions réglementaires. En outre, il est établi que les choix de localisation des investissements ne sont pas dictés uniquement par la fiscalité (FMI, 2015b).

Graphique 3.19. Afrique subsaharienne : investissement direct étranger par pays, moyenne 2000–16



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

Note : voir page 94 pour le tableau des groupes de pays et page 95 pour le tableau des abréviations de pays.

²⁵Il convient de noter que certains pays comme l'Afrique du Sud, le Kenya ou le Sénégal disposent d'autres sources importantes de flux financiers (portefeuilles et prêts).

Néanmoins, ces dernières années, certains pays comme le Rwanda ont revu la conception des ZES et obtenu de meilleurs résultats (Steenbergen et Javorcik, 2017). D'autres, à l'instar de l'Éthiopie, ont su se montrer plus convaincants avec les investisseurs. Les expériences récentes les plus concluantes sont liées à un recentrage sur la création de pôles visant à dynamiser les secteurs exportateurs en favorisant la concurrence et l'amélioration de la qualité et en exploitant mieux les avantages comparatifs des pays.

De nombreuses ZES en Afrique subsaharienne se concentrent sur les vêtements, les textiles et l'agroalimentaire, secteurs dans lesquels les pays de la région disposent généralement d'un avantage concurrentiel (Éthiopie, Ghana, Kenya, Madagascar, Malawi, Maurice, Seychelles et Zimbabwe). Rares sont ceux qui, comme l'Afrique du Sud, le Mozambique, la Namibie, le Nigéria et la Zambie, ont réussi à créer des ZES pour des secteurs à plus forte intensité de capital (automobile ou aluminium, par exemple) (PNUD, 2015).

Diverses pistes sont envisageables pour accroître l'efficacité des ZES de la région, notamment : une meilleure intégration des programmes de ZES dans les stratégies de développement nationales et régionales, la promotion des investissements susceptibles d'être plus étroitement liés aux entreprises nationales, l'incitation des investisseurs étrangers à prendre plus de participations, l'amélioration de l'offre d'infrastructures et de la fourniture énergétique, la promotion des relations et des coentreprises entre investisseurs étrangers et sociétés locales, l'élaboration de programmes de formation et d'éducation tenant compte des besoins en main-d'œuvre des ZES, et l'amélioration de la conformité aux normes mondiales en matière de production et de protection de l'environnement (Farole et Moberg, 2017 ; Zeng, 2015). La réussite durable des ZES dépendra de leur capacité à catalyser la transformation de l'économie au sens large.

Initiatives internationales de soutien à l'investissement privé en Afrique subsaharienne

Diverses initiatives internationales visent à soutenir l'investissement privé en Afrique subsaharienne, notamment la nouvelle Route de la soie et le Pacte du G-20 avec l'Afrique.

L'initiative chinoise présentée en 2013 pour lancer la Ceinture économique terrestre et son corollaire

maritime du XXI^e siècle est un cadre destiné à relier la Chine avec l'Asie du Sud, l'Asie centrale, l'Asie de l'Ouest, l'Europe et l'Afrique par le biais du commerce, des infrastructures, de l'investissement et de la finance. L'objectif est de construire un pont terrestre en créant cinq grands couloirs économiques et des axes de transport maritime reliant de grands ports. Les financements nécessaires à ce projet, dont le coût pourrait totaliser 1.000 milliards de dollars sur 10 ans (essentiellement pour le développement des infrastructures), seraient levés en Chine. Des programmes spécifiques concernant les pays subsahariens prévoient de développer les infrastructures liées au transport et à l'énergie ainsi que d'autres ZES, tout particulièrement au Kenya (ports maritimes et réseau ferré) jusqu'à présent, mais l'Afrique du Sud, l'Éthiopie, le Mozambique et la Tanzanie cherchent aussi à participer activement au projet et un nombre croissant de pays devraient être couverts progressivement. Il convient aussi de noter qu'en 2015, lors du dernier Forum sur la coopération entre la Chine et l'Afrique (FOCAC), soit deux ans après le lancement de la nouvelle Route de la soie, la Chine a plus que doublé ses engagements (60 milliards de dollars) pour financer des projets et fournir une assistance technique afin de soutenir le développement africain.

Initiative internationale destinée à promouvoir l'investissement privé dans la région, le Pacte avec l'Afrique pourrait redynamiser les flux d'IDE. Il a été lancé au début de 2017 et prévoit la coopération du G-20, de la Banque africaine de développement, du FMI, de la Banque mondiale et de divers pays. Il vise plus particulièrement à coordonner les efforts des participants pour faciliter les projets en faveur de l'investissement privé (FMI, Banque africaine de développement et Banque mondiale, 2017).

Avec l'appui du FMI et de la Banque mondiale, le G-20 met en place un mécanisme de suivi du Pacte avec l'Afrique pour en garantir la continuité et la cohérence, mais aussi pour lancer des processus d'analyse comparative et d'apprentissage par les pairs. De manière générale, le mécanisme de suivi servira à évaluer les progrès réalisés par rapport aux engagements pris au titre des trois piliers du Pacte : cadre macroéconomique (préservation de la stabilité macroéconomique et investissements suffisants dans les infrastructures), cadre économique (moyen d'accroître l'attractivité des pays pour les investisseurs privés) et cadre financier (augmentation de l'offre de financements disponibles, à moindres coûts et à moindres risques).

Huit pays subsahariens participent au Pacte avec l'Afrique : le Bénin, la Côte d'Ivoire, l'Éthiopie, le Ghana, la Guinée, le Rwanda, le Sénégal et le Togo (et trois autres pays africains). Le bilan actuel des réformes en cours demeure mitigé, car tous les pays participants n'en sont pas au même stade, et certains n'ont rejoint le processus que récemment.

Au Ghana, les mesures prises dans le cadre du Pacte avec l'Afrique se concentrent sur les énergies renouvelables et l'efficacité énergétique et visent à promouvoir l'investissement privé ; elles se doublent de formations et d'un meilleur accès à des financements appropriés. Dans le même temps, le gouvernement s'emploie activement à procéder à la réforme structurelle du secteur de l'énergie, qui passe par un rééchelonnement de sa dette et des privatisations. Ceci s'est accompagné d'une évaluation approfondie des principales possibilités de développer le secteur privé et des principaux obstacles à lever dans cette optique (SFI, 2017).

En Côte d'Ivoire, les priorités sont de promouvoir l'activité et l'emploi privés et de renforcer les capacités du secteur électrique tout en préservant la viabilité financière. Des projets sont également en cours pour soutenir la valeur ajoutée dans le secteur du cacao.

Le Rwanda articule ses efforts autour de trois axes : définir un régime fiscal propice à l'investissement sans réduire la base d'imposition, accroître la réactivité des pouvoirs publics aux préoccupations du secteur privé et créer les instruments facilitant l'accès des investisseurs privés aux financements dans des secteurs particuliers. Les mesures connexes comprennent la coordination entre les autorités nationales chargées du développement, l'institution d'une table ronde trimestrielle des investisseurs et la mise en place d'un mécanisme de réponse aux investisseurs pour que les autorités obtiennent des retours d'informations plus rapides du secteur privé.

Au Sénégal, les autorités envisagent une approche particulière prévoyant de créer des pôles de développement régionaux avec des zones économiques spéciales. Le FMI, la Banque mondiale et d'autres institutions internationales soutiennent les efforts des autorités sénégalaises pour promouvoir l'accélération des réformes destinées à créer un secteur exportateur viable et, du même coup, des emplois pour les jeunes et les femmes au chômage dans ces pôles de développement régionaux.

L'Éthiopie veille en priorité à ce que sa participation au Pacte avec l'Afrique soit compatible avec son propre programme de croissance et de

transformation. Les priorités principales sont la poursuite d'une industrialisation ciblée, orientée sur les marchés extérieurs, la création de parcs industriels et l'aménagement de zones de « prêt-à-entreprendre ».

Le Togo a rejoint récemment le Pacte avec l'Afrique, après avoir préparé sa matrice de politiques et sa note d'information aux investisseurs, et veut améliorer les conditions de l'investissement privé.

Le Bénin et la Guinée élaborent les matrices présentant les grandes lignes de leurs politiques et précisant les conditions requises pour leur mise en œuvre. La participation de partenaires bilatéraux membres du G-20 est en préparation.

CONCLUSIONS ET RECOMMANDATIONS

L'Afrique subsaharienne doit stimuler l'investissement privé pour atteindre ses objectifs sociaux et de développement. Même si l'investissement privé a augmenté depuis 2000, les ratios investissement privé/PIB des pays subsahariens demeurent plus faibles que dans les pays dont le développement économique est comparable.

Un environnement macroéconomique et institutionnel favorable serait nécessaire pour accroître durablement l'investissement privé. Il faudrait donc garantir la stabilité macroéconomique, améliorer les perspectives économiques, s'ouvrir aux échanges commerciaux, approfondir les systèmes financiers et créer des infrastructures publiques efficaces. En matière institutionnelle, les cadres judiciaires, réglementaires et relatifs à l'insolvabilité doivent être renforcés. Les différentes expériences nationales montrent en outre que le règlement des conflits anciens est généralement suivi de hausses de l'investissement privé.

Bon nombre de pays d'Afrique subsaharienne ont lancé de vastes projets d'infrastructures publiques pour remédier aux déficits importants dans la région. Bien que ce type d'investissements publics puisse soutenir l'investissement privé, les responsables de la politique économique doivent garder à l'esprit qu'il peut parfois aussi l'évincer. Pour atténuer ce risque, il faudrait promouvoir des sources de financement différentes pour l'investissement tant public que privé, notamment l'approfondissement des marchés financiers intérieurs et les PPP, tout en veillant à une bonne gestion des risques y afférents. Par ailleurs, la promotion de l'IDE pourrait aider à favoriser l'investissement privé, et les expériences récentes de ZES créées pour attirer l'investissement se révèlent prometteuses.

Encadré 3.1. Réformes de politique publique et croissance de l'investissement privé

Cet encadré décrit le cadre analytique utilisé pour évaluer la relation entre les réformes de politique publique et l'investissement privé. Le principal constat est le suivant : des améliorations marquées et durables en matière de dette publique et d'inflation ainsi qu'un renforcement des institutions vont de pair avec une accélération de la croissance de l'investissement privé. Les échecs des réformes macroéconomiques et institutionnelles s'accompagnent généralement d'un freinage de la croissance de l'investissement privé, les investisseurs prudents anticipant un ralentissement ou un abandon des réformes.

L'analyse figurant dans l'encadré élargit le cadre de la Banque mondiale (2017) sur les causes de la faible croissance de l'investissement, ses conséquences et les réponses de politique publique à ce phénomène. L'accent est mis sur la croissance de l'investissement privé, et non de l'investissement total, ainsi que sur l'incidence de la stabilité macroéconomique et des réformes de politique publique. On utilise trois définitions d'une « avancée » et d'un « recul » :

- Les avancées et les reculs de la gouvernance sont définis de la même manière que dans Banque mondiale (2017).
- S'agissant des variables macroéconomiques, on définit une avancée (un recul) comme une baisse (une hausse) de deux ans supérieure (inférieure) à la moyenne moins (plus) un écart-type du ratio dette publique/PIB ou de l'inflation.

On ne tient pas compte des épisodes pendant lesquels une mesure s'est améliorée alors qu'une autre a reculé. L'échantillon englobe 97 pays émergents ou en développement, de 1996 à 2015, et exclut ceux ayant une population inférieure à 3 millions d'habitants¹.

On effectue une régression de panel dans laquelle la variable dépendante est la croissance réelle de l'investissement privé. Les régresseurs sont des variables muettes pour les avancées (t) et les reculs (s) sur la fenêtre ($[t-2, t+2]$ [$s-1, s+2$]) autour de ces épisodes, pour lesquels les paramètres d'avance et de retard sont déterminés en tenant compte de la significativité statistique et des degrés de liberté. Toutes les estimations incluent des effets fixes temporels, afin de neutraliser les chocs communs, et des effets fixes nationaux, afin de neutraliser l'hétérogénéité temporelle invariante au niveau national. On distingue les estimations significatives avec erreurs-types robustes au moyen d'astérisques.

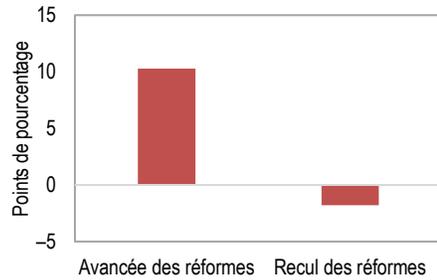
La conclusion essentielle est que l'investissement privé augmente après des améliorations majeures en matière de dette publique, d'inflation et de qualité des institutions (graphiques 3.1.1 et 3.1.2 ; tableau 3.1.1). Les reculs sont en général anticipés par les investisseurs, qui réduisent leurs dépenses. On neutralise également la croissance économique et la progression du revenu par habitant, mais leurs coefficients ont tendance à être statistiquement non significatifs et les principales constatations ne changent pas. De même, les avancées et les reculs des politiques publiques restent statistiquement significatifs même après élimination des effets temporels.

Cet encadré a été préparé par Nkunde Mwase à partir de Mwase (à paraître).

¹Le contenu de l'échantillon est le suivant : Afrique subsaharienne : Angola, Bénin, Burkina Faso, Burundi, Côte d'Ivoire, Éthiopie, Ghana, Guinée, Kenya, Libéria, Madagascar, Malawi, Mali, Mozambique, Niger, Nigéria, Ouganda, République du Congo, Sénégal, Sierra Leone, Tanzanie, Tchad, Togo, Zambie et Zimbabwe. Autres pays émergents et en développement : Afghanistan, Algérie, Arabie saoudite, Argentine, Azerbaïdjan, Bangladesh, Bélarus, Bolivie, Bosnie-Herzégovine, Brésil, Bulgarie, Cambodge, Chili, Chine, Colombie, Costa Rica, Croatie, Égypte, El Salvador, Émirats arabes unis, Équateur, Érythrée, Géorgie, Guatemala, Haïti, Honduras, Hongrie, Inde, Indonésie, Iran, Iraq, Jordanie, Kazakhstan, Kosovo, Koweït, Liban, Libye, Malaisie, Maroc, Mauritanie, Mexique, Moldova, Myanmar, Népal, Nicaragua, Oman, Pakistan, Panama, Papouasie-Nouvelle-Guinée, Paraguay, Pérou, Philippines, Pologne, RDP lao, République dominicaine, République kirghize, Roumanie, Russie, Serbie, Soudan, Sri Lanka, Tadjikistan, Thaïlande, Tunisie, Turquie, Ukraine, Uruguay, Venezuela et Viet Nam.

Encadré 3.1 (fin)

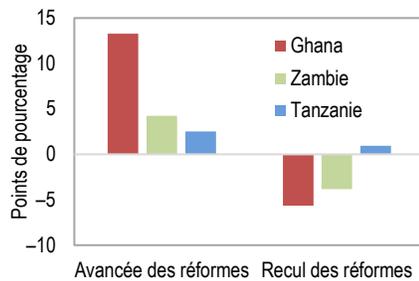
Graphique 3.1.1. Échantillon de pays d'Afrique subsaharienne : écart de croissance de l'investissement privé en périodes d'avancée et de recul de réformes



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

Note : Les colonnes indiquent l'écart moyen de croissance de l'investissement privé des 27 pays d'Afrique subsaharienne dans l'échantillon de panel de régression pendant des phases d'avancée ou de recul des réformes, comparé à des phases sans avancées ni reculs.

Graphique 3.1.2. Échantillon de pays d'Afrique subsaharienne : écart de croissance de l'investissement privé en périodes d'avancée et de recul de réformes relatives à la dette publique



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

Note : Les colonnes indiquent l'écart moyen de croissance de l'investissement privé durant les phases d'avancée et de recul des réformes relatives à la dette publique, comparé à des phases sans avancées ni reculs.

Tableau 3.1.1. Analyse événementielle : phase de réforme et de croissance de l'investissement privé

| Variable dépendante : croissance de l'investissement privé | Coefficient | Erreurs-types robustes |
|--|-------------|------------------------|
| Période $t - 1$ d'avancée des réformes | 1,15 | 1,35 |
| Période t d'avancée des réformes | 1,46 | 1,23 |
| Période $t + 1$ d'avancée des réformes | 2,42 | 1,29 * |
| Période $s - 1$ de recul des réformes | -3,99 | 1,25 *** |
| Période s de recul des réformes | -1,51 | 1,15 |
| Période $s + 1$ de recul des réformes | 1,89 | 1,23 |
| Période $s + 2$ de recul des réformes | -0,01 | 1,10 |
| Nombre d'observations | | 1582 |
| R^2 | | 0,135 |

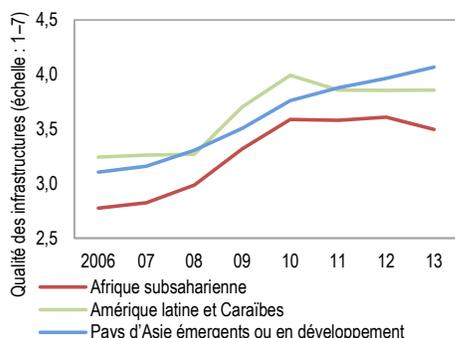
Source : calculs des services du FMI.

Note : La régression inclut les effets fixes temporels et spécifiques au pays. t correspond à une période d'avancée importante, et s correspond à une période de recul importante comme établi par la Banque mondiale (2017). Les coefficients d'erreurs-types robustes en gras sont significatifs aux niveaux suivants : *** $p < 0,01$, ** $p < 0,05$, ou * $p < 0,1$.

Encadré 3.2. Efficacité de l'investissement public en Afrique subsaharienne

Une meilleure efficacité de l'investissement public pourrait contribuer à une croissance économique plus solide et permettre de réaliser les objectifs sociaux recherchés et les priorités du développement. L'efficacité de l'investissement public en Afrique subsaharienne est moindre que dans d'autres régions du monde et pourrait progresser de quelque 35 %. Pour ce faire, il faudrait élever la qualité des institutions de la région, ce qui nécessiterait de renforcer la programmation et la sélection des partenariats public-privé (PPP), la crédibilité de la budgétisation pluriannuelle, l'efficacité de l'évaluation et de la sélection des projets, le suivi de leur mise en œuvre et l'enregistrement des infrastructures.

Graphique 3.2.1. Échantillon de régions : qualité perçue des infrastructures, 2006–13



Sources : département des finances publiques du FMI, base de données de l'évaluation de la gestion des investissements publics ; calculs des services du FMI.

En Afrique subsaharienne, l'amélioration de l'efficacité de l'investissement public est une priorité, car les pays ont encore des besoins substantiels en matière d'infrastructures et ne disposent que d'un espace budgétaire limité. Outre l'insuffisance des infrastructures dans la région, on estime généralement que celles qui existent sont de qualité relativement faible (graphique 3.2.1). Ainsi, la qualité de l'offre d'électricité, des routes et du réseau ferré est moins bien notée que celle des pays comparables de la région. Les résultats font également apparaître une grande marge d'amélioration de l'efficacité (tableau 3.2.1). Au regard des trois indices de mesure de l'efficacité utilisés, ils laissent penser que les pays d'Afrique subsaharienne pourraient augmenter d'environ 35 % l'efficacité de leurs investissements.

L'efficacité de l'investissement public varie beaucoup en fonction des pays. Selon une comparaison des scores d'efficacité entre groupes de pays de l'Afrique subsaharienne, l'efficacité de l'investissement est moindre dans les pays riches en ressources naturelles que dans ceux qui ne le sont pas. En outre, les pays de la Communauté de l'Afrique de l'Est sont plus performants que ceux de la Communauté économique et monétaire de l'Afrique centrale et de l'Union économique et monétaire ouest-africaine (tableau 3.2.2). Les pays exportateurs de pétrole font moins bien que les autres pays riches en ressources naturelles.

Tableau 3.2.1. Note moyenne d'efficacité par région

| Région | Infrastructures matérielles | Infrastructures de qualité | Indicateur hybride |
|--|-----------------------------|----------------------------|--------------------|
| Communauté des États indépendants | 0,935 | 0,716 | 0,788 |
| Pays d'Asie émergents ou en développement | 0,501 | 0,788 | 0,659 |
| Pays d'Europe émergents ou en développement | 0,753 | 0,708 | 0,727 |
| Amérique latine et Caraïbes | 0,580 | 0,769 | 0,709 |
| Moyen-Orient, Afrique du Nord, Afghanistan et Pakistan | 0,472 | 0,791 | 0,676 |
| Afrique subsaharienne | 0,460 | 0,803 | 0,642 |
| Pays avancés | 0,733 | 0,888 | 0,880 |

Sources : département des finances publiques du FMI, base de données de l'évaluation de la gestion des investissements publics ; calculs des services du FMI.

Tableau 3.2.2. Note moyenne d'efficacité par groupe

| Région | Infrastructures matérielles | Infrastructures de qualité | Indicateur hybride |
|---|-----------------------------|----------------------------|--------------------|
| Afrique subsaharienne | 0,460 | 0,803 | 0,642 |
| CEMAC | 0,305 | 0,625 | 0,511 |
| CAE | 0,487 | 0,874 | 0,735 |
| UEMOA | 0,369 | 0,814 | 0,619 |
| Pays exportateurs de pétrole | 0,196 | 0,594 | 0,269 |
| Pays pauvres en ressources naturelles | 0,446 | 0,858 | 0,698 |
| Autres pays riches en ressources naturelles | 0,602 | 0,813 | 0,656 |

Sources : département des finances publiques du FMI, base de données de l'évaluation de la gestion des investissements publics ; calculs des services du FMI.

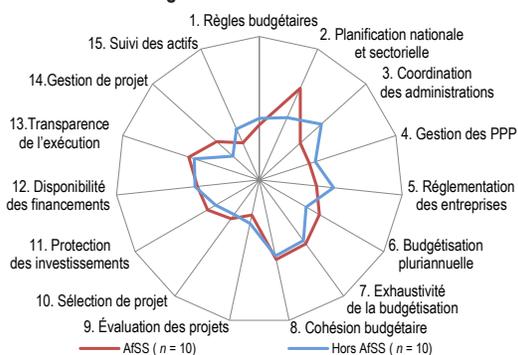
Note : CAE = Communauté de l'Afrique de l'Est ; CEMAC = Communauté économique et monétaire de l'Afrique centrale ; UEMOA = Union économique et monétaire ouest-africaine.

Parmi les déterminants de l'efficacité de l'investissement public dans les pays d'Afrique subsaharienne, les régressions entre pays laissent penser que la qualité des institutions est le facteur le plus important. Ces régressions couvrent la période 2000–15, et les scores d'efficacité sont une fonction d'une série de variables explicatives comprenant : 1) la qualité des institutions, mesurée par deux indicateurs du Forum économique mondial (contrôle de la corruption et qualité réglementaire), 2) l'aide officielle au développement, 3) le pourcentage de la population urbaine et 4) la

Cet encadré a été rédigé par Karim Barhoumi à partir de Barhoumi *et al.* (à paraître).

Encadré 3.2 (fin)

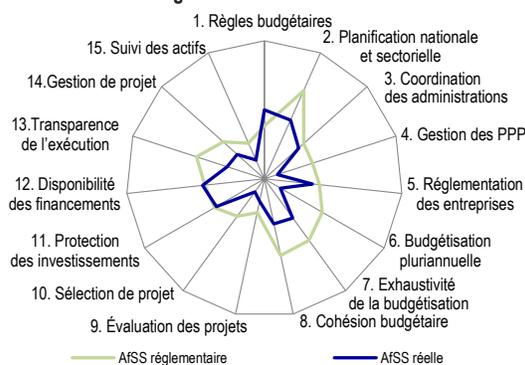
Graphique 3.2.2. Afrique subsaharienne : note EGIP du cadre réglementaire



Sources : département des finances publiques du FMI, base de données de l'évaluation de la gestion des investissements publics ; calculs des services du FMI.

Note : EGIP = évaluation de la gestion de l'investissement public.

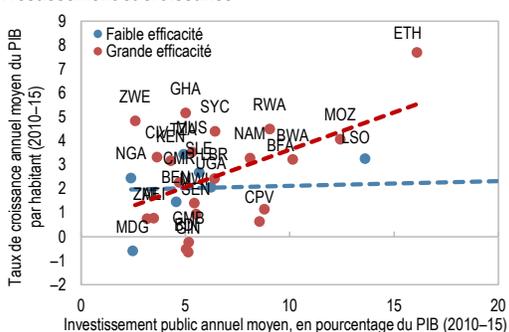
Graphique 3.2.3. Afrique subsaharienne : note EGIP du cadre réglementaire et de l'efficacité



Sources : département des finances publiques du FMI, base de données de l'évaluation de la gestion des investissements publics ; calculs des services du FMI.

Note : EGIP = évaluation de la gestion de l'investissement public.

Graphique 3.2.4. Afrique subsaharienne : investissement et croissance



Sources : département des finances publiques du FMI, base de données de l'évaluation de la gestion des investissements publics ; FMI, base de données des *Perspectives de l'économie mondiale* ; calculs des services du FMI.

Note : voir page 95 pour le tableau des abréviations de pays.

dépendance à l'égard des ressources naturelles, représentée par une variable muette pour les pays riches en ressources naturelles non renouvelables.

Globalement, les estimations montrent une corrélation positive entre l'efficacité de l'investissement public et la qualité des institutions, et une corrélation négative entre la dépendance aux ressources naturelles et l'efficacité de l'investissement public.

Les résultats initiaux de l'évaluation de la gestion de l'investissement public (pour 21 pays pilotes) montrent que les pays d'Afrique subsaharienne ont en général des cadres réglementaires similaires à la moyenne d'autres régions du monde. Le graphique 3.2.2 présente les scores moyens des cadres réglementaires de l'Afrique subsaharienne ainsi que ceux des pays émergents ou en développement. La première dispose de cadres légèrement meilleurs dans les domaines de la programmation nationale et sectorielle, de la budgétisation pluriannuelle et de la gestion de projets. En revanche, cette région a des réglementations moins bonnes dans les domaines de la coordination entre les administrations centrales et les collectivités locales, de la gestion des PPP, de la réglementation des entreprises et du suivi des actifs. En outre, le graphique 3.2.3 montre que, dans les domaines de la gestion des PPP, de la budgétisation pluriannuelle, de l'évaluation et de la sélection des projets, de leur gestion et du suivi des actifs, certaines réglementations existent mais ne sont pas employées de façon à rendre l'investissement public efficace.

L'efficacité de l'investissement public a des conséquences importantes sur la croissance. Comme l'indique le graphique 3.2.4, qui divise les pays d'Afrique subsaharienne en « très efficaces » (points rouges) et « peu efficaces » (points bleus) par rapport aux scores médians d'efficacité estimés, la corrélation entre l'investissement et la croissance est plus forte pour les pays très efficaces que pour les pays peu efficaces.

Le renforcement des institutions pourrait concourir à améliorer l'efficacité de l'investissement public en Afrique subsaharienne. Plus précisément, une hausse de 10 % de l'indice de contrôle de la corruption ou de celui de la qualité réglementaire serait susceptible d'entraîner une réduction d'environ 12 % de l'écart d'efficacité dans les pays d'Afrique subsaharienne (pour des résultats plus détaillés, voir Barhoumi *et al.* (à paraître)).

En résumé, il est possible de progresser dans plusieurs domaines de la gestion de l'investissement public en Afrique subsaharienne, et cela augmenterait l'efficacité de ce dernier. On pourrait y parvenir en renforçant la programmation et la sélection des PPP, la crédibilité de la gestion pluriannuelle, l'efficacité de l'évaluation et de la sélection des projets, le suivi de leur mise en œuvre et l'enregistrement des infrastructures.

Encadré 3.3. Développement des marchés nationaux de la dette en Afrique subsaharienne

Ces dernières années, le développement des marchés nationaux d'obligations d'État a fait l'objet d'un intérêt accru de la part des décideurs, des investisseurs et des analystes. Les États ont été incités à — ou se sont sentis obligés de — financer leurs déficits budgétaires croissants par l'émission de titres sur le marché interne. Parmi les raisons de cette orientation figurent les limitations du financement direct par le secteur bancaire, la moindre disponibilité de l'aide étrangère et/ou des prêts concessionnels étrangers du secteur officiel (États et institutions multilatérales) ainsi qu'une plus grande conscience des risques liés aux emprunts externes en devises. De façon plus positive, le développement des marchés obligataires nationaux peut contribuer à un approfondissement financier général.

Plusieurs pays africains ont allongé les échéances de leur dette interne du fait de l'essor de leurs marchés d'obligations d'État. Ainsi, la Côte d'Ivoire, la Namibie et l'Ouganda ont plus que doublé l'émission d'obligations d'État en monnaie nationale, le stock d'obligations libellées en monnaie nationale équivalant désormais à 8,5 % du PIB en moyenne. L'échéance des obligations émises est passée d'une moyenne de 1,5 an à 6,4 ans, avec certains pays comme le Ghana, le Kenya, la Namibie, le Nigéria et la Tanzanie émettant des obligations libellées en monnaie nationale à échéance de 15 ans ou plus.

Pour développer un marché obligataire viable, il faut :

- Un environnement politique stable, propice à une politique économique crédible. Le contexte politique doit être sûr et le gouvernement être un décideur fiable.
- Un contexte convenant aux émissions internes et un cadre efficace pour coordonner la gestion de la dette et la politique monétaire.
- Un cadre juridique et réglementaire qui facilite le fonctionnement des marchés primaires et secondaires des instruments financiers de l'État et des sociétés. Un cadre juridique clair et moderne des titres d'État est essentiel pour définir l'autorité d'emprunter ainsi que pour les opérations de marché et le système de règlement.
- L'adhésion à des politiques et pratiques de gestion de la dette saines visant à encourager le développement d'un marché obligataire national plus large. L'existence d'une stratégie à moyen terme de gestion de la dette et d'une programmation annuelle des emprunts consultable publiquement assure la transparence et la prévisibilité qui permettent une extension du marché.
- Un engagement de l'État à payer les taux d'intérêt de marché. Le marché ne peut se développer si l'État crée une base d'investisseurs captifs, en obligeant par la réglementation certaines institutions à acquérir des instruments de dette, ou s'il intervient régulièrement dans le processus d'émission pour gérer les taux auxquels il émet.
- Un système financier solide. En général, les banques sont les premiers investisseurs sur tout marché interne des obligations d'État. Leur solidité garantit également que des faillites n'alourdissent pas la charge financière de l'État.
- Une infrastructure de marché qui favorise les opérations, la transparence et la stabilité financière. Il faut établir des cadres adéquats pour la compensation, les règlements ainsi que la conservation des titres d'État et d'entreprises.
- Une population d'investisseurs diversifiée. Une base d'investisseurs large et hétérogène, différenciée en matière de risque, d'horizon d'investissement et de motivation pour opérer, peut assurer l'existence d'une demande de titres de la dette publique dans toutes les conditions de marché ainsi que contribuer à la liquidité du marché secondaire.
- La disponibilité de ressources suffisantes pour le développement du marché obligataire. Les contraintes de ressources, en particulier en termes de personnel et de capacités du service de gestion de la dette, des banques centrales, des régulateurs et du secteur privé, peuvent constituer un frein. En outre, les autorités doivent supporter certains coûts pendant la phase de lancement, par exemple sous forme de rendements supérieurs ou d'un risque de refinancement accru.

Cet encadré a été rédigé par Thordur Jonasson et James Knight.

Encadré 3.3 (*fin*)

Le développement des marchés internes de la dette peut présenter plusieurs avantages. L'émission d'obligations (d'entreprise ou d'État) complète les financements de source externe et bancaire. Elle peut contribuer à l'application de la politique monétaire, renforcer les marchés financiers, réduire le risque de change, activer le marché de l'épargne privée et faciliter le financement à long terme des infrastructures. En outre, le développement des marchés de la dette devrait faire partie d'une stratégie plus large de mobilisation des moyens de financement internes.

Le développement des sources internes de financement permettrait également d'atténuer les risques émanant des euro-obligations existantes. L'émission de ces titres a beaucoup augmenté pendant la période prolongée de taux d'intérêt bas qui a suivi la crise financière mondiale. Actuellement, les taux d'intérêt mondiaux commencent à se redresser et un retournement des flux de capitaux pourrait coïncider avec l'arrivée à échéance de la première vague d'euro-obligations. Le risque de refinancement pourrait devenir aigu, particulièrement dans les pays connaissant des déséquilibres macroéconomiques ; les marchés internes pourraient donc prendre encore plus d'importance.

Toutefois, l'essor des marchés obligataires internes peut avoir des conséquences pour la stabilité financière. Un marché plus dynamique, susceptible d'attirer des investisseurs internationaux, permettra de diversifier la base des investisseurs et peut-être d'allonger les échéances. Les entrées de capitaux étrangers peuvent présenter un grand intérêt pour un pays ne disposant pas de grandes institutions financières non bancaires constamment demandeuses de titres. La demande des investisseurs étrangers peut aussi réduire l'effet d'éviction. Néanmoins, les flux de capitaux externes peuvent être particulièrement sensibles au risque et aux rendements relatifs, d'où une sensibilité des marchés nationaux à de légères variations des taux d'intérêt mondiaux, qui a pour résultat des envolées puis des chutes des prix des actifs et des flux de crédit. C'est particulièrement le cas de certains pays d'Afrique subsaharienne où les marchés de la dette interne sont devenus une destination des investissements étrangers. Ainsi, les non-résidents détiennent à peu près 40 % des obligations d'État émises en Afrique du Sud et environ 50 % de la dette publique interne du Ghana. Comparativement, ils en détiennent en moyenne 25 % dans les pays émergents.

Encadré 3.4. La fintech en Afrique subsaharienne

La fintech (l'évolution de la technologie financière basée sur les innovations en matière de processus, d'applications, de produits et de modèles économiques) peut promouvoir l'efficacité dans le secteur financier en transformant le mode d'exercice de ses principales fonctions, comme les systèmes de paiement, les emprunts et l'épargne, le partage du risque et l'allocation des capitaux.

Comment la fintech peut soutenir l'investissement privé

En Afrique subsaharienne, la fintech pourrait soutenir l'investissement privé en se servant des plateformes mobiles existantes pour réduire les frictions de l'intermédiation de fonds entre les épargnants et les investisseurs. Même si l'essor des paiements mobiles dans cette région n'est pas directement lié aux services d'intermédiation financière, les fournisseurs de ce mode de paiement commencent à s'appuyer sur leur expérience, sur la maturité de la plateforme technologique et sur une base de clients importante pour offrir également des services d'intermédiation financière. Ainsi, au Kenya, M-Pesa propose les services de banque mobile M-Kesho et M-Shwari qui donnent accès à des comptes d'épargne et à des produits de micro-crédit. On peut aussi citer les exemples de Zoono et d'EasyEquities en Afrique du Sud. Zoono s'est associé à une plateforme de prêts participatifs afin de proposer aux entrepreneurs des services de financement, tandis qu'EasyEquities donne la possibilité d'investir dans différents produits (actions, fonds indiciels, titres négociables en bourse, etc.). À cet égard, l'introduction réussie des paiements mobiles dans la région constitue un bon point de départ. Même si les ratios d'inclusion financière restent faibles par rapport à d'autres régions du monde, l'Afrique subsaharienne est un leader mondial des paiements mobiles, grâce à des systèmes qui ont été une grande réussite, comme M-Pesa au Kenya, en Tanzanie et dans d'autres pays (graphique 3.4.1). Le succès de ces services résulte sans doute de plusieurs facteurs, dont une importante demande non satisfaite de services de paiement dans un marché disposant d'une infrastructure de téléphonie mobile relativement développée, une structure des prix de nature à attirer les clients et une réglementation adéquate des banques centrales qui ont donné à M-Pesa une marge pour entrer sur le marché.

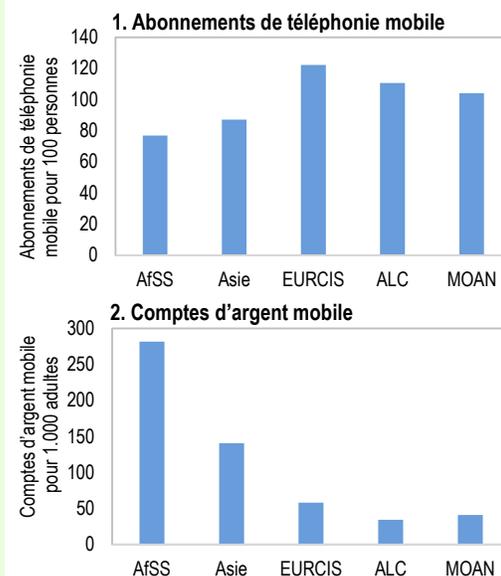
La fintech peut aussi favoriser la croissance de l'investissement dans la région en améliorant l'efficacité de l'infrastructure des marchés financiers, notamment les systèmes de paiement, de règlement et de compensation – tous étant peu développés en Afrique subsaharienne par rapport à d'autres régions du monde. Cette infrastructure permettant de réduire les différentes sources de risques financiers, tels que les risques systémiques, de crédit et de liquidité (BRI, 2012), son développement est susceptible de promouvoir à la fois la croissance de marchés, comme ceux des produits dérivés et des obligations, et le marché monétaire. Cela pourrait avoir des répercussions positives sur le financement des investissements en Afrique subsaharienne. Ainsi, les contreparties centrales peuvent améliorer le fonctionnement des marchés de produits dérivés, d'où la possibilité pour les banques de transférer de façon plus efficace le risque de crédit de leurs portefeuilles de prêts. En outre, des systèmes de règlement sans risque réduisent les frictions des activités de négoce sur les marchés obligataires, ce qui peut faciliter l'émission d'obligations de sociétés destinées à financer des projets d'investissement. Enfin, l'utilisation des technologies de registres distribués est explorée, car elle pourrait générer des gains d'efficacité.

Équilibrer l'arbitrage entre sécurité et efficacité

Il est important de souligner que les gains d'efficacité résultant de la fintech ne sont pas exempts de coûts sociaux. Il se peut que la fintech accentue certains des points faibles bien connus des systèmes financiers ou en crée de nouveaux (CBSB, 2017). Ainsi, une prolifération de produits et de services innovants pourrait rendre encore plus complexe la prestation de services financiers, d'où une plus grande difficulté à gérer et à maîtriser le risque opérationnel. La fintech peut également rendre plus difficile le respect des obligations de conformité, telles que celles concernant le blanchiment de l'argent et la lutte contre le financement du terrorisme, ainsi que la bonne gestion des cyberrisques.

Cet encadré a été rédigé par Hector Perez-Saiz, qui s'est basé sur Maino *et al.* (à paraître).

Graphique 3.4.1. Échantillon de régions : abonnements de téléphonie mobile et comptes d'argent mobile



Sources : Banque mondiale, base de données sur l'inclusion financière mondiale; Banque mondiale, base de données des Indicateurs de développement dans le monde.

Note : AfSS = Afrique subsaharienne ; ALC = Amérique latine et Caraïbes ; EURCIS = Europe and Communauté des États indépendants ; MOAN = Moyen-Orient et Afrique du Nord.

Annexe 3.1. Calcul de l'indice d'investissement réel et des taux de croissance de la région

Cette annexe décrit comment est calculé l'indice d'investissement réel figurant au graphique 3.3 dans le corps du chapitre 3. D'abord, pour chaque pays j , on décompose la croissance de l'investissement réel annuel total en ses composantes privée et publique :

$$g_{j,t} = \alpha_{j,t-1}g_{j,t}^{pr} + (1 - \alpha_{j,t-1})g_{j,t}^{pu} = c_{j,t}^{pr} + c_{j,t}^{pu}, \quad (A3.1.1)$$

où $\alpha_{j,t-1}$ est la part de l'investissement privé dans l'investissement total du pays j ; $g_{j,t}^{pr}$ et $g_{j,t}^{pu}$ sont, respectivement, les taux de croissance de l'investissement privé et de l'investissement public. On calcule ensuite la moyenne pondérée de tous les pays en prenant les pondérations de chaque composante dans les PIB en parité de pouvoir d'achat, afin de pouvoir décomposer le taux de croissance de l'investissement total dans la région de la manière suivante : $g_t = c_t^{pr} + c_t^{pu}$. Enfin, on calcule l'indice de l'investissement réel i_t de façon récursive au moyen de $i_t = i_{t-1}c_t^{pr} + i_{t-1}c_t^{pu}$, en partant de $i_{1999} = 1$, et $c_{2000}^{pr} = \alpha_{2000}$ et $c_{2000}^{pu} = 1 - \alpha_{2000}$. où

$$\alpha_t = \frac{\sum_j (\alpha_{j,t} \omega_{j,t})}{\sum_j \omega_{j,t}} \quad (A3.1.2)$$

est la moyenne pondérée par les PIB en parité de pouvoir d'achat de la part de l'investissement privé dans tous les pays.

Afin de neutraliser les effets des valeurs extrêmes et d'être cohérent avec la décomposition présentée ci-dessus, on calcule comme suit, pour chaque année, les taux de croissance de l'investissement privé et public dans la région :

$$\begin{aligned} \hat{g}_t^{pr} &= \frac{c_t^{pr}}{\alpha_{t-1}} \\ \hat{g}_t^{pu} &= \frac{c_t^{pu}}{1 - \alpha_{t-1}}, \end{aligned} \quad (A3.1.3)$$

de sorte que le taux de croissance de l'investissement total régional puisse être exprimé comme une moyenne pondérée des taux de croissance des composantes privée et publique :

$$g_t = \alpha_{t-1} \hat{g}_t^{pr} + (1 - \alpha_{t-1}) \hat{g}_t^{pu}. \quad (A3.1.4)$$

Annexe 3.2. Déterminants des ratios d'investissement fixe privé dans les pays émergents et les pays en développement

Cette annexe présente l'approche empirique utilisée pour l'analyse des déterminants institutionnels des ratios d'investissement fixe privé dans les pays émergents et les pays en développement. Elle donne des détails sur la méthodologie économétrique, les données et les résultats des estimations.

Régressions de référence

Dans les régressions de référence, on explique le ratio investissement privé/PIB par sa valeur retardée et par ses déterminants traditionnels recensés dans les études économiques (notamment Servén, 2003 ; FMI, 2005 ; Cavallo et Daude, 2011 ; Lim, 2014 ; Banque mondiale, 2017), en utilisant l'équation de données de panel dynamique à effets fixes :

$$\left(\frac{I}{Y}\right)_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \left(\frac{I}{Y}\right)_{i,t-1} + \beta_2 \left(\frac{IG}{Y}\right)_{i,t} + \beta_3 \ln(Ypc_{i,t}) + \beta_4 \left(\frac{PI}{PY}\right)_{i,t} + \beta_5 IR_{i,t} + \beta_6 g_{i,t} + \eta_i + \gamma_t + \varepsilon_{i,t}, \quad (A3.2.1)$$

dans laquelle I/Y est le ratio investissement fixe privé/PIB ; IG/Y le ratio investissement fixe public/PIB ; Ypc le PIB réel par habitant en parité de pouvoir d'achat ; PI/PY le ratio déflateur de l'investissement fixe brut/déflateur du PIB (le prix relatif du capital) ; IR le taux d'intérêt réel ; g la croissance du PIB réel ; η_i et γ_t des effets fixes par pays et par an (afin de neutraliser respectivement l'hétérogénéité non observée des pays et les chocs mondiaux), et $\varepsilon_{i,t}$ est le terme d'erreur. L'échantillon final de l'estimation est composé de 101 pays émergents ou en développement de 1980 à 2015¹. Les sources de données sont indiquées au tableau de l'annexe 3.2.3.

L'estimation repose sur la méthode des moments généralisés (MMG) (Arellano et Bover, 1995 ; Blundell et Bond, 1998) pour remédier au biais de Nickell (1981) résultant de la variable dépendante retardée et d'éventuels problèmes d'endogénéité entre les variables².

Les résultats, qui figurent au tableau de l'annexe 3.2.1, confirment la persistance du ratio d'investissement privé. Conformément à l'effet d'éviction de l'investissement privé par l'investissement public (Cavallo et Daude, 2011 ; FMI, 2017), le coefficient du ratio investissement public/PIB est significatif avec le signe négatif attendu. Toutefois, cet effet d'éviction est atténué si la disponibilité de financements augmente dans l'économie, comme l'implique un degré supérieur de développement financier (colonne 2). La croissance du PIB réel est également significative, tant d'un point de vue statistique qu'économique : une hausse d'un écart-type de la croissance du PIB réel (+6,2 %) se traduit par une augmentation de 1,3 point de pourcentage du ratio d'investissement. Le prix relatif de l'investissement réduit les ratios d'investissement privé, alors que ni le niveau du PIB par habitant ni le taux d'intérêt réel ne sont significatifs³.

¹Afrique du Sud, Algérie, Angola, Antigua-et-Barbuda, Argentine, Arménie, Azerbaïdjan, Bahamas, Bahreïn, Bangladesh, Barbade, Bélarus, Belize, Bénin, Bhoutan, Bolivie, Bosnie-Herzégovine, Botswana, Brésil, Bulgarie, Burkina Faso, Burundi, Cabo Verde, Cameroun, Chili, Chine, Colombie, Comores, Costa Rica, Côte d'Ivoire, Croatie, Djibouti, Dominique, Égypte, Équateur, Éthiopie, Gabon, Gambie, Ghana, Grenade, Guatemala, Guinée, Guinée Bissau, Guinée équatoriale, Haïti, Honduras, Hongrie, Inde, Indonésie, Iran, Jordanie, Kenya, Koweït, Lesotho, Liban, Malaisie, Maroc, Maurice, Mexique, Moldova, Mongolie, Monténégro, Mozambique, Myanmar, Namibie, Népal, Nicaragua, Niger, Oman, Ouganda, Panama, Pérou, Pologne, République centrafricaine, République démocratique du Congo, République dominicaine, République du Congo, République kirghize, Roumanie, Russie, Rwanda, Sainte-Lucie, Saint-Vincent-et-les Grenadines, São Tomé-et-Príncipe, Sénégal, Serbie, Seychelles, Sierra Leone, Sri Lanka, Suriname, Swaziland, Tanzanie, Tchad, Thaïlande, Togo, Tunisie, Ukraine, Uruguay, Venezuela, Yémen, Zambie.

²L'hypothèse nulle du test Im-Pesaran-Shin selon laquelle tous les panels de l'échantillon ont une racine unitaire est rejetée à un niveau de significativité inférieur à 0,1 %. Les régressions MGM sont effectuées en utilisant la procédure en deux étapes avec la correction de l'échantillon fini de Windmeijer. On considère la variable dépendante retardée comme prédéterminée et instrumentée avec un ou deux retards. Les autres régresseurs sont traités comme des variables endogènes et instrumentés avec deux retards et plus, alors que les effets fixes et certaines variables institutionnelles, comme la qualité réglementaire et le coût de résolution des faillites, sont considérés comme exogènes. On teste la validité des instruments en utilisant le test de Hansen, le nombre d'instruments étant inférieur au nombre de pays afin de ne pas trop fragiliser ce test, comme le suggère Roodman (2009). On teste l'absence d'autocorrélation des résidus au moyen du test AR(2), tandis que le test AR(1) est rejeté dans toutes les régressions, ce qui semble indiquer, comme on s'y attend, une autocorrélation de premier ordre du terme d'erreur différencié.

³Les autres variables de contrôle considérées sont l'inflation, un indice du taux de change effectif réel (afin de neutraliser les effets de la compétitivité), les termes de l'échange, les prix du pétrole en interaction avec une variable muette pour les exportateurs de pétrole, l'investissement direct étranger, les estimations des stocks de capital public et privé, la consommation publique en pourcentage du PIB, la dette externe et la balance courante exprimée en pourcentage du PIB. Aucune de ces variables n'est significative et leur inclusion ne modifie pas les résultats présentés ici.

La décomposition de l'incidence de la croissance du PIB selon son niveau indique la présence d'un effet non linéaire (colonne 3)⁴. Enfin, les régressions incluent également des variables structurelles comme les indicateurs *Doing Business*, les Indicateurs de la gouvernance dans le monde et les indicateurs du *International Country Risk Guide* de la Banque mondiale ; des variables représentatives des infrastructures, telles que le nombre de routes goudronnées en proportion du nombre total de routes ou l'accès à l'électricité en pourcentage de la population (résultats non présentés) ; le développement financier, mesuré par l'indice de développement financier du FMI (Svirydzenka, 2016) ; l'ouverture du compte de capital (représentée par l'indice Chinn-Ito) ; et l'ouverture aux échanges. Toutefois, aucune de ces variables n'a un effet direct significatif sur l'investissement privé (colonnes 5 à 7). L'incidence de la croissance du PIB réel sur l'investissement n'est significative que dans les pays les plus riches de l'échantillon (c'est-à-dire ceux dont le niveau moyen du PIB par habitant dépasse la médiane de l'échantillon, soit 5.072 dollars en parité de pouvoir d'achat de 2011). C'est probablement parce que les institutions sont de meilleure qualité dans ces pays (colonne 4). La prochaine section examine donc si l'environnement institutionnel influe sur la relation entre la croissance et l'investissement.

Interactions de la croissance du PIB avec les institutions et effets de la croissance du PIB par groupes de pays

On élargit les régressions de référence en ajoutant des interactions entre la croissance du PIB réel et certaines des variables structurelles mentionnées ci-dessus ou en classant les pays par groupes en fonction de leurs caractéristiques structurelles. Le tableau de l'annexe 3.2.2 présente les résultats des régressions. En tenant compte des effets des interactions avec les indicateurs *Doing Business*, les Indicateurs de la gouvernance dans le monde et les indicateurs du *International Country Risk Guide* de la Banque mondiale, seules quelques variables sont significatives ; il faut toutefois interpréter les résultats avec prudence, car les indicateurs ne sont disponibles qu'à partir de la fin des années 90 ou du milieu des années 2000, ce qui implique une réduction sensible de la taille de l'échantillon. L'effet de la croissance du PIB sur l'investissement est notamment plus important quand la qualité réglementaire est supérieure et quand le coût de résolution des faillites (en pourcentage de la valeur immobilière de l'entreprise) est inférieur (colonnes 1 et 2)⁵.

Suivant Servén (2003), on classe les pays par groupes en fonction du niveau de développement des infrastructures (routes goudronnées et accès à l'électricité), de l'ouverture aux échanges, du développement financier ou de l'ouverture du compte de capital, selon que le niveau moyen de chaque variable structurelle dans un pays est supérieur ou inférieur à la médiane de l'échantillon ; cela permet à chaque groupe d'avoir un coefficient différent sur la variable de croissance du PIB dans les régressions⁶. Les résultats indiquent un effet positif de cette croissance dans les groupes de pays ayant un grand nombre de routes goudronnées ainsi qu'un niveau élevé d'accès à l'électricité et d'ouverture aux échanges (colonnes 3 à 5), une ouverture limitée du compte de capital (colonne 6) et un haut degré de développement financier (colonne 7).

⁴Pour chaque pays, on considère que la croissance du PIB réel est forte (faible) si elle est supérieure (inférieure) à la moyenne historique nationale mesurée au cours de la période d'estimation.

⁵Selon la définition donnée par les Indicateurs de la gouvernance dans le monde, « la qualité réglementaire est perçue comme la capacité de l'État à formuler et à mettre en œuvre des politiques et des réglementations saines qui permettent et favorisent le développement du secteur privé ». La qualité réglementaire concerne les marchés de produits, le marché du travail (voir p. ex. la question « Dans quelle mesure la réglementation du travail représente-t-elle un obstacle à la croissance de votre entreprise ? »), la fiscalité et d'autres aspects influant sur la facilité de créer et de faire fonctionner une entreprise. Cet indicateur étant essentiellement fondé sur une enquête portant sur des impressions plutôt que sur des informations objectives, les résultats obtenus doivent être interprétés avec prudence.

⁶Les régressions incluent également le carré de la croissance du PIB réel afin de neutraliser la possibilité que les pays ayant de meilleures institutions puissent avoir des taux de croissance supérieurs, et donc des ratios d'investissement plus élevés. Toutefois, l'inclusion de cette variable ne modifie pas la significativité des coefficients d'interaction avec les variables structurelles.

Tableau de l'annexe 3.2.1. Facteurs explicatifs des ratios d'investissement privé dans les pays émergents ou en développement : régressions de référence

| Variable dépendante : ratio investissement privé/PIB | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) | (7) |
|--|---------------------|---------------------|---------------------|----------------------|---------------------|----------------------|---------------------|
| Ratio investissement privé/PIB, avec un an de décalage | 0,793*** (10,58) | 0,764*** (8,88) | 0,800*** (9,69) | 0,811*** (11,23) | 0,781*** (10,43) | 0,858*** (14,30) | 0,775*** (10,03) |
| Ratio investissement public/PIB | -0,557** (-2,45) | -1,362** (-2,37) | -0,546** (-2,48) | -0,521** (-2,36) | -0,625** (-2,03) | -0,514*** (-2,76) | -0,471** (-2,53) |
| PIB réel par habitant en logarithme | 2,885 (0,96) | -0,406 (-0,13) | 0,691 (0,30) | 1,777 (0,55) | 1,689 (0,81) | 1,821 (1,15) | 2,071 (0,48) |
| Prix relatif de l'investissement en logarithme | -1,516** (-2,39) | -0,999 (-1,32) | -1,273** (-2,07) | -1,751*** (-2,70) | -1,219* (-1,82) | -0,761 (-1,23) | -1,354** (-2,00) |
| Taux d'intérêt réel | -0,034 (-1,01) | -0,022 (-0,72) | -0,037 (-0,86) | -0,025 (-0,89) | -0,013 (-0,44) | 0,045 (0,72) | -0,031 (-1,06) |
| Croissance du PIB réel | 0,209* (1,86) | 0,239* (1,91) | | | 0,181* (1,83) | 0,190*** (2,86) | 0,209* (1,87) |
| Croissance du PIB réel bas | | | 0,372 (1,25) | | | | |
| Croissance du PIB réel élevé | | | 0,228* (1,90) | | | | |
| Développement financier × ratio d'investissement public | | 5,946** (2,02) | | | | | |
| Indice de développement financier | | -25,888 (-1,52) | | | | | 0,232 (0,02) |
| Croissance du PIB réel × pays à faible revenu ¹ | | | | -0,263 (-0,87) | | | |
| Croissance du PIB réel × pays à revenu élevé ¹ | | | | 0,321*** (3,50) | | | |
| Ouverture aux échanges commerciaux | | | | | 0,027 (1,13) | | |
| Ouverture du compte de capital | | | | | | 0,096 (0,29) | |
| Effets fixes annuels | Oui | Oui | Oui | Oui | Oui | Oui | Oui |
| Observations | 2.194 | 2.185 | 2.194 | 2.194 | 2.194 | 2.143 | 2.185 |
| Nombre de pays | 101 | 100 | 101 | 101 | 101 | 99 | 100 |
| Nombre d'instruments | 51 | 58 | 54 | 54 | 50 | 69 | 54 |
| Valeur-p du test AR(2) | 0,693 | 0,544 | 0,603 | 0,687 | 0,835 | 0,994 | 0,662 |
| Valeur-p du test d'Hansen | 0,303 | 0,305 | 0,347 | 0,237 | 0,097 | 0,146 | 0,17 |

Source : calculs des services du FMI.

Note : estimations à partir du système Arellano et Bond — méthode des moments généralisés. Terme constant inclus mais pas communiqué. PIB réel par habitant en parité de pouvoir d'achat. Statistiques z robustes entre parenthèses.

* $p < 0,10$; ** $p < 0,05$; *** $p < 0,01$.¹Respectivement plus faible et plus élevé que le pays médian, d'après Sérven (2003).

Tableau de l'annexe 3.2.2. Facteurs explicatifs des ratios d'investissement privé dans les pays émergents ou en développement : effets d'interaction avec la croissance du PIB et effets de la croissance du PIB par groupes de pays

| Variable dépendante : ratio investissement privé/PIB | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) | (7) |
|---|---------------------|----------------------|----------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| Ratio investissement privé/PIB, avec un an de décalage | 0,878*** (14,11) | 0,877*** (7,78) | 0,824*** (9,92) | 0,879*** (14,53) | 0,867*** (11,52) | 0,880*** (12,97) | 0,873*** (11,98) |
| Ratio investissement public/PIB | -0,508** (-1,84) | -0,414** (-2,28) | -0,528*** (-2,70) | -0,546** (-2,33) | -0,488** (-2,17) | -0,340* (-1,76) | -0,471** (-2,14) |
| PIB réel par habitant en logarithme | 1,465 (1,63) | -0,480 (-0,18) | 1,324 (0,52) | 3,017 (0,85) | 1,458 (0,98) | 0,767 (0,29) | 3,665 (0,92) |
| Prix relatif de l'investissement en logarithme | 0,193 (0,12) | -1,127 (-1,41) | -1,322 (-1,41) | -1,203 (-1,57) | -1,001 (-1,43) | -0,530 (-0,78) | -1,219 (-1,37) |
| Taux d'intérêt réel | 0,211 (2,14) | 0,036 (0,19) | -0,059* (-1,66) | -0,001 (-0,01) | -0,008 (-0,25) | 0,028 (0,59) | 0,008 (0,24) |
| Croissance du PIB réel | 0,542* (1,67) | 0,692** (2,00) | | | | | |
| Qualité des réglementations | -3,566 (-1,37) | | | | | | |
| Croissance du PIB réel × qualité des réglementations | 0,425** (2,39) | | | | | | |
| Coût de la résolution de l'insolvabilité (% de l'immobilier des entreprises) | | 0,026 (0,27) | | | | | |
| Croissance du PIB réel × coût de la résolution de l'insolvabilité | | -0,030*** (-3,35) | | | | | |
| Pays aux routes goudronnées | | | 4,840 (1,09) | | | | |
| Croissance du PIB réel × pays aux routes peu goudronnées ¹ | | | 0,215 (1,29) | | | | |
| Croissance du PIB réel × pays aux routes goudronnées ¹ | | | 0,281* (1,93) | | | | |
| Pays avec accès élargi à l'électricité | | | | -2,936 (-0,64) | | | |
| Croissance du PIB réel × pays avec faible accès à l'électricité ¹ | | | | 0,107 (0,46) | | | |
| Croissance du PIB réel × pays avec grand accès à l'électricité ¹ | | | | 0,332** (1,99) | | | |
| Ouverture aux échanges commerciaux | | | | | 0,017 (1,01) | | |
| Croissance du PIB réel × pays avec faible ouverture aux échanges commerciaux ¹ | | | | | 0,262 (1,09) | | |
| Croissance du PIB réel × pays avec grande ouverture aux échanges commerciaux ¹ | | | | | 0,257* (1,78) | | |
| Ouverture du compte de capital | | | | | | 0,111 (0,21) | |
| Croissance du PIB réel × pays avec faible ouverture du compte de capital ¹ | | | | | | 0,331* (1,77) | |
| Croissance du PIB réel × pays avec grande ouverture du compte de capital ¹ | | | | | | 0,217 (1,47) | |
| Indice de développement financier | | | | | | | -10,365 (-0,98) |
| Croissance du PIB réel × pays au développement financier faible ¹ | | | | | | | -0,119 (-0,74) |
| Croissance du PIB réel × pays au développement financier élevé ¹ | | | | | | | 0,465*** (3,28) |
| Croissance du PIB réel, au carré | | | -0,011** (-2,18) | -0,001 (-0,70) | -0,002** (-2,09) | -0,003* (-1,95) | 0,000 (0,32) |
| Effets fixes annuels | Oui | Oui | Oui | Oui | Oui | Oui | Oui |
| Observations | 1.623 | 778 | 2.113 | 2.194 | 2.194 | 2.143 | 2.185 |
| Nombre de pays | 100 | 89 | 98 | 101 | 101 | 99 | 100 |
| Nombre d'instruments | 45 | 32 | 59 | 58 | 60 | 58 | 60 |
| Valeur-p du test AR(2) | 0,979 | 0,863 | 0,407 | 0,743 | 0,944 | 0,939 | 0,591 |
| Valeur-p du test d'Hansen | 0,425 | 0,402 | 0,364 | 0,210 | 0,696 | 0,216 | 0,392 |

Source : calculs des services du FMI.

Note : estimations à partir du système Arellano et Bond — méthode des moments généralisés. Terme constant inclus mais pas communiqué. PIB réel par habitant en parité de pouvoir d'achat. Statistiques z robustes entre parenthèses. *p < 0,10; **p < 0,05; ***p < 0,01.

¹Respectivement plus faible et plus élevé que le pays médian, d'après Sérven (2003).

Tableau de l'annexe 3.2.3. Définitions des variables et des sources

| Variable | Source |
|---|--|
| Formation brute de capital fixe privé (% du PIB) | FMI, base de données des <i>Perspectives de l'économie mondiale</i> ; Nations Unies. |
| Formation brute de capital fixe public (% du PIB) | FMI, base de données des <i>Perspectives de l'économie mondiale</i> ; Nations Unies. |
| Croissance du PIB réel | FMI, base de données des <i>Perspectives de l'économie mondiale</i> ; Nations Unies. |
| PIB réel par habitant, en parité de pouvoir d'achat | FMI, base de données des <i>Perspectives de l'économie mondiale</i> ; Nations Unies. |
| Prix relatif de l'investissement (indice des prix de formation de capital/déflateur du PIB) | Tableaux 9.0 Penn World |
| Taux d'intérêt réel | Banque mondiale, <i>Indicateurs de développement dans le monde</i> |
| Qualité des réglementations | Banque mondiale, base de données des indicateurs <i>Doing Business</i> |
| Coût de la résolution de l'insolvabilité (% de l'immobilier des entreprises) | Banque mondiale, Worldwide Governance Indicators database |
| Routes goudronnées, % de l'ensemble des routes | Banque mondiale, <i>Indicateurs de développement dans le monde</i> |
| Accès à l'électricité, % de la population | Banque mondiale, <i>Indicateurs de développement dans le monde</i> |
| Ouverture aux échanges commerciaux ((importations + exportations), % du PIB) | FMI, base de données des <i>Perspectives de l'économie mondiale</i> |
| Ouverture financière <i>de jure</i> (indice Chinn-Ito) | Chinn et Ito (2006), mise à jour de juillet 2017 |
| Indice de développement financier | Svirydzenka (2016) |

BIBLIOGRAPHIE

- Arellano, M., and O. Bover. 1995. "Another Look at the Instrumental Variable Estimation of Error-Components Models." *Journal of Econometrics* 68: 29–51.
- Asiedu, E. 2002. "On the Determinants of Foreign Direct Investment to Developing Countries: Is Africa Different?" *World Development*, 30 (1): 107–19.
- . 2006. "Foreign Direct Investment in Africa: The Role of Natural Resources, Market Size, Government Policy, Institutions and Political Stability." *World Economy* 29(1): 63–77.
- Bank for International Settlements (BIS). 2012. "Principles of Financial Market Infrastructures." Basel.
- Barhoumi, K., H. Va, S. Nikaein Towfighian, and R. Maino. Forthcoming. "Public Investment Efficiency in sub-Saharan African Countries: What Lies Ahead?" IMF African Department Paper, International Monetary Fund, Washington, DC.
- Basel Committee on Banking Supervision (BCBS). 2017. "Sound Practices: Implications of Fintech Developments for Banks and Bank Supervisors." Basel.
- Beck, T., and R. Cull. 2014. "Small- and Medium-Sized Enterprise Finance in Africa." Africa Growth Initiative Working Paper 16, Brookings Institution, Washington, DC.
- Beck, T., S. Munzele Maimbo, I. Faye, and T. Triki. 2011. "Financing Africa: Through the Crisis and Beyond." World Bank, Washington, DC.
- Bernanke, B., C. Lown, and B. Friedman. 1991. "The Credit Crunch." *Brookings Papers on Economic Activity* 2: 205–47.
- Blundell, R., and S. Bond. 1998. "Initial Conditions and Moment Restrictions in Dynamic Panel Data Models." *Journal of Econometrics* 87: 115–43.
- Cavallo, E., and C. Daude. 2011. "Public Investment in Developing Countries: A Blessing or a Curse?" *Journal of Comparative Economics* 39(1), 65–81.
- Chinn, M. D., and H. Ito. 2006. "What Matters for Financial Development? Capital Controls, Institutions, and Interactions." *Journal of Development Economics* 81(1): 163–92.
- Čihák, M., A. Demirgüç-Kunt, E. Feyen, and R. Levine. 2012. "Benchmarking Financial Systems around the World," Policy Research Working Paper 6175, World Bank, Washington, DC.
- Dupasquier, C., and P. Osakwe. 2006. "Foreign Direct Investment in Africa: Performance, Challenges, and Responsibilities," *Journal of Asian Economics* 17(2): 241–60.
- Erden, L., and R. G. Holcombe. 2005. "The Effects of Public Investment on Private Investment in Developing Economies." *Public Finance Review* 33(5): 575–602.
- Farole, T., and L. Moberg. 2017. "Special Economic Zones in Africa, Political Economy Challenges and Solutions." *In The Practice of Industrial Policy: Government-Business Coordination in Africa and East Asia*, edited by J. Page and F. Tarp. Oxford: Oxford University Press.
- Freixas, X., L. Laeven, and J-L. Peydró. 2015. "Systemic Risk, Crises, and Macroprudential Regulation." MIT Press, Cambridge, MA.
- International Finance Corporation (IFC). 2017. "Creating Markets in Ghana. County Private Sector Diagnostic." World Bank, Washington, DC.
- International Monetary Fund (IMF). 2005. "Global Imbalances: A Saving and Investment Perspective." Chapter 2, *World Economic Outlook*. Washington, DC, October.
- . 2011. *Regional Economic Outlook: Sub-Saharan Africa*. Washington, DC, October.
- . 2014a. "Is It Time for an Infrastructure Push? The Macroeconomic Effects of Public Investment." Chapter 3, *World Economic Outlook*. Washington, DC, October.
- . 2014b. *Regional Economic Outlook: Sub-Saharan Africa*. Washington, DC, October.
- . 2015a. "Making Public Investment More Efficient." Staff Report, Washington, DC.
- . 2015b. "Options for Low Income Countries' Effective and Efficient Use of Tax Incentives for Investments, A Report to the G20 Development Working Group by the IMF, OECD, UN and World Bank." Washington, DC.
- . 2015c. "Private Investment: What's the Holdup?" Chapter 4, *World Economic Outlook*. Washington, DC, April.
- . 2016. *Regional Economic Outlook: Sub-Saharan Africa*. Washington, DC, April.
- . 2017. *Regional Economic Outlook: Sub-Saharan Africa*. Washington, DC, April.
- International Monetary Fund (IMF) and World Bank (WB). 2016. "Public-Private Partnerships Fiscal Risk Assessment Mode User Guide." Washington, DC.
- International Monetary Fund (IMF), African Development Bank and World Bank Group. 2017. "The G20 Compact with Africa, A Joint AfDB, IMF and WBG Report." Baden-Baden. www.compactwithafrica.org.
- Jorgenson, D., and C. Siebert. 1968. "A Comparison of Alternative Theories of Corporate Investment Behavior." *American Economic Review* 58: 681–712.

- Kapan, T., and C. Minoiu. 2013. "Balance Sheet Strength and Bank Lending during the Global Financial Crisis." IMF Working Paper 13/102, International Monetary Fund, Washington, DC.
- Lim, J. 2014. "Institutional and Structural Determinants of Investment Worldwide." *Journal of Macroeconomics* 41: 160–77.
- Maimbo, S., and C. Henriquez-Gallegos. 2014. "Interest Rate Caps around the World. Still Popular, but a Blunt Instrument." Policy Research Working Paper 7070, World Bank, Washington, DC.
- Maino, R., A. Massara, H. Perez-Saiz, P. Sharma, and A. Sy. Forthcoming. "FinTech in SSA: A Game Changer." African Department Paper. International Monetary Fund, Washington, DC.
- Mwase, N. Forthcoming. "Policy Reform and Private Investment Growth." IMF Working Paper, International Monetary Fund, Washington, DC.
- Nickell, S. 1981. "Biases in Dynamic with Fixed Effects." *Econometrica* 49 (6): 1417–26.
- Nose, M. 2017. "Enforcing Public-Private Partnership Contract: How do Fiscal Institutions Matter." IMF Working Paper 17/243, Washington, DC.
- Roodman, D. 2009. "How to do xtabond2: An Introduction to Difference and System GMM in Stata." *Stata Journal* 9(1): 86–136.
- Servén, L., 2003. "Real-Exchange-Rate Uncertainty and Private Investment in LDCs." *Review of Economics and Statistics* 85(1): 212–18.
- Steenbergen, V., and B. Javorcik. 2017. "Analyzing the Impact of the Kigali Special Economic Zone on Firm Behavior." Working Paper F-38419-RWA-1, London School of Economics, International Growth Center.
- Svirydzenka, K. 2016. "Introducing a New Broad-based Index of Financial Development." IMF Working Paper 16/5, International Monetary Fund, Washington, DC.
- Sy, A. 2015. "Trends and Developments in African Frontier Bond Markets." Brookings Policy Paper 2015-01, Brookings Institution, Washington, DC.
- United Nations Development Program (UNDP). 2015. "If Africa Builds Nests, Will the Birds Come? Comparative Study on Special Economic Zones in Africa and China." UNDP-IPRRC Working Paper, New York.
- World Bank. 2016. "Benchmarking Public-Private Partnerships Procurement 2017." World Bank, Washington, DC.
- . 2017. "Weak Investment in Uncertain Times: Causes, Implications, and Policy Response." Chapter 3, *Global Economic Prospects*, Washington, DC, January.
- Zeng, D. 2015. "Global Experiences with Special Economic Zones. Focus on China and Africa." World Bank Policy Research Working Paper 7240. World Bank, Washington, DC.