

2. Flux de capitaux vers l'Afrique subsaharienne : causes et conséquences

Dans le sillage de la crise financière mondiale, les flux de capitaux non officiels vers l'Afrique subsaharienne (AfSS) ont augmenté de manière spectaculaire¹. Alors que l'aide publique au développement acheminée vers la région tend à diminuer, ces flux non officiels pourraient fournir les financements indispensables aux initiatives de développement et stimuler la croissance économique et le bien-être. Des entrées abondantes pourraient toutefois poser problème sur le plan macroéconomique et menacer la stabilité économique, en créant des risques de surchauffe économique, de surévaluation monétaire et de flambées du crédit intérieur et des prix des actifs. En l'absence de cadres budgétaires et macroprudentiels adaptés, elles pourraient encourager un endettement excessif des secteurs public et privé et accentuer les asymétries de devises, d'échéances et de structure du capital dans les bilans, ce qui fragiliserait les pays destinataires en cas de retraits soudains des capitaux dus à des facteurs exogènes.

L'impact des flux de capitaux dépend des types de flux. Les flux d'endettement sont généralement considérés comme les plus risqués, et les flux d'investissement direct étranger (IDE), comme les plus sûrs². Le lieu de résidence de l'investisseur compte également : les investisseurs non résidents tendent à être plus frileux que les investisseurs nationaux (Forbes et Warnock, 2012 ; Ghosh *et al.*, 2014). Les épisodes récents de sorties des capitaux et l'instabilité des marchés qui leur a succédé dans certains pays émergents nous rappellent que les flux de capitaux internationaux sont fondamentalement volatils et qu'il est important d'améliorer la résilience face à d'éventuels retournements de flux.

Dans ce contexte, le présent chapitre examine la dynamique et les conséquences des mouvements de capitaux internationaux à destination de l'Afrique subsaharienne en se concentrant sur trois aspects essentiels :

- Comment les flux de capitaux non officiels, ventilés par type d'actifs et par lieu de résidence des investisseurs, ont-ils évolué dans le temps ?
- Quels sont les principaux moteurs de ces flux et dans quelle mesure la région est-elle vulnérable à une modification soudaine des conditions de financement mondiales ?
- Quelles sont les conséquences macroéconomiques des flux, tant en termes de risques (surévaluation monétaire, surchauffe économique et instabilité financière, etc.) que de bénéfices potentiels pour l'investissement intérieur et la croissance économique, par exemple ?

À partir d'un échantillon de 45 pays d'Afrique subsaharienne observés entre 1980 et 2017, notre analyse montre que les capitaux non officiels affluant vers la région atteignent des niveaux historiquement hauts. Rapportés au poids économique, ces flux nets vers l'Afrique subsaharienne sont en fait plus importants que ceux destinés aux pays émergents, depuis quelques années. L'augmentation s'explique principalement par un gonflement des flux d'engagements (acquisition d'actifs nationaux par des non-résidents), qui ont plus que triplé depuis le milieu de la décennie 2000, tandis que, du côté des actifs, les résidents nationaux ont continué d'investir à l'étranger (base nette).

En termes de composition, l'IDE reste dominant, malgré la progression considérable des flux d'investissements de portefeuille, en particulier en titres de créance. Les flux de capitaux non officiels sont également devenus plus volatils. Globalement, les flux de capitaux de non-résidents sont plus instables et, parmi les différents types, la catégorie « autres investissements » (incluant les flux bancaires

Ce chapitre a été préparé par une équipe dirigée par Mahvash S. Qureshi et composée de Francisco Arizala, Xiangming Fang et Mustafa Yenice.

¹Dans ce chapitre, le terme « flux de capitaux » se rapporte au compte financier de la balance des paiements. Les flux de capitaux non officiels excluent les flux d'avoires de réserve et les flux d'autres investissements officiels (actifs et passifs) (voir l'annexe 2.1 en ligne pour la description des données et les sources utilisées). Les termes « flux de capitaux » et « flux financiers » sont utilisés de façon interchangeable tout au long du chapitre.

²Voir, par exemple, Korinek (2018) et Ghosh, Ostry et Qureshi (2017). L'impact de l'IDE peut toutefois varier selon qu'il s'agit d'investissements « nouveaux », de fusions et d'acquisitions, ou simplement d'un « aller-retour » de flux (Calderon, Loayza et Servén, 2004 ; Aykut, Sanghi et Kosmidou, 2017 ; Gopalan, Ouyang et Rajan, 2018).

internationaux) est la plus volatile pour les pays subsahariens, comme pour les pays émergents.

Certains facteurs mondiaux, notamment les taux d'intérêt américains et les prix des produits de base, contribuent largement à expliquer la dynamique des flux vers l'Afrique subsaharienne, des taux d'intérêt américains plus bas et des prix des produits de base plus élevés encourageant les entrées, et inversement. L'importance relative de ces facteurs dépend toutefois du type de flux : l'instabilité des marchés mondiaux influe plus fortement sur les investissements de portefeuille étrangers, tandis que les taux d'intérêt aux États-Unis et les prix des produits de base ont des effets plus marqués sur l'IDE. D'après les données mensuelles sur les flux de fonds d'investissement et les prix des actifs (rendements des obligations souveraines et rendements boursiers) pour un sous-groupe de pays subsahariens, il semble que ces variables soient fortement corrélées avec les conditions de financement mondiales et que leur sensibilité aux facteurs mondiaux se soit accrue avec la crise financière mondiale.

Les facteurs mondiaux sont importants, mais les facteurs intérieurs expliquent aussi le comportement des flux. Les pays caractérisés par une croissance économique vigoureuse, un régime commercial plus ouvert et des institutions de meilleure qualité tendent à bénéficier d'entrées plus importantes et sont moins susceptibles de faire face à un retournement des flux d'investissement étrangers.

S'agissant des conséquences macroéconomiques, aucun élément ne montre de façon très probante que les flux de capitaux de non-résidents soient, dans l'ensemble, fortement liés à des déséquilibres macroéconomiques ou financiers en Afrique subsaharienne ; le type de flux compte, en revanche. En moyenne, les entrées d'investissements de portefeuille sont susceptibles d'amener le taux de change et la production réels au-dessus de leurs niveaux tendanciels et d'alimenter la croissance du crédit, deux conséquences tendant à augmenter le risque de crise financière. Toutefois, les flux de portefeuille n'ont pas été, du moins historiquement, corrélés de façon étroite à l'investissement intérieur, ni à la croissance économique, même s'ils semblent effectivement doper la consommation publique (y compris les dépenses sociales). L'IDE entrant paraît, en revanche, stimuler directement l'investissement intérieur et, partant, soutenir la croissance économique.

Ces résultats attestent que les mouvements de capitaux non officiels sont devenus une source de plus en plus importante de financements extérieurs pour l'Afrique subsaharienne, même si la relation entre ces flux, la stabilité macroéconomique et l'investissement ainsi que la croissance économique dans la région est complexe. Certes, les financements extérieurs non officiels sont indispensables pour remédier à l'insuffisance des ressources et promouvoir le développement économique régional, mais leur volatilité intrinsèque en fait une source de financement moins sûre et potentiellement risquée. De ce fait, la gestion macroéconomique rigoureuse des flux de capitaux est essentielle et devrait tenir compte de la nature des capitaux (IDE, investissements de portefeuille, prêts, etc.), de leurs emplois et de leurs effets au plan intérieur et des types d'investisseurs et d'emprunteurs.

À cet égard, comme les emprunteurs souverains subsahariens se fournissent de plus en plus sur les marchés internationaux pour financer leurs initiatives de développement, les dirigeants doivent veiller scrupuleusement à ce que les ressources empruntées soient bien utilisées, rehaussent la productivité et promeuvent la croissance économique. Ils veulent attirer des capitaux étrangers, mais doivent penser aux conséquences éventuelles pour les taux de change, par exemple la volatilité et les désalignements qui peuvent pénaliser le secteur des biens exportables et nuire à la compétitivité. Des mesures structurelles qui réduiraient les rigidités nominales et faciliteraient les ajustements des taux de change réels pourraient d'ailleurs être utiles, même si, dans certains cas, des interventions sur le marché des changes pourraient se justifier pour limiter les surévaluations et permettre la constitution de volants de réserve suffisants.

Il faut aussi prendre garde à la surchauffe économique et à l'accumulation de facteurs de vulnérabilité dans les bilans (des secteurs privé et public) pour atténuer le risque d'atterrissage difficile en cas de retrait des capitaux. Des politiques macroéconomiques anti-cycliques et des mesures d'ordre prudentiel devraient être adoptées pour limiter ces sources de vulnérabilité et préserver la viabilité de la dette. Il est donc impératif d'améliorer l'établissement et la transmission en temps opportun des données relatives aux balances des paiements pour suivre les flux en temps réel et mettre rapidement en œuvre les politiques souhaitables. Comme en outre l'IDE tend moins à être un

facteur de vulnérabilité et qu'il est plus susceptible de rehausser l'investissement privé et la croissance, il faudrait viser en priorité à attirer les investisseurs directs dans la région en s'appuyant sur des fondamentaux macroéconomiques intérieurs solides et un climat plus favorable aux affaires. À l'avenir, ces facteurs joueront sans doute un rôle encore plus important pour attirer les capitaux étrangers, car les conditions de financement mondiales pourraient se détériorer à la suite de la normalisation de la politique monétaire dans les pays avancés.

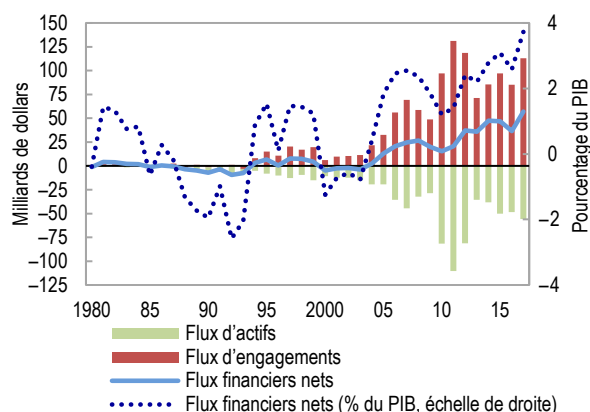
ÉVOLUTION DES MOUVEMENTS DE CAPITAUX

En Afrique subsaharienne, le paysage financier s'est profondément transformé au cours des toutes dernières décennies. L'intégration financière régionale a progressé, avec un assouplissement progressif des restrictions relatives aux comptes des opérations financières et une forte augmentation des flux de capitaux non officiels, en particulier depuis la crise financière mondiale (graphique 2.1). Les flux nets de capitaux non officiels vers l'Afrique subsaharienne, qui avoisinaient au total 4 milliards de dollars pendant les années 80 et 90, ont été multipliés par 6, atteignant 25 milliards de dollars en 2007, avant de doubler, à environ 60 milliards de dollars, en 2017. Rapportés au PIB également, les flux nets de capitaux vers les pays subsahariens ont atteint un niveau historique (3 % du PIB) et dépassé le niveau des flux vers les pays émergents (d'environ 2 % du PIB) entre 2015 et 2017 (graphique 2.2)³. La différence entre les flux nets respectifs reçus par ces deux groupes de pays est encore plus importante si l'on tient compte de la taille de leurs marchés financiers respectifs (mesurés par M2 ; graphique de l'annexe 2.1.1 en ligne).

L'augmentation des flux nets est principalement imputable aux flux de capitaux de non-résidents (ou d'engagements), qui sont passés de 70 milliards de dollars en 2007 à 113 milliards de dollars en 2017. Cette forte hausse a été générale, les flux de capitaux de non-résidents ayant plus que doublé dans la plupart des pays subsahariens depuis la crise financière mondiale (graphique 2.3), tandis que, du côté des actifs, les résidents intérieurs ont continué d'investir à l'étranger sur une base nette (graphique 2.4).

³Les tendances restent identiques si l'on retire de l'échantillon l'Afrique du Sud, l'un des principaux destinataires des flux de capitaux non officiels. Dans ce cas, les flux nets sont passés d'environ 1 milliard de dollars en 2007 à environ 44 milliards de dollars en 2017, avec une progression d'environ 50 milliards de dollars des flux liés aux engagements (graphiques de l'annexe 2.1.2 et 2.1.3 en ligne).

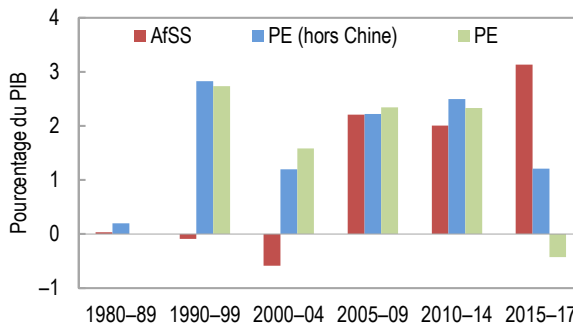
Graphique 2.1. Afrique subsaharienne : flux financiers, 1980–2017



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

Note : Les chiffres indiqués pour 2017 sont provisoires. Une valeur négative indique une sortie de capitaux. Les flux représentés ne tiennent pas compte des flux d'actifs de réserve et des flux au titre des autres investissements publics. Les flux financiers nets en pourcentage du PIB correspondent à la somme des flux financiers de la région en pourcentage du PIB régional.

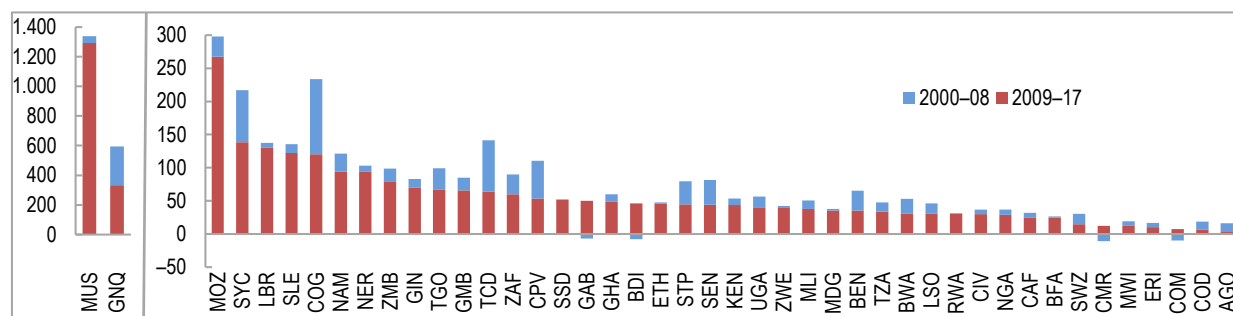
Graphique 2.2. Afrique subsaharienne et pays émergents : flux financiers nets, 1980–2017



Sources : FMI, base de données des *Perspectives de l'économie mondiale* ; calculs des services du FMI.

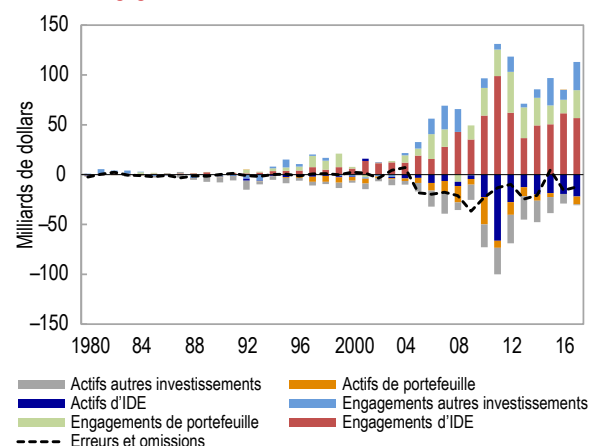
Note : 1980–89 : pas de statistiques pour le groupe PE hors Chine en raison du manque de données disponibles sur les flux d'actifs de réserve de la Chine à cette période. 1990–99 : données disponibles sur la Chine pour la période 1997–99. AfSS = Afrique subsaharienne ; PE = pays émergents.

L'accroissement des flux de capitaux non officiels s'oppose à la tendance déclinante de l'aide publique au développement dont bénéficie la région. Dans le même temps, les émissions obligataires souveraines ont notablement augmenté et laissent penser que les pays concernés diversifient les sources de financement pour couvrir leurs besoins de développement (graphiques de l'annexe 2.1.4 et 2.1.5 en ligne). Les flux d'investissements de portefeuille (en particulier en titres de créance) ont ainsi notablement gonflé, même

Graphique 2.3. Afrique subsaharienne : flux d'engagements avant et après la crise financière mondiale, 2000–17 (En pourcentage du PIB)

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

Note : Les chiffres indiqués pour 2017 sont provisoires. Une valeur négative indique une sortie de capitaux. Les flux représentés correspondent aux valeurs cumulées en pourcentage du PIB enregistré en 2017. Ils ne tiennent pas compte des autres investissements publics. Les données pour la Guinée équatoriale et Maurice sont représentées sur une échelle différente en raison de l'importance du volume des flux d'engagements. Tableau des codes pays : voir page 55.

Graphique 2.4. Afrique subsaharienne : composition des flux d'engagements et d'actifs, 1980–2017

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

Note : Les chiffres indiqués pour 2017 sont provisoires. Une valeur négative indique une sortie de capitaux. Les flux représentés ne tiennent pas compte des autres investissements publics. La somme des différents éléments ne correspond pas nécessairement au total des flux d'engagements et d'actifs en raison du manque de données disponibles. IDE = investissement direct étranger.

si l'IDE demeure le premier type de flux de capitaux de non-résidents vers la région (graphiques de l'annexe 2.1.6 et 2.1.7 en ligne)⁴.

Du côté des actifs (résidents intérieurs), les sorties se concentrent dans les catégories des investissements directs et des autres investissements, encore que les

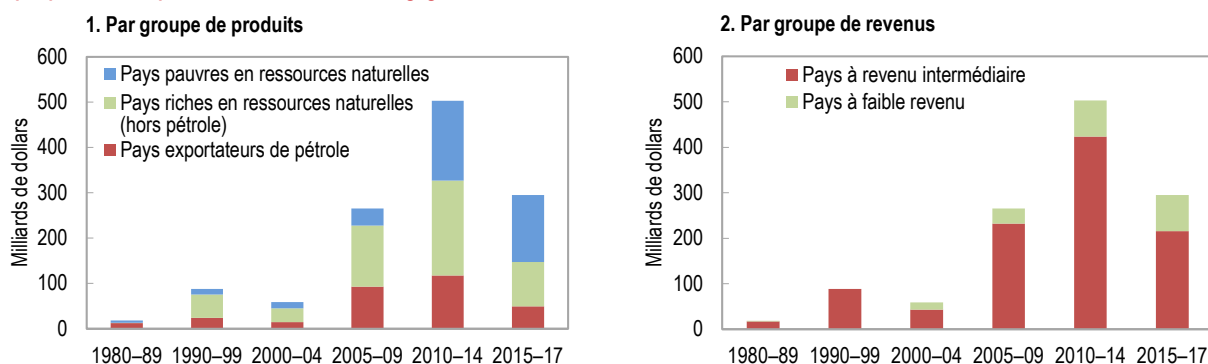
sorties d'IDE concernent surtout Maurice, une place financière internationale (graphique de l'annexe 2.1.8 en ligne). L'échelle des sorties d'Afrique subsaharienne liées aux résidents a souvent attiré une attention considérable, plusieurs études estimant que ces sorties, mais aussi les erreurs presque toujours négatives et les omissions observées dans les balances des paiements, signalaient un « exode des capitaux intérieurs »⁵. En pourcentage du PIB, pourtant, les flux d'actifs en Afrique subsaharienne sont comparables à ceux des pays émergents, même si les erreurs et omissions y ont été bien plus nombreuses, en particulier depuis 2005 et surtout de la part des exportateurs de pétrole de la région (graphiques de l'annexe 2.1.9 et 2.1.10 en ligne).

Avec la constitution de stocks liée à l'accumulation des flux, l'augmentation des flux de capitaux de non-résidents s'est traduite par un quintuplement du stock des engagements extérieurs de l'Afrique subsaharienne depuis 2000, et le stock de la dette extérieure a plus que doublé. La part de la dette à court terme dans la dette extérieure totale, d'environ 8 % au début de la première décennie 2000 et passée à 14 % ces dernières années (graphiques de l'annexe 2.1.11 et 2.1.12 en ligne), est plus particulièrement préoccupante. La dette extérieure subsaharienne est essentiellement celle du secteur public : la dette publique représentait en moyenne environ 80 % de la dette extérieure totale en 2017⁶.

⁴Même si peu de données désagrégées des balances des paiements concernant les flux officiels et non officiels d'investissements de portefeuille en titres de créance sont disponibles pour l'Afrique subsaharienne, une comparaison des émissions récentes d'obligations d'État et de sociétés semble montrer qu'une partie importante des flux d'investissements de portefeuille en titres de créance vont au secteur public. S'agissant de l'IDE, un changement s'est également opéré au niveau des secteurs destinataires : alors que les industries extractives en étaient les principales bénéficiaires dans les années 80 et 90, l'IDE en faveur des secteurs manufacturiers et des services progresse depuis quelques années (CNUCED, 2017).

⁵Voir, par exemple, Ndikumana et Boyce (2003) et Fofack et Ndikumana (2010).

⁶Le chiffre est moindre (inférieur à 50 %) pour certains pays ayant accès aux marchés (comme l'Afrique du Sud, Maurice et le Nigéria).

Graphique 2.5. Afrique subsaharienne : flux d'engagements, 1980–2017

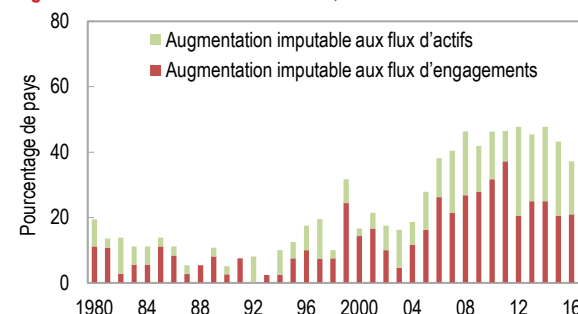
Source : FMI, base de données des *Perspectives de l'économie mondiale*.

Note : voir page 54 pour la composition des groupes de pays.

Évolutions en cours

Quels ont été les principaux destinataires des flux de capitaux étrangers non officiels ces dernières années ? Depuis la crise financière mondiale, la part des flux reçus par les pays pauvres en ressources naturelles, essentiellement des pays à faible revenu, s'est accrue (graphique 2.5), alors que les années précédentes la majeure partie des investissements étrangers avait bénéficié aux pays riches en ressources naturelles (principalement du fait d'investissements directs importants dans les secteurs des ressources naturelles). Parmi les pays dépourvus de ressources naturelles, la Côte d'Ivoire, l'Éthiopie, le Kenya et Maurice ont été les destinations préférées des investisseurs étrangers, recevant au total plus de 40 % des afflux entre 2015 et 2017⁷.

Tout en se concentrant dans un petit nombre de pays, les flux étrangers ont considérablement augmenté dans l'immense majorité des pays, tant en valeur absolue qu'en proportion du PIB. En 2000, par exemple, les flux nets moyens reçus par les pays d'Afrique subsaharienne représentaient environ 0,5 % du PIB, et le chiffre est passé à 3 % en 2007, puis à 5 % en 2017⁸. Un plus grand nombre de pays connaissent donc des épisodes d'afflux « massifs » qui, aux fins d'analyse, sont définis ici comme les flux nets de capitaux (rapportés au PIB) qui se situent dans le premier tiers des observations de l'échantillon du

Graphique 2.6. Afrique subsaharienne : augmentation des flux financiers nets, 1980–2017

Sources : FMI, base de données des *Perspectives de l'économie mondiale* ; calculs des services du FMI.

pays lui-même et de l'échantillon de l'Afrique subsaharienne (graphique 2.6)⁹. Ces gonflements résultent habituellement de modifications des flux de capitaux de non-résidents, et il n'y a que quelques années où la contraction des investissements à l'étranger réalisés par des résidents intérieurs l'emporte sur l'augmentation des entrées de l'étranger. Parmi les pays ayant enregistré un afflux massif après l'effondrement récent des prix du pétrole, la plupart sont des pays dépourvus de ressources naturelles (et aucun n'était exportateur de pétrole en 2016).

Volatilité des flux de capitaux

De même que leur ampleur, la volatilité des flux de capitaux vers l'Afrique subsaharienne s'est accrue

⁷D'un autre côté, les données bilatérales disponibles sur l'encours d'investissements directs, de portefeuille et bancaires montrent que les États-Unis, le Royaume-Uni et les pays de la zone euro (notamment l'Allemagne, la France, le Luxembourg et les Pays-Bas) ainsi que la Chine sont les principales sources d'investissement étranger en Afrique subsaharienne (graphiques de l'annexe 2.1.13–2.1.15 en ligne).

⁸Voir le graphique de l'annexe 2.1.16 en ligne pour la distribution des flux nets de capitaux (en pourcentage du PIB) vers l'Afrique subsaharienne sur plusieurs années.

⁹Voir l'annexe 2.1 en ligne pour le détail de la méthode servant à identifier les épisodes d'afflux massifs.

Tableau 2.1. Volatilité des flux financiers (En pourcentage du PIB)

	AfSS			PE		
	1980-2017	1980-99	2000-17	1980-2017	1980-99	2000-17
Flux financiers nets	5,66	3,07	5,73	4,13	3,98	3,76
IDE net	2,16	1,09	2,36	1,44	1,13	1,21
Portefeuille net	0,68	0,08	0,59	1,61	1,22	1,84
Autres investissements nets	3,85	2,61	3,61	3,25	3,30	2,62
Flux d'engagements	4,78	2,75	4,39	3,78	4,56	3,24
IDE	2,54	0,96	2,28	1,49	1,31	1,10
Portefeuille	0,28	0,03	0,35	1,53	0,89	1,57
Autres investissements	3,34	2,15	3,38	2,81	2,93	1,61
Flux d'actifs	2,92	1,69	2,72	1,94	1,12	1,93
IDE	0,27	0,08	0,28	0,70	0,18	0,71
Portefeuille	0,21	0,03	0,18	0,78	0,20	0,83
Autres investissements	1,83	1,33	2,15	1,64	1,09	1,66

Source : estimations des services du FMI.

Note : Les valeurs correspondent à la médiane de l'écart-type des flux (en pourcentage du PIB) de chaque pays durant la période considérée. Les valeurs aberrantes (observation située dans le premier ou dans le dernier centile de la distribution du groupe de pays considéré) ont été exclues. AfSS = Afrique subsaharienne ; IDE = investissement direct étranger ; PE = pays émergents.

(tableau 2.1). Les flux de capitaux de non-résidents et de capitaux de résidents (rapportés au PIB) sont devenus plus instables au cours des deux dernières décennies, le phénomène étant plus marqué pour les premiers. Globalement, les flux de capitaux de non-résidents sont plus volatils et, des différentes catégories, ce sont les autres investissements, puis l'IDE qui l'ont été le plus.

La volatilité de l'IDE résulte toutefois plus d'une réduction de ces flux que de leur inversion. En réalité, la probabilité la plus faible d'observer des flux négatifs (sorties d'investissements de non-résidents) après des flux positifs concerne l'IDE, et la plus forte, les autres investissements et les investissements de portefeuille en titres de créance¹⁰. L'hétérogénéité est aussi considérable entre les pays, les flux les plus volatils étant ceux à destination des pays exportateurs de pétrole de la région. On remarque en particulier que les flux de capitaux de non-résidents et de résidents vers l'Afrique subsaharienne sont généralement plus instables que les flux vers les pays émergents, soulignant le caractère très fluctuant de ces flux vers la région.

MOTEURS DES FLUX DE CAPITAUX

Quels facteurs expliquent la dynamique des entrées de capitaux dans les pays subsahariens ? L'analyse

empirique fondée sur des données annuelles concernant la période 1980–2017 montre le rôle important des facteurs mondiaux (taux d'intérêt américains, prix des produits de base, etc.), même si certaines caractéristiques intérieures jouent également¹¹. Les flux nets vers la région, en particulier, subissent l'influence des taux d'intérêt américains (représentés par le rendement des obligations du Trésor à dix ans) : une baisse de 100 points de base du rendement nominal de ces titres se traduit en moyenne par une augmentation des flux nets d'environ 0,2 % à 0,4 % du PIB. Les pays affichant de meilleurs résultats macroéconomiques (mesurés par la croissance réelle du PIB), un PIB réel par habitant plus élevé et dont les besoins de financement externe sont supérieurs bénéficient également d'afflux plus considérables sur une base nette.

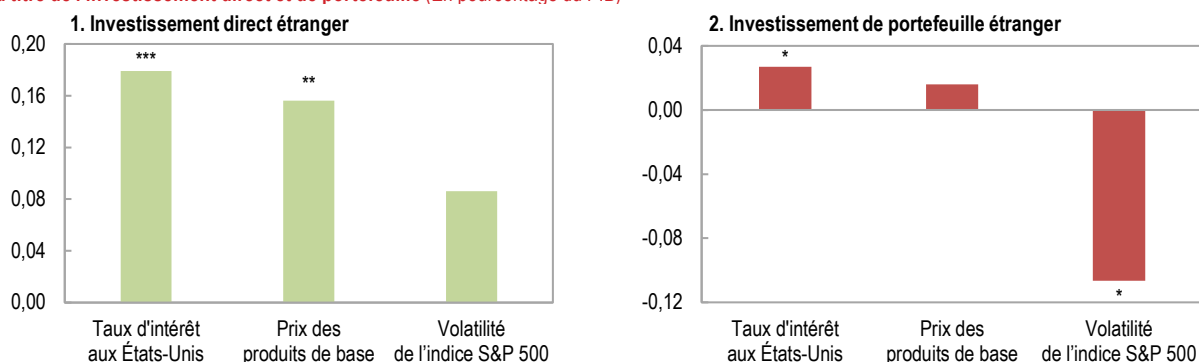
L'effet de la baisse des taux américains sur les flux nets résulte principalement d'une augmentation des flux de capitaux de non-résidents. Une baisse de 100 points de base du rendement des obligations du Trésor américain entraîne en moyenne une progression de ces flux d'environ 0,3 % à 0,5 % du PIB. En outre, les flux de capitaux de non-résidents varient considérablement sous l'effet des prix mondiaux des produits de base : une hausse de 10 % de l'indice correspondant implique une augmentation de ces flux d'environ 0,2 % à 0,3 % du PIB. En ce qui concerne les facteurs intérieurs, certains éléments semblent indiquer que les pays plus ouverts au commerce, affichant une croissance économique et un revenu par habitant plus élevés et bénéficiant d'institutions de meilleure qualité attirent plus les capitaux de non-résidents, contrairement à ceux dont la dette extérieure est plus importante.

L'effet des facteurs mondiaux dépend toutefois du type de flux. En général, les taux d'intérêt américains et les prix des produits de base influent bien plus sur l'investissement direct entrant que sur d'autres types de flux, tandis que la volatilité des marchés mondiaux exerce un effet statistiquement plus fort sur les flux d'investissement de portefeuille étrangers (graphique 2.7). Une baisse de 100 points de base du rendement des obligations du Trésor américain, par exemple, entraîne une hausse de l'IDE d'environ 0,2 % du PIB, mais d'environ 0,03 % du PIB pour les investissements de portefeuille étrangers

¹⁰Voir les probabilités de transition présentées au tableau de l'annexe 2.1.1 en ligne. Pour les pays émergents, l'IDE est le type de flux le plus stable, les flux d'autres investissements étant les plus volatils (et semblant effectivement liés à une probabilité bien plus grande de crises financières).

¹¹Pour des détails techniques et des résultats supplémentaires, voir l'annexe 2.1 en ligne (en anglais uniquement).

Graphique 2.7. Afrique subsaharienne : effets des facteurs extérieurs sur les flux d'engagements au titre de l'investissement direct et de portefeuille (En pourcentage du PIB)



Source : estimations des services du FMI.

Note : Les barres figurant dans les deux plages de ce graphique représentent respectivement la variation estimée des flux d'engagements au titre de l'investissement direct et celle des flux d'engagements au titre de l'investissement de portefeuille en cas de baisse de 100 points de base du rendement des obligations des États-Unis à dix ans, d'augmentation de 10 % de l'indice des prix internationaux des produits de base et de choc d'un écart-type sur l'indice de volatilité des marchés mondiaux. Les estimations sont obtenues à partir d'une régression des flux (en pourcentage du PIB) sur des facteurs extérieurs et des facteurs intérieurs (ratio retardé solde courant/PIB, ouverture des échanges retardée, log du PIB réel par habitant, croissance du PIB réel, régime de change de fait et effets fixes par pays). Voir le tableau de l'annexe 2.1.5 en ligne. Les symboles ***, ** et * correspondent respectivement aux seuils de significativité statistique de 1 %, 5 % et 10 %.

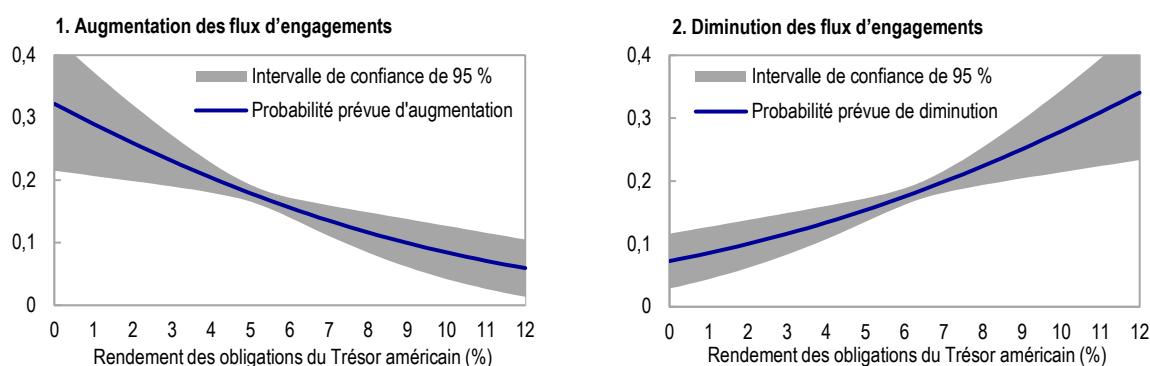
en Afrique subsaharienne. En revanche, un choc de l'ordre d'un écart-type de l'indice de volatilité des marchés diminue les flux de portefeuille vers l'Afrique subsaharienne d'environ 0,1 % du PIB, mais sans effet statistiquement significatif sur l'IDE.

Flux massifs et inversions

Comme nous l'avons décrit plus haut, la fréquence des afflux massifs de capitaux étrangers en Afrique subsaharienne a progressivement augmenté. Quels sont les facteurs influençant la probabilité de survenue de tels épisodes, mais aussi de leur inversion ? Les résultats soulignent l'importance des facteurs mondiaux, encore

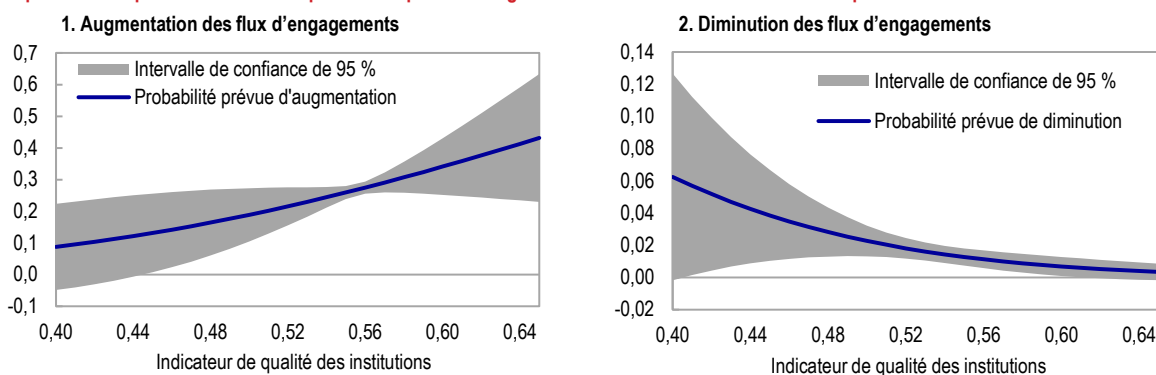
que leur effet ne soit pas nécessairement symétrique sur les afflux massifs et sur les inversions (tableau de l'annexe 2.1.6 en ligne). Une hausse de 100 points de base du taux d'intérêt américain autour de la médiane, par exemple, abaisse la probabilité de survenue d'un épisode d'afflux massifs d'environ 2 points de pourcentage et augmente la probabilité d'une inversion importante de 2 points (contre une probabilité inconditionnelle d'afflux massifs et d'inversion d'environ 20 % dans l'échantillon estimé ; voir graphique 2.8). Une hausse des prix mondiaux des produits de base, en revanche, détermine largement la probabilité d'un afflux massif dans les pays subsahariens, mais n'a d'effet

Graphique 2.8. Afrique subsaharienne : probabilité prévue d'augmentation et de diminution des flux et taux d'intérêt aux États-Unis



Source : estimations des services du FMI.

Note : Les deux plages de ce graphique montrent respectivement la probabilité prévue d'une augmentation massive et celle d'une forte diminution des flux d'engagements pour différents niveaux de rendement des obligations des États-Unis autour de la moyenne. Ces probabilités ont été obtenues à l'aide d'un modèle probit tenant compte d'autres facteurs extérieurs (prix des produits de base, volatilité de l'indice S&P 500) et intérieurs (ratio retardé solde courant/PIB, ouverture des échanges retardée, log du PIB réel par habitant, croissance du PIB réel, régime de change de fait, ratio dette extérieure/PIB, ratio réserves internationales/PIB et effets fixes par pays).

Graphique 2.9. Afrique subsaharienne : probabilité prévue d'augmentation et de diminution des flux et qualité des institutions

Source : estimations des services du FMI.

Note : Les deux plages de ce graphique montrent respectivement la probabilité prévue d'une augmentation massive et celle d'une forte diminution des flux d'engagements pour différents niveaux de qualité des institutions autour de la moyenne. Ces probabilités ont été obtenues à l'aide d'un modèle probit tenant compte d'autres facteurs extérieurs (taux d'intérêt aux États-Unis, prix des produits de base, volatilité de l'indice S&P 500) et intérieurs (ratio retardé solde courant/PIB, ouverture des échanges retardée, log du PIB réel par habitant, croissance du PIB réel, régime de change de fait, ratio dette extérieure/PIB, ratio réserves internationales/PIB et effets fixes par pays).

statistiquement significatif que sur la probabilité d'une inversion dans les pays riches en ressources. Si l'on compare avec les pays émergents, les résultats sont généralement similaires, hormis pour l'effet statistiquement atténué de la volatilité des marchés mondiaux sur la survenue d'épisodes d'afflux massifs et d'inversion (en général étroitement liée avec ces épisodes dans les pays émergents, peut-être parce que la part des flux d'investissements de portefeuille sous forme de participations est bien plus importante dans ces pays ; Qureshi et Sugawara, 2018).

Entre autres facteurs, une croissance du PIB réel plus soutenue, des institutions de meilleure qualité et un régime de change plus souple augmentent la probabilité d'enregistrer des afflux massifs et diminuent la probabilité d'une inversion soudaine des flux de capitaux étrangers (graphique 2.9). Le fait de constater que les pays subsahariens dont le régime de change est plus souple ont plus de chances de bénéficier d'afflux massifs de capitaux contraste avec les éléments existants pour les marchés émergents, selon lesquels les pays à régime fixe reçoivent plus, sans doute en raison d'un risque monétaire plus faible (Ghosh *et al.*, 2014 ; Magud, Reinhart et Vesperoni, 2014 ; Obstfeld, Ostry et Qureshi, 2018).

Le cycle financier mondial et l'Afrique subsaharienne

Des facteurs mondiaux ont donc une influence importante sur les flux de capitaux vers l'Afrique subsaharienne, mais dans quelle mesure la région est-elle liée au « cycle financier mondial », qui désigne la covariation

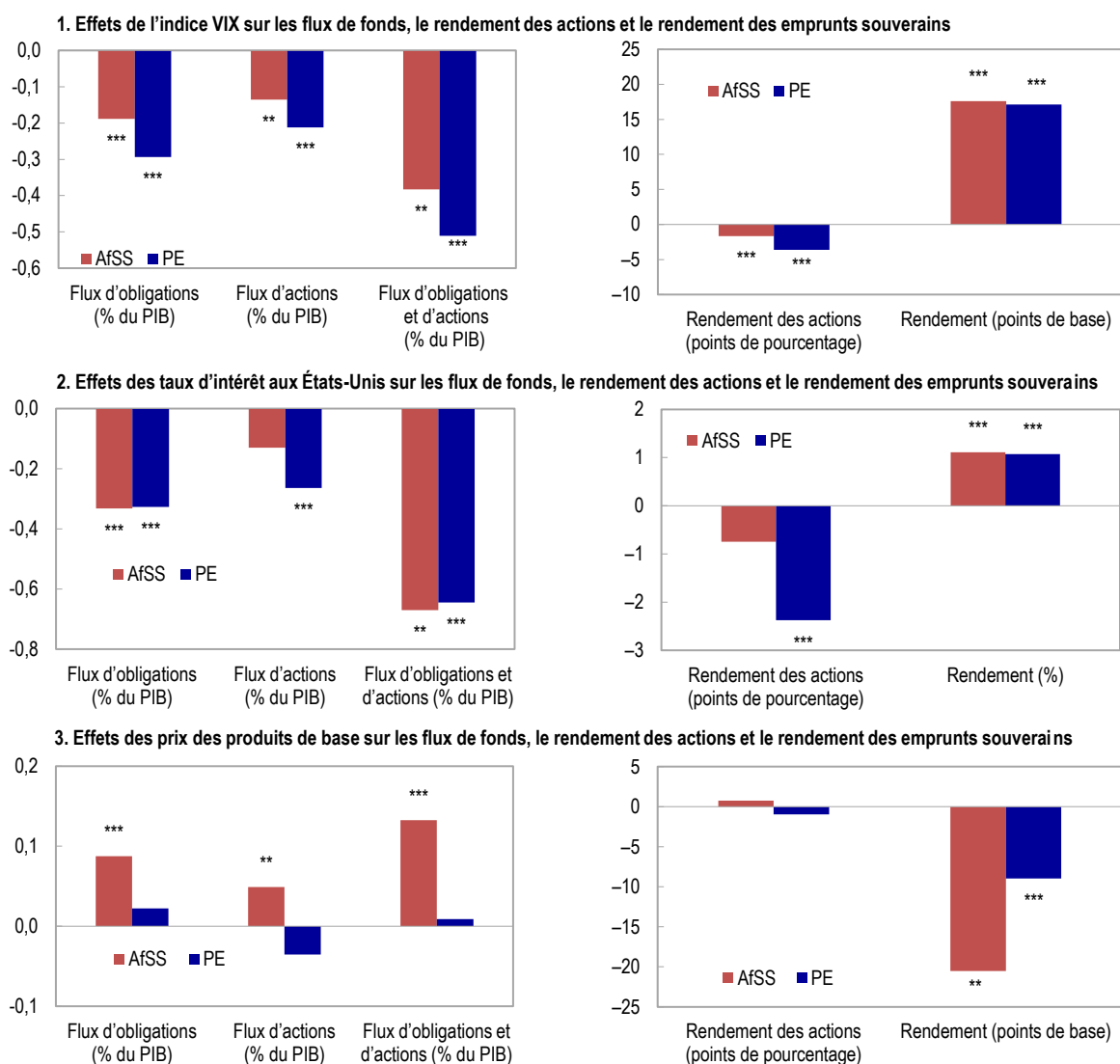
des conditions financières mondiales et nationales (Rey, 2013) ? Afin de répondre à cette question, le présent chapitre analyse des données mensuelles à haute fréquence sur les flux de fonds d'investisseurs (en particulier les flux d'obligations et d'actions) et les prix des actifs (rendements des obligations et des actions). Les données étudiées portent sur un sous-échantillon de pays d'Afrique subsaharienne (indiqués dans le tableau de l'annexe 2.1.2 en ligne) entre 2000 et 2017. L'analyse révèle que des facteurs mondiaux comme les taux d'intérêt aux États-Unis, l'appétit pour le risque au niveau mondial (mesuré indirectement par l'indice de volatilité du marché des options de Chicago — indice VIX) et les prix des produits de base jouent sur les flux d'obligations et d'actions, mais aussi sur les rendements obligataires et les prix des actions en Afrique subsaharienne. Un choc d'un écart-type sur l'indice VIX (en logarithme) entraîne, en moyenne, une baisse des flux de fonds d'environ 0,4 % du PIB, une hausse des rendements obligataires d'environ 20 points de base et une diminution des rendements réels des actions d'environ 2 points de pourcentage (graphique 2.10). De la même manière, une augmentation de 100 points de base du rendement des obligations du Trésor américain est, en moyenne, corrélée à une baisse des flux de fonds d'environ 1 % du PIB, à une hausse proportionnelle des rendements obligataires et à une diminution des rendements réels des actions d'environ 1 point de pourcentage.

Il est intéressant de constater que ces effets sont semblables dans les pays émergents (sauf pour ce qui est des produits de base, qui ont un impact nettement

plus important sur les flux et les prix des actifs dans l'échantillon de pays d'Afrique subsaharienne que dans celui composé de pays émergents, peut-être parce que ce dernier comptait moins de pays exportateurs de produits de base). En outre, la sensibilité des flux de fonds et des prix des actifs à ces facteurs mondiaux a généralement augmenté après la crise financière mondiale (graphique 2.11). Ainsi, une hausse de 100 points de base du rendement des obligations du Trésor américain avait un effet statistiquement

négligeable sur les flux de fonds et les rendements obligataires avant la crise, mais elle se traduit par une baisse des flux d'environ 1 % du PIB et par une augmentation des rendements obligataires d'environ 115 points de base depuis la crise. Ces résultats semblent indiquer que l'Afrique subsaharienne est de plus en plus liée au cycle financier mondial, car les conditions financières nationales dans la région (mesurées par les prix des actifs) suivent l'évolution des conditions financières mondiales.

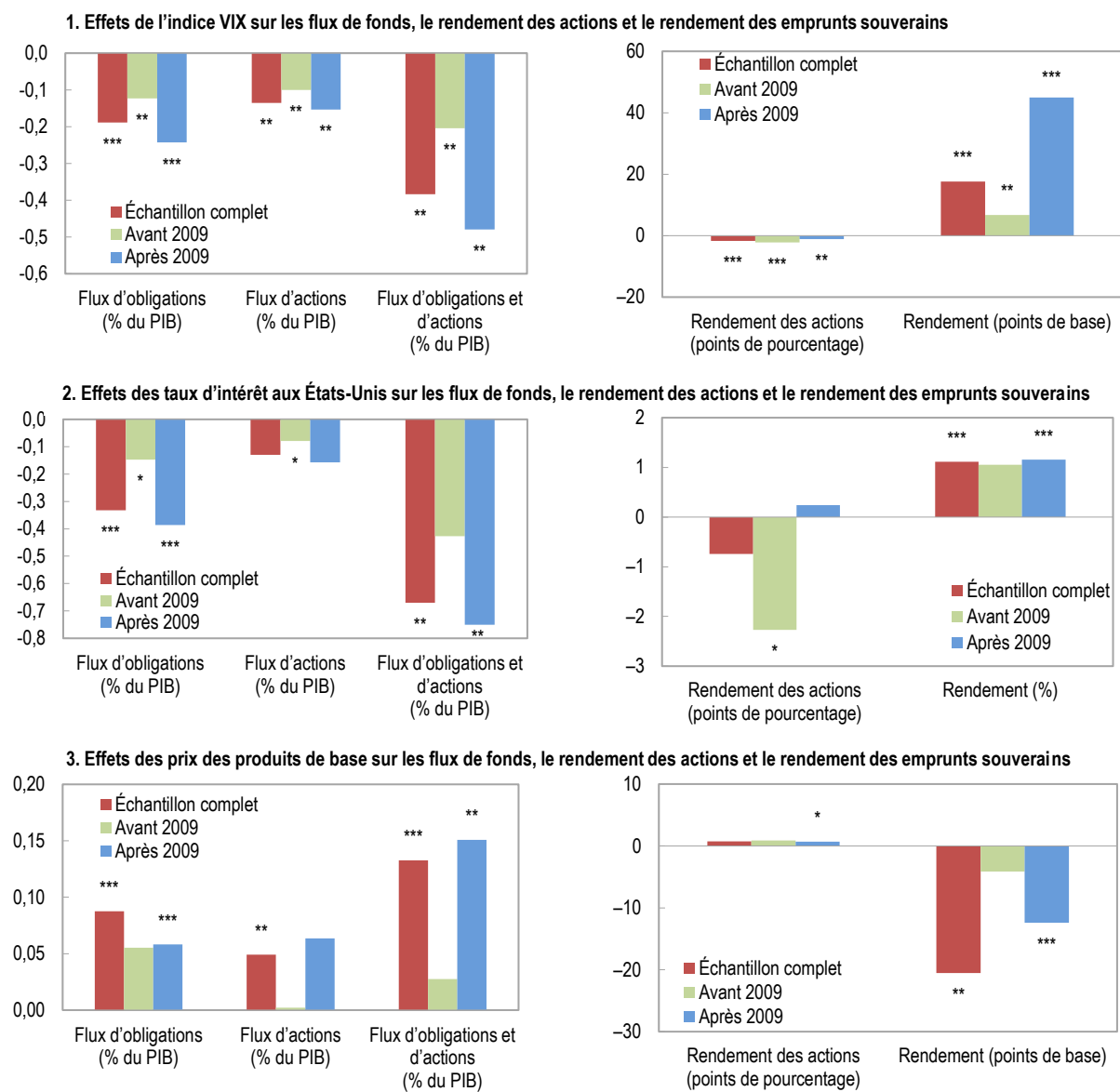
Graphique 2.10. Afrique subsaharienne et pays émergents : effets de différents facteurs mondiaux, de janvier 2000 à décembre 2017



Source : estimations des services du FMI.

Note : page 1 : effets estimés d'une augmentation d'un écart-type de l'indice VIX (log) ; page 2 : effets estimés d'une augmentation de 100 points de base du rendement des obligations des États-Unis à dix ans ; page 3 : effets d'une augmentation d'un écart-type de l'indice des produits de base (log). Les symboles ***, ** et * correspondent respectivement aux seuils de significativité statistique de 1 %, 5 % et 10 %. AfSS = Afrique subsaharienne ; PE = pays émergents ; VIX = indice de volatilité du marché des options de Chicago.

Graphique 2.11. Afrique subsaharienne : effets de différents facteurs mondiaux avant et après la crise financière mondiale, de janvier 2000 à décembre 2017



Source : estimations des services du FMI.

Note : page 1 : effets estimés d'une augmentation d'un écart-type de l'indice VIX (log) ; page 2 : effets estimés d'une augmentation de 100 points de base du rendement des obligations des États-Unis à dix ans ; page 3 : effets d'une augmentation d'un écart-type de l'indice des produits de base (log). Les symboles ***, ** et * correspondent respectivement aux seuils de significativité statistique de 1 %, 5 % et 10 %. VIX = indice de volatilité.

CONSÉQUENCES MACROÉCONOMIQUES DES ENTRÉES DE CAPITAUX

L'instabilité des flux de capitaux peut rendre la gestion macroéconomique délicate lorsque les flux augmentent considérablement et particulièrement difficile lorsqu'ils diminuent. Des études récentes menées sur les pays émergents montrent que la façon dont

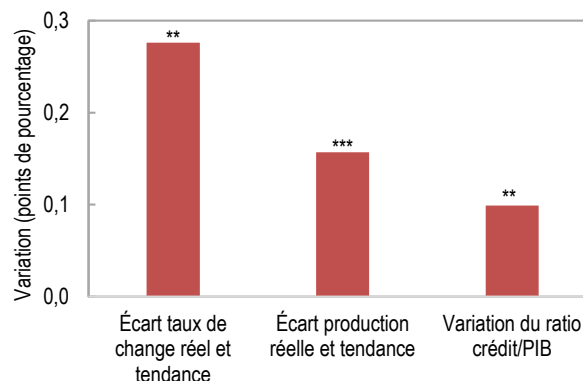
sont gérées les périodes d'intensification des flux a un impact important sur la façon dont ces périodes se terminent : limiter les vulnérabilités macroéconomiques et financières en période d'intensification peut considérablement réduire le risque d'un atterrissage brutal de l'économie lorsque les conditions financières mondiales deviennent moins favorables

(Ghosh, Ostry et Qureshi, 2016). Il est donc important de connaître les conséquences macroéconomiques des entrées de capitaux en Afrique subsaharienne pour déterminer les instruments que les pouvoirs publics peuvent utiliser afin d'atténuer les risques et de maximiser les avantages potentiels que présentent ces flux.

À l'échelle nationale, les effets des flux financiers pourraient toutefois dépendre du type de flux. Des études antérieures portant sur des pays émergents montrent que les flux de portefeuille et d'autres types d'investissement sont les plus susceptibles de créer des déséquilibres macroéconomiques et des vulnérabilités financières (surchauffe de l'économie, surévaluation de la monnaie pouvant nuire au secteur des biens échangeables et à la compétitivité, et croissance excessive du crédit) ; par opposition, l'IDE est le type de flux présentant le moins de risques (voir Combes, Kinda et Plane, 2012 ; Caballero, 2016 ; Ghosh et Qureshi, 2016). S'agissant de l'Afrique subsaharienne, nos résultats montrent qu'en moyenne, les flux de portefeuille des non-résidents tendent à faire passer le taux de change réel et la production réelle au-dessus de leurs niveaux tendanciels (ces variables sont généralement utilisées pour approcher respectivement la surévaluation de la monnaie et la surchauffe de l'économie) et également à favoriser la croissance du crédit. Une augmentation des entrées en portefeuille de 1 % du PIB est donc associée à une appréciation du taux de change réel de 0,3 point de pourcentage par rapport à la tendance, à un élargissement de l'écart entre la production réelle et la tendance de 0,2 point de pourcentage et à une hausse du crédit au secteur privé de 0,1 % du PIB (graphique 2.12).

Ces vulnérabilités (surévaluation de la monnaie, surchauffe de l'économie et croissance rapide du crédit) sont généralement corrélées à un risque accru de crise financière (Gournichas et Obstfeld, 2012 ; Ghosh, Ostry et Qureshi, 2015). Compte tenu du niveau généralement faible du développement financier en Afrique subsaharienne, l'essor du crédit intérieur pourrait davantage être perçu comme une évolution

Graphique 2.12. Afrique subsaharienne : conséquences macroéconomiques des entrées en portefeuille (Points de pourcentage)



Source : estimations des services du FMI.

Note : Les estimations reposent sur les résultats figurant dans le tableau de l'annexe 2.1.11 en ligne. Les symboles ***, ** et * correspondent respectivement aux seuils de significativité statistique de 1 %, 5 % et 10 %.

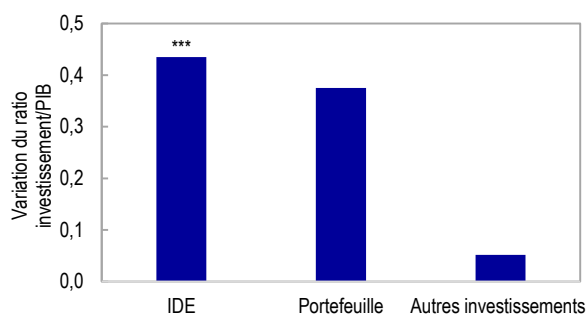
positive (traduisant une amélioration de l'accès aux services financiers) que comme une source possible d'instabilité financière. Dans tous les cas, l'essor du crédit met en relief le rôle essentiel d'un suivi et d'une gestion efficaces du risque de crédit dans le secteur financier¹².

Si les flux de portefeuille sont susceptibles d'engendrer des difficultés macroéconomiques, peu d'éléments montrent qu'ils soient, en moyenne, liés de manière significative aux investissements intérieurs (publics ou privés) ou à la croissance économique en Afrique subsaharienne. Il semble toutefois exister une corrélation positive entre ces flux et la consommation publique (y compris les dépenses sociales) dans les pays d'Afrique subsaharienne. À l'inverse, l'IDE est étroitement corrélé tant à l'investissement privé qu'à l'investissement total : une hausse de l'IDE de 1 % du PIB entraîne une augmentation d'environ 0,5 point de pourcentage du ratio d'investissement (graphique 2.13)¹³. En outre, il semblerait que l'effet important de l'IDE sur l'investissement intérieur se traduit par une corrélation positive entre IDE et croissance économique — en particulier, un IDE supérieur de 1 % du PIB fait augmenter le taux de croissance à court terme de 0,1 point de pourcentage. Parmi d'autres facteurs, l'amélioration des termes de l'échange, l'ouverture commerciale et un

¹²Les principales menaces qu'un essor rapide du crédit dans les pays à faible revenu fait peser sur la stabilité financière émanent de l'érosion de la qualité des actifs, d'une exposition excessive à des secteurs spécifiques et des prêts politiques (FMI, 2014).

¹³On obtient les mêmes résultats en utilisant la moyenne des variables sur cinq ans pour résoudre des problèmes de corrélation sérielle et en employant la méthode des variables instrumentales avec pour variable instrumentale les flux vers la région (en pourcentage du PIB régional). Voir l'annexe 2.1 en ligne pour des informations détaillées.

Graphique 2.13. Afrique subsaharienne : effets des flux d'engagements sur l'investissement intérieur (Points de pourcentage)



Source : estimations des services du FMI.

Note : Les estimations reposent sur les résultats figurant dans le tableau de l'annexe 2.1.12 en ligne. Les symboles ***, ** et * correspondent respectivement aux seuils de significativité statistique de 1 %, 5 % et 10 %. IDE = investissement direct étranger.

faible niveau de dette publique sont également liés à de meilleures perspectives de croissance¹⁴.

CONCLUSION

Les flux de capitaux vers l'Afrique subsaharienne qui n'émanent pas de sources publiques ont fortement augmenté depuis la crise financière mondiale. Ces flux peuvent présenter une multitude d'avantages, mais ils comportent également des risques. Leur augmentation tient essentiellement à l'évolution des flux relatifs aux engagements (envers des non-résidents), qui sont généralement plus instables que les flux relatifs aux actifs (des résidents).

Des facteurs mondiaux, en particulier, les taux d'intérêt aux États-Unis et les prix des produits de base, jouent un rôle majeur dans la dynamique des flux financiers vers l'Afrique subsaharienne, mais l'importance relative de ces facteurs dépend du type de flux. En règle générale, les flux de portefeuille sont plus sensibles à la volatilité des marchés financiers, tandis que l'IDE semble davantage sensible aux taux d'intérêt mondiaux et aux prix des produits de base. Des facteurs intérieurs ont aussi leur importance : les pays présentant de bons résultats sur le plan macro-économique, une plus forte ouverture commerciale et des institutions de meilleure qualité reçoivent généralement plus de flux et risquent moins de subir un fort repli des investissements étrangers.

S'agissant des conséquences macroéconomiques des entrées de capitaux, il semble que les flux de portefeuille soient davantage susceptibles d'engendrer des vulnérabilités macroéconomiques comme une déviation du taux de change réel et de la production réelle par rapport à leurs tendances et une accélération de la croissance du crédit, tandis qu'aucun élément probant n'étaye l'existence d'un lien statistiquement significatif entre ces entrées de capitaux et l'investissement intérieur ou la croissance économique. Les flux de portefeuille semblent, en revanche, corrélés à une augmentation de la consommation publique (y compris des dépenses sociales). À l'inverse, il semble que l'IDE favorise directement l'investissement intérieur et, par là, la croissance économique.

Ces résultats font état d'une relation complexe entre financements extérieurs, stabilité macroéconomique intérieure, investissement et croissance économique en Afrique subsaharienne. D'une part, la région a besoin de capitaux extérieurs non officiels pour combler son déficit de ressources et promouvoir le développement économique, et, d'autre part, le caractère instable de ces capitaux en fait une source de financement moins fiable — et potentiellement risquée. Ce compromis ne fait que renforcer l'importance d'une gestion prudente des flux de capitaux, qui doit normalement prendre en compte la nature des capitaux (IDE, portefeuille, prêts, etc.), leurs usages et leurs effets dans le pays, ainsi que le type d'investisseur et d'emprunteur.

Par conséquent, dans la mesure où les États d'Afrique subsaharienne font appel aux marchés de capitaux internationaux pour financer leurs projets de développement, les décideurs doivent être plus prudents et faire en sorte que les ressources empruntées soient bien utilisées, qu'elles accroissent la productivité et qu'elles favorisent la croissance économique. Lorsqu'ils parviennent à attirer des capitaux étrangers, ils doivent également avoir à l'esprit les conséquences sur les taux de change inhérentes à l'entrée de capitaux comme une instabilité et des distorsions susceptibles de nuire au secteur des biens échangeables et à la compétitivité. À cet égard, il pourrait être utile d'adopter des politiques structurelles visant à assouplir les rigidités nominales et à faciliter

¹⁴Ces estimations sont obtenues à partir de données de panel annuelles. Le lien entre IDE et croissance économique est statistiquement plus faible lorsque l'on utilise la moyenne des variables sur cinq ans (voir l'annexe 2.1 en ligne pour des informations détaillées). De façon plus générale, la mise en évidence d'un lien statistiquement faible entre les flux de portefeuille et la croissance économique ne signifie pas nécessairement qu'un repli de ces flux serait sans conséquence. Ainsi, un fort repli pourrait conduire à des tensions allant dans le sens d'une dépréciation et à une brusque augmentation des taux d'intérêt avec des conséquences sur la stabilité économique et la croissance.

l'ajustement du taux de change réel, même si, dans certains cas, une intervention sur les changes visant à limiter la surévaluation de la monnaie et à constituer des réserves suffisantes peut être justifiée.

La vigilance est également de mise pour lutter contre la surchauffe de l'économie et l'accumulation de vulnérabilités financières (dans les secteurs public et privé) de façon à atténuer le risque d'atterrissage brutal de l'économie en cas de repli des flux. Il conviendrait d'adopter des politiques prudentielles et macroéconomiques contracycliques afin de limiter ces vulnérabilités et de préserver la viabilité de la dette. Il est donc essentiel d'améliorer la compilation et le délai de diffusion des données relatives à la balance des paiements

pour assurer un suivi des flux en temps réel et appliquer les politiques opportunes rapidement. En outre, dans la mesure où l'IDE est généralement moins susceptible d'engendrer des vulnérabilités que d'autres types de flux et qu'il a davantage tendance à stimuler l'investissement privé et la croissance, il conviendrait de s'employer en priorité à attirer l'investissement direct dans la région par la promotion de la stabilité macroéconomique et l'amélioration du climat des affaires. La solidité des paramètres fondamentaux à l'échelle nationale devrait jouer un rôle de plus en plus important à l'avenir dans l'attractivité d'un pays, car les conditions financières mondiales pourraient se durcir avec la normalisation de la politique monétaire dans les pays avancés.

BIBLIOGRAPHIE

- Ayut, D., A. Sanghi, and G. Kosmidou. 2017. "What to Do When Foreign Direct Investment is Not Direct or Foreign: FDI Round Tripping." Policy Research Working Paper 8046, World Bank, Washington, DC.
- Caballero, J. 2016. "Do Surges in International Capital Inflows Influence the Likelihood of Banking Crises?" *The Economic Journal* 126(591): 281–316.
- Calderon, C., N. Loayza, and L. Servén. 2004. "Greenfield Foreign Direct Investment and Mergers and Acquisitions—Feedback and Macroeconomic Effects." Policy Research Working Paper 3192, World Bank, Washington, DC.
- Combes, J., T. Kinda, and P. Plane. 2012. "Capital Flows, Exchange Rate Flexibility, and the Real Exchange Rate." *Journal of Macroeconomics* 34(4): 1034–043.
- Fofack, H., and L. Ndikumana. 2010. "Capital Flight Repatriation: Investigation of its Potential Gains for Sub-Saharan African Countries." *African Development Review* 22(1): 4–22.
- Forbes, K., and F. Warnock. 2012. "Capital Flow Waves: Surges, Stops, Flight, and Retrenchment." *Journal of International Economics* 88(2): 235–51.
- Ghosh, A., and M. Qureshi. 2016. "Capital Inflow Surges and Consequences." ADBI Working Paper 585, Asian Development Bank Institute, Tokyo.
- Ghosh, A., J. Ostry, and M. Qureshi. 2015. "Exchange Rate Management and Crisis Susceptibility: A Reassessment." *IMF Economic Review* 63(1): 238–76.
- Ghosh, A., J. Ostry, and M. Qureshi. 2016. "When Do Surges End in Tears?" *American Economic Review Papers and Proceedings* 106(5): 581–85.
- Ghosh, A., J. Ostry, and M. Qureshi. 2017. "Taming the Tide of Capital Flows: A Policy Guide." MIT Press, Cambridge, MA.
- Ghosh, A., M. Qureshi, J. Kim, and J. Zalduendo. 2014. "Surges." *Journal of International Economics* 92(2): 266–85.
- Gopalan, S., A. Ouyang, and R. Rajan. 2018. "Impact of Greenfield FDI versus M&A on Growth and Domestic Investment in Developing Asia." *Economia Politica: Journal of Analytical and Institutional Economics* 35(1): 41–70.
- Gourinchas, P., and M. Obstfeld. 2012. "Stories of the Twentieth Century for the Twenty-First." *American Economic Journal: Macroeconomics* 4(1): 226–65.
- International Monetary Fund (IMF). 2014. "Macroeconomic Developments in Low-Income Developing Countries." Washington, DC.
- Korinek, A. 2018. "Regulating Capital Flows to Emerging Markets: An Externality View." *Journal of International Economics* 111(C): 61–80.
- Magud, N., C. Reinhart, and E. Vesperoni. 2014. "Capital Inflows, Exchange Rate Flexibility and Credit Booms." *Review of Development Economics* 18(3): 415–30.
- Ndikumana, L., and J. Boyce. 2003. "Public Debts and Private Assets: Explaining Capital Flight from Sub-Saharan African Countries." *World Development* 31(1): 107–30.
- Obstfeld, M., J. Ostry, and M. Qureshi. 2017. "A Tie that Binds: Revisiting the Trilemma in Emerging Market Economies." IMF Working Paper 7/130, Washington, DC.
- Qureshi, M., and N. Sugawara. 2018. "Surges and Reversals in Capital Flows." *International Review of Economics & Finance* 56(C): 92–98.
- Rey, H. 2013. "Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence." Proceedings Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Policy Symposium, Jackson Hole, 285–333.
- United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD). 2017. *World Investment Report*. Geneva.

Note : Une annexe présentant des chiffres et des données supplémentaires relatives à ce chapitre est disponible en ligne, en anglais uniquement. International Monetary Fund (IMF). 2018. Chapter 2, Background Paper, *Regional Economic Outlook: Sub-Saharan Africa*. Washington, DC, October. <https://www.imf/en/Publications/REO/SSA/Issues/2018/09/20/sreo1018>