



Flux de capitaux privés et croissance

Les flux internationaux de capitaux ont connu, ces dernières années, un essor considérable, mais il est difficile d'apprécier leur impact sur les pays en développement. Ces flux ont certes été associés à une accélération de la croissance dans certains pays, mais ils ont également été corrélés à une plus forte incidence des crises. Les avantages justifient-ils les coûts?

*Deepak Mishra, Ashoka Mody
et Antu Panini Murshid*

PENDANT la seconde partie des années 90, plusieurs pays ont subi une crise financière dans le contexte de flux internationaux de capitaux accrus, ce qui a semé le doute sur la capacité de ces flux à stimuler une croissance à long terme dans les économies en développement. S'il est certain que la volatilité des flux de capitaux freine la croissance, il semble que les pays apprennent à mieux la gérer. Ainsi, le processus inexorable d'intégration financière mondiale offre la possibilité d'obtenir un dividende de croissance; celui-ci, cependant, n'est pas automatique : il faut le gagner.

En outre, dès lors que les pays s'ouvrent aux mouvements de capitaux, un accroissement des sorties et une modification de la composition des transferts impliquent que l'impact positif des flux de capitaux sur la croissance va évoluer. Leur principal effet changera, passant de la stimulation de la croissance par l'augmentation de l'investissement à l'accroissement de la productivité. L'impact des flux de capitaux sur la croissance dépend de l'amélioration des politiques nationales au cours du temps, de la rapidité avec laquelle les pays assouplissent le contrôle des mouvements de capitaux et de l'évolution de la composition des flux.

La plupart des pays en développement ont profité de l'accroissement mondial des flux de capitaux, notamment dans les années 90 (graphique 1), durant lesquelles les entrées dans les pays en développement pris collectivement ont fortement augmenté. Cependant, la part des capitaux internationaux privés à destination des pays à faible revenu, qui était déjà relativement faible, a encore diminué, tout comme les taux de croissance de ces pays. Pendant la même période, les dix principaux pays destinataires ont bénéficié d'une part accrue de capitaux privés, et leur taux de croissance a augmenté.

Il est difficile d'affirmer catégoriquement que les flux de capitaux privés sont les moteurs de la croissance; en réalité, selon nous, c'est souvent la croissance du pays qui attire les flux de capitaux. Toutefois, les chiffres indiquent que les flux de capitaux privés peuvent renforcer le processus de croissance. Ainsi, avec l'essor de l'intégration mondiale dans les années 90, la répartition des avantages issus des flux internationaux de capitaux a accentué les disparités de revenu entre pays, reproduisant les événements observés durant la précédente période de mondialisation massive, il y a un siècle environ.

Flux de capitaux et investissement intérieur

Selon la théorie économique, les capitaux passent des pays où ils sont abondants à ceux où ils sont rares, du fait que le rendement des nouvelles possibilités d'investissement est plus important quand les capitaux sont limités. Cette réaffectation des capitaux stimule l'investissement dans le pays bénéficiaire et, comme l'indique Summers (2000), induit d'énormes avantages sociaux. Cette théorie se fonde sur le principe selon lequel la rentabilité de l'investissement diminue avec l'installation de machines supplémentaires et la construction de nouvelles structures, bien qu'en pratique, cela ne se vérifie pas toujours, ni même en général. Les nouveaux investissements sont plus productifs dans les pays dotés d'une main-d'œuvre qualifiée et d'une infrastructure matérielle suffisamment développée, comme l'a reconnu Lucas (1990) en expliquant pourquoi les capitaux ne circulaient pas des pays riches aux pays pauvres. Ainsi, l'on constate systématiquement que les nouveaux flux de capitaux ont tendance à se diriger vers les pays qui en ont largement bénéficié dans le passé, et que les investisseurs recherchent également un climat d'affaires favorable (Mody and Srinivasan, 1998). Il n'est donc pas surprenant que les flux de capitaux vers les pays à faible revenu diminuent.

Bien que la théorie économique et les études empiriques nous renseignent abondamment sur la destination probable des capitaux internationaux, la théorie tout comme les données concrètes sont moins concluantes quant à l'impact de ces flux. Une fois dans le pays, les capitaux privés peuvent soit augmenter la consommation ou l'investissement intérieurs, soit essentiellement accroître les réserves de change du pays. Si les flux sont simplement induits par des incitations à échapper à l'impôt ou à contourner d'autres obstacles juridiques, l'argent peut sortir d'un pays aussi vite qu'il y est entré.

Malgré ces ambiguïtés, il s'avère généralement que les flux de capitaux privés ont un impact important sur l'investissement intérieur, en particulier dans le cas des flux d'investissement direct étranger et des prêts bancaires internationaux, et moins pour ce qui est des investissements de portefeuille (Bosworth and Collins, 1999). Quand un pays est pauvre et épargne peu,

des capitaux supplémentaires provenant de l'extérieur peuvent l'aider à concrétiser des possibilités d'investissement. Par exemple, notre analyse indique qu'une augmentation de 1 % des entrées de capitaux en Afrique entraîne un accroissement de l'investissement de plus de 1 %. Cependant, peu de capitaux étrangers vont vers l'Afrique, et les apports sont limités à quelques pays dotés d'importantes ressources naturelles. En outre, l'impact à long terme des capitaux étrangers sur la croissance risque d'être faible du fait que la productivité de l'investissement dans nombre de ces pays n'est pas élevée.

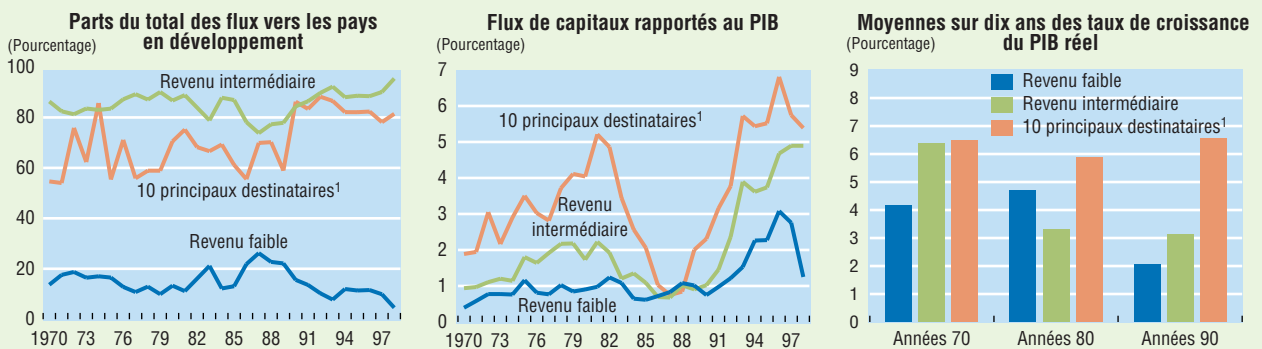
Au fil du temps, quand un pays devient mieux intégré au reste du monde, l'accroissement de l'investissement induit par 1 dollar de capitaux étrangers est moindre que par le passé (graphique 2). Il existe plusieurs explications à cette évolution. Premièrement, la composition des flux de capitaux change. L'investissement direct étranger est moins destiné aux installations nouvelles (construction d'usines), alors que les fusions et acquisitions deviennent plus courantes. Dans le même temps, la part des capitaux de portefeuille dans les entrées totales augmente. Deuxièmement, les pays ont récemment étoffé leurs réserves de change, partiellement en réponse au besoin accru de liquidités pour éviter les crises financières résultant des fuites brutales des capitaux privés. Troisièmement, les sorties de capitaux sont, semble-t-il, en train d'augmenter. Celles-ci ne sont pas bien recensées dans les statistiques internationales, mais il apparaît que les «fuites» traditionnelles de capitaux nationaux et les allers et retours des fonds visant à échapper à la fiscalité locale ne sont pas les seules raisons des sorties. En effet, une certaine partie des flux de capitaux représente une diversification des portefeuilles d'investissement par les résidents nationaux et, en définitive, profite à la fois aux résidents et à l'économie mondiale.

Productivité

Si la relation entre les flux de capitaux privés et l'investissement intérieur s'est atténuée, il apparaît que les flux de capitaux privés induisent une amélioration de la productivité plus importante que par le passé. Le graphique 3 — graphique de dispersion partielle indiquant la relation entre la croissance, d'une

Graphique 1

Flux de capitaux privés et croissance dans les pays en développement



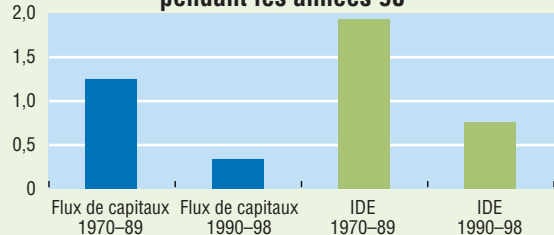
Sources : Banque mondiale, 2001, *Global Development Finance: Country Tables*; *Global Development Finance*, "Building Coalitions for Effective Development Finance" (Washington).

Note : Les «flux de capitaux privés» désignent les flux de ressources privées à court et à long terme.

¹Argentine, Brésil, Chili, Chine, Corée, Inde, Indonésie, Malaisie, Mexique et Thaïlande. Ce groupe de pays est tiré de *World Development Indicators*, Banque mondiale, 1999 (Washington).

Graphique 2

Le rapport marginal entre les flux de capitaux privés et l'investissement a diminué pendant les années 90



Sources : Banque mondiale, 2001, *Global Development Finance: Country Tables*; *Global Development Finance*, "Building Coalitions for Effective Development Finance" (Washington).

Note : Toutes les variables sont mesurées par rapport au PIB. Les flux de capitaux désignent les transferts de ressources à court et à long terme et comprennent l'IDE.

part, et les entrées de capitaux et le PIB, de l'autre — n'intègre pas un certain nombre de variables classiques représentatives de la croissance, notamment le taux d'investissement intérieur. Dans les années 90, les pays qui présentaient des ratios d'entrées de capitaux au PIB supérieures à la moyenne affichaient également des taux de croissance au-dessus de la moyenne.

On dispose de données plus probantes sur les conditions qui facilitent les gains de productivité, et il en découle clairement que ces gains sont supérieurs dans les pays dotés d'une main-d'œuvre qualifiée et d'infrastructures matérielles suffisamment développées. Par exemple, les études indiquent qu'en Malaisie, dans la province chinoise de Taiwan et dans les provinces chinoises du Sud-Est, l'investissement direct étranger stimule la productivité. En revanche, les études sur le Maroc, la Tunisie et l'Uruguay ne concluent pas à des bénéfices semblables. En fait, certaines données indiquent que l'entrée d'entreprises étrangères ne se traduit pas, pour les entreprises locales, par des retombées favorables liées au savoir que peuvent apporter les nouvelles venues. Elles subissent au contraire une perte de part de marché, et le repli qui en résulte diminue leur productivité (Aitken and Harrison, 1999). Au sein d'un même pays, les entreprises dotées de capacités de recherche et développement supérieures sont plus à même de tirer parti des avantages issus de la présence de firmes étrangères.

Ces études microéconomiques sont confirmées par les données de l'analyse de régression transnationale de Borensztein,

De Gregorio et Lee (1998), qui établissent que l'investissement direct étranger est plus productif dans les pays pourvus d'une population active mieux éduquée. Dans un examen récent des travaux sur la question, Eichengreen (à paraître) conclut aussi qu'ils soutiennent l'hypothèse d'une plus grande efficacité des flux de capitaux privés dans les pays à revenu relativement élevé.

De même, les faits indiquent que les flux de capitaux privés — notamment les investissements de portefeuille — sont associés à l'essor des marchés nationaux de capitaux qui, à leur tour, soutiennent la croissance. Les flux de capitaux privés peuvent néanmoins accroître la vulnérabilité aux crises bancaires et aux tensions sur le taux de change d'un pays dont les marchés financiers sont faibles.

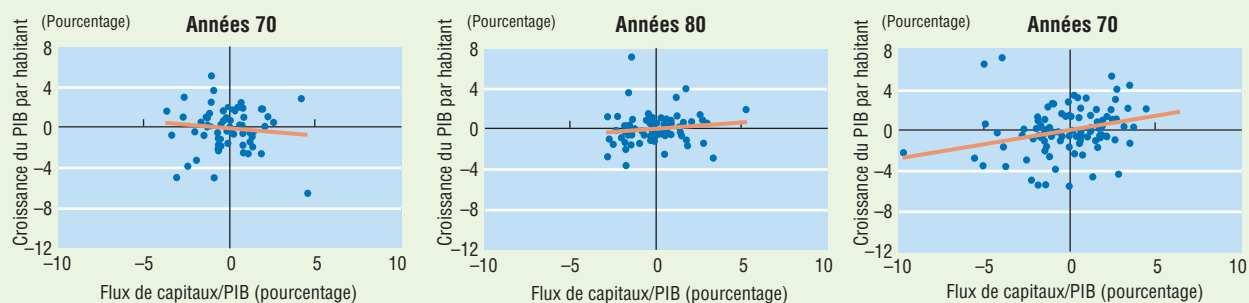
Volatilité

La crise financière de la deuxième moitié des années 90, qui a par moments menacé d'engloutir le système financier mondial, a servi à rappeler, si besoin était, que des accidents graves et coûteux peuvent arriver. Bien que ces crises aient abouti à de spectaculaires baisses à court terme de la production, certains éléments indiquent également que la volatilité continue des flux de capitaux (une plus forte variation de ces flux, mesurée par l'écart type) est associée à un ralentissement du taux de croissance à long terme. Le graphique 4 présente ces données, qu'il faut, rappelons-le, considérer à titre indicatif, et non définitif.

La volatilité des flux de capitaux peut tenir à des facteurs internes ou externes, les premiers étant, selon certains, prédominants. Les changements de politique, par exemple, entraînent des modifications des flux de capitaux; quand ces changements sont fréquents et imprévisibles, la volatilité peut être importante et la croissance faible. Dans cette optique, la volatilité en soi n'est pas à incriminer — elle n'est qu'un symptôme des carences de la politique intérieure. Selon une vision diamétralement opposée, les récentes modifications des flux de capitaux ont peu de rapport avec les changements des données économiques fondamentales des pays, et le caractère erratique des flux témoigne de l'évolution des conditions de liquidité dans le monde et du comportement «grégaire» des investisseurs. Une thèse intermédiaire relie les faiblesses internes — notamment dans le secteur financier — aux imperfections de l'allocation des flux mondiaux de capitaux. C'est notamment le cas des pays

Graphique 3

Le rapport entre les flux de capitaux privés et la croissance s'est renforcé avec le temps



Sources : Banque mondiale, 2001, *Global Development Finance: Country Tables*; *Global Development Finance*, "Building Coalitions for Effective Development Finance" (Washington).

Note : dispersion partielle après contrôle des variables suivantes : PIB réel initial, niveau d'éducation initial, part de l'investissement, une mesure de la politique économique et volatilité.

qui libéralisent leur secteur financier intérieur tout en autorisant l'entrée des capitaux extérieurs dans leur économie. Ce dernier point de vue a conduit à l'idée, désormais largement admise, que les pays doivent renforcer le secteur financier national au moment de leur intégration financière au reste du monde.

Bien que les crises financières de la deuxième moitié des années 90 aient accaparé l'attention, la volatilité à long terme des flux de capitaux (l'écart type de ces flux), quoique importante et en légère augmentation dans quelques pays, a diminué dans certaines parties du monde en développement. Ces signes de stabilisation et le sentiment que certains pays sont sortis relativement vite d'une crise profonde ont conduit les observateurs à conclure que les pays sont peu à peu devenus plus aptes à faire face à la volatilité (Cline, 2000). Cela peut s'expliquer par plusieurs raisons : les pays ont diversifié davantage leurs structures de production; la pratique de plus en plus répandue qui consiste à laisser flotter le taux de change permet une reprise plus rapide de la croissance; ou les autorités, prenant conscience de la nécessité de mesures de sauvegarde, ont décidé de maintenir un montant plus important de liquidités internationales, de renforcer le secteur financier et de taxer les entrées de capitaux afin de limiter les flux les plus volatils.

Conclusion

L'enthousiasme prématuré avec lequel on avait accueilli, pendant la première moitié des années 90, l'accroissement rapide des flux de capitaux a fait place, ces dernières années, à un



Ashoka Mody (à gauche) est conseiller au Département des études du FMI. Antu Panini Murshid est consultant à la Banque mondiale.

scepticisme tout aussi injustifié. Les flux de capitaux privés ne peuvent résoudre tous les problèmes de développement et risquent d'imposer des coûts importants. Cependant, s'ils sont bien maîtrisés, ils peuvent stimuler l'investissement et favoriser l'accroissement de la productivité. Une politique intérieure qui a pour priorité de favoriser des investissements plus efficaces attirera également des capitaux étrangers productifs. En définitive, la vigueur de l'économie nationale, notamment un secteur financier solide et prudent, protège également les pays contre la volatilité induite par les flux de capitaux. Cependant, on peut, dans certaines situations, préconiser des mesures de sauvegarde spéciales, telles que des réserves de change plus importantes ou des lignes de crédit conditionnelles. **F&D**



Deepak Mishra est économiste à la Banque mondiale.

Le présent article s'inspire de "Building Coalitions for Effective Development Finance," *Global Development Finance* (Washington: World Bank, 2001).

Bibliographie :

- Brian J. Aitken and Ann E. Harrison, 1999, "Do Domestic Firms Benefit from Direct Foreign Investment? Evidence from Venezuela," *American Economic Review*, Vol. 89, p. 605-18.
- Eduardo Borensztein, José De Gregorio, and Jong-Wha Lee, 1998, "How Does Foreign Direct Investment Affect Economic Growth?" *Journal of International Economics*, Vol. 45, p. 115-35.
- Barry P. Bosworth and Susan M. Collins, 1999, "Capital Flows to Developing Economies: Implications for Saving and Investment," *Brookings Papers on Economic Activity*: 1, *Brookings Institution*, p.143-69.
- William R. Cline, 2000, "The Management of Financial Crises," paper prepared for Kiel Week Conference 2000, "The Role of the Private Sector in Resolving Financial Crises in Emerging Markets," Woodstock, Vermont, National Bureau of Economic Research, October 19-21.
- Barry Eichengreen (à paraître), "Capital Account Liberalization: What Do Cross-Country Studies Tell Us?," *World Bank Economic Review*.
- Robert E. Lucas, Jr., 1990, "Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries?" *American Economic Review*, Papers and Proceedings, Vol. 80 (May), p. 92-96.
- Ashoka Mody and Krishna Srinivasan, 1998, "Japanese and US Firms as Foreign Investors: Do They March to the Same Tune?" *Canadian Journal of Economics*, Vol. 31, p. 778-99.
- Lawrence Summers, 2000, "International Financial Crises: Causes, Prevention, and Cures," *American Economic Review*, Papers and Proceedings, Vol. 90, p. 1-16.

