



Le paradoxe des flux de capitaux

Une ouvrière chinoise s'affaire dans une usine de la province d'Anhui, qui exporte vers l'Union européenne.

Eswar Prasad, Raghuram Rajan et Arvind Subramanian

LA THÉORIE économique orthodoxe nous dit que le capital financier devrait, en termes nets, aller des pays riches vers les pays pauvres. Il devrait sortir des pays dont le capital physique est supérieur à l'offre de main-d'œuvre, donc où les rendements sont inférieurs, vers ceux qui sont relativement mal dotés en capital et offrent ainsi plus de possibilités d'investissement inexploitées. En principe, ces flux de capitaux devraient profiter aux pays pauvres en leur donnant l'accès à des ressources financières qu'ils peuvent investir en capital physique, sous forme d'équipements, d'outillage et d'infrastructure. Ces investissements devraient augmenter leurs niveaux d'emploi et de revenu.

On pourrait s'attendre à ce qu'avec l'accélération de la mondialisation financière, à savoir les mouvements transnationaux de capitaux sous diverses formes, ces flux allant des pays riches aux pays pauvres augmentent pour le bien de toutes les nations. Ce scénario optimiste se vérifie-t-il? Dans un article célèbre rédigé en 1990, Robert Lucas a montré que les flux de capitaux des pays riches vers les pays pauvres sont très modestes et nettement inférieurs aux niveaux prédits par la théorie. Il est vrai que la mondialisation financière s'est accélérée ces quinze dernières années. Qu'est donc devenu le paradoxe empirique mis en évidence par Lucas? L'intégration financière l'a-t-elle résolu?

Contre toute attente, ce phénomène paradoxal s'est plutôt intensifié avec le temps. Comme le montre le graphique 1, le revenu moyen des pays exportateurs de capitaux par rapport à celui des États-Unis est tombé nettement au-dessous de celui des pays importateurs. Autrement dit, le capital va des pays pauvres aux pays riches!

Certes, les déficits des paiements courants des États-Unis et les excédents de la Chine expliquent pour une bonne part ces mouvements de capitaux «vers l'amont». Mais il y a d'autres

explications. Beaucoup d'économies industrielles enregistrent actuellement un déficit des paiements courants, tandis que nombre d'économies de marché émergentes connaissent un excédent. Le graphique 1 montre aussi que les flux vers l'amont ne sont pas un phénomène complètement nouveau : on peut constater une tendance similaire au milieu des années 80.

Les entrées et sorties de capitaux des pays en développement englobent les flux officiels : apports d'aide étrangère et sorties sous forme de réserves internationales accumulées. Ces flux peuvent réagir à d'autres facteurs que les simples considérations de rendement évoquées plus haut. Quant aux flux privés, leur évolution

est-elle plus conforme à la théorie économique? Constatation rassurante, l'investissement direct étranger (IDE) va des pays riches aux pays pauvres. Toutefois, l'IDE, s'il augmente peu à peu, ne représente qu'environ 40 % des flux privés vers les pays en développement et une proportion plus faible du total des flux. En outre, la composition des flux globaux correspond finalement au montant des ressources disponibles pour financer l'investissement dans le pays. Le présent article examine la

répartition des capitaux dans le monde et cherche à savoir si les capitaux étrangers favorisent vraiment la croissance dans les pays en développement.

Y a-t-il une relation entre capitaux étrangers et croissance? Sinon, pourquoi vont-ils «vers l'amont»?

Analyse du paradoxe

Le paradoxe de Lucas n'est peut-être pas si paradoxal si l'on creuse la question. Après tout, beaucoup de pays en développement sont affectés par des problèmes divers, infrastructure insuffisante, population active peu instruite, corruption et tendance à faire défaut sur la dette envers l'étranger, entre autres, qui réduisent le rendement de l'investissement corrigé du risque. Ces problèmes pourraient expliquer pourquoi les capitaux allant vers les pays en développement ne sont pas aussi abondants qu'on pourrait



s'y attendre. Le rendement corrigé du risque que les investisseurs étrangers obtiennent dans ces pays peut être très inférieur à celui que l'on pourrait prévoir étant donné la pénurie relative de capital et la pléthore relative de main-d'œuvre.

Quoi qu'il en soit, les capitaux à destination des pays non industriels devraient aller surtout à ceux qui enregistrent la plus forte croissance et sont donc susceptibles d'offrir les meilleures possibilités d'investissement. Qu'en est-il en réalité?

Pour répondre à cette question, nous avons classé 59 pays en développement en fonction de leur taux moyen de croissance pendant la période 1970–2004. Nous les avons ensuite divisés en trois groupes de population à peu près égale. La Chine et l'Inde ont été analysées à part à cause de la taille de leur population. Nous avons fait le total des déficits des paiements courants pour chaque groupe, en corrigeant les montants en dollars par l'indice des prix à la consommation des États-Unis afin de les rendre comparables sur la période. En principe, les pays à forte croissance devraient recevoir plus de capitaux et les pays à faible croissance moins.

Le graphique 2 montre que, sur la période 1970–2004, ainsi que sur des périodes plus courtes, le montant net de capitaux étrangers allant vers les pays en développement à croissance relativement élevée est inférieur à celui que reçoivent les groupes à croissance moyenne et faible. Pendant la période 2000–04, l'évolution est tout à fait anormale, puisque la Chine, l'Inde et les pays à croissance forte et moyenne exportent tous des montants importants de capitaux, alors que les pays à faible croissance en reçoivent une quantité substantielle. Le fait que les flux de capitaux vers les pays en développement ne sont pas fonction de la croissance a été baptisé «énigme de l'allocation» par Gourinchas et Jeanne (2007).

L'énigme se complique quand on examine les flux nets d'IDE (graphique 3). Pendant la période la plus récente (2000–04), même ces flux ne suivent pas la croissance. Toutefois, ils la suivent sur l'ensemble de la période, puisque c'est le groupe de pays non industriels ayant la plus forte croissance qui reçoit le plus d'IDE en 1970–2004 et que la Chine en reçoit des montants importants. Cela laisse penser que les pays à forte croissance offrent bien de meilleures possibilités d'investissement et donc attirent plus d'IDE. Globalement toutefois, ils n'utilisent pas plus

de capitaux étrangers et, dans le cas de la Chine, le pays est même exportateur net de capitaux.

En résumé, le caractère anormal des financements étrangers globaux apparaît encore plus nettement quand on examine l'allocation des capitaux selon le type de pays en développement. Le paradoxe des mouvements internationaux de capitaux est donc encore plus marqué que ne l'imaginait Lucas!

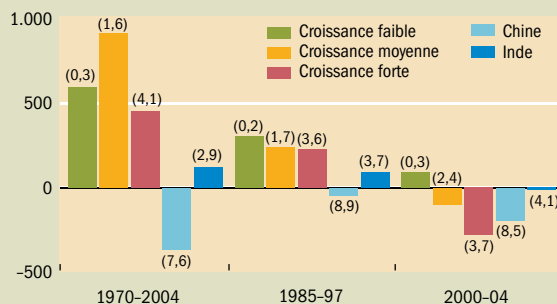
Capitaux étrangers et croissance

Pourquoi les capitaux étrangers ne vont-ils pas davantage aux pays non industriels qui enregistrent une croissance rapide et dans lesquels, par conséquent, la productivité marginale apparente du capital (et probablement la solvabilité) est élevée? Question

Graphique 2

Des tendances perverses

Les pays en développement à forte croissance ont attiré moins de capitaux étrangers nets que les pays à croissance faible et moyenne. (flux globaux vers les pays non industriels, en milliards de dollars)



Source : calculs des auteurs.

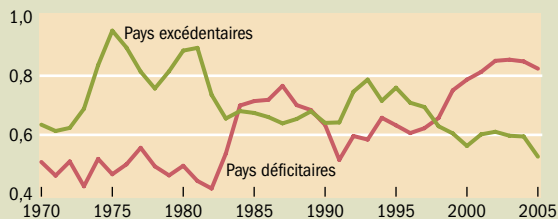
Notes : Les taux médians de croissance du PIB réel pour les pays de chaque groupe (après calcul de la moyenne sur la période pour chaque pays) sont indiqués entre parenthèses. Les pays non industriels de notre échantillon sont répartis en trois groupes de population à peu près égale. La Chine et l'Inde sont traitées séparément. Chaque panneau montre le total des déficits courants cumulés (en milliards de dollars, corrigé de l'IPC américain en commençant à 1 en 2004) sur la période pour chaque groupe. Les barres en dessous de zéro indiquent un excédent courant.

Graphique 1

Vers l'aval ou vers l'amont?

Le revenu relatif des pays exportateurs de capital a diminué par rapport aux États-Unis.

(PIB relatif par habitant, pondéré par les comptes courants)



Source : calculs des auteurs.

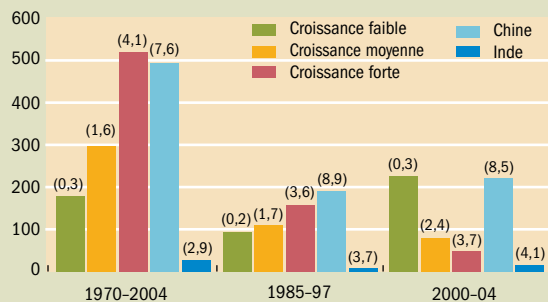
Notes : Pour chaque année, nous divisons notre échantillon de pays en deux groupes, ceux qui ont un excédent courant et ceux qui ont un déficit courant pour l'année considérée. Pour le premier groupe, la part de chaque pays dans le total du groupe est multipliée par le revenu relatif par habitant de ce pays (mesuré par rapport au revenu par habitant du pays le plus riche de l'échantillon pour cette année-là) ajusté selon la PPA. On obtient ainsi une mesure des revenus relatifs des pays excédentaires pondérés par les comptes courants. La même opération est répétée pour les pays déficitaires. On peut ainsi comparer, pour chaque année, les revenus relatifs des pays excédentaires et des pays déficitaires.

Graphique 3

De meilleures possibilités d'investissement

À l'exception de la période la plus récente, les flux d'IDE se sont dirigés vers les pays les plus dynamiques.

(IDE net vers les pays non industriels, en milliards de dollars)



Source : calculs des auteurs.

Notes : Les taux médians de croissance du PIB réel pour les pays de chaque groupe (après calcul de la moyenne sur la période pour chaque pays) sont indiqués entre parenthèses. Les pays non industriels de notre échantillon sont répartis en trois groupes de population à peu près égale. La Chine et l'Inde sont traitées séparément. Chaque panneau montre le total des entrées nettes cumulées d'IDE (en milliards de dollars, corrigé de l'IPC américain en commençant à 1 en 2004) sur la période pour chaque groupe.

plus importante, ces flux anormaux de capital entravent-ils la croissance dans les pays non industriels?

Beaucoup d'études arrivent pour l'essentiel à la même conclusion : il est difficile, à partir de données macroéconomiques, d'établir un lien de causalité robuste entre les entrées de capitaux privés et la croissance économique. Faut-il en déduire que les capitaux étrangers ne comptent pas?

Pour aborder cette question sous un angle différent, nous avons étudié la relation à long terme entre le solde des paiements courants et la croissance. Ce solde mesure le total des financements extérieurs disponibles pour investir dans un pays. C'est une mesure particulièrement importante pour notre étude parce qu'elle correspond à la différence entre épargne nationale et investissement national. Les pays qui empruntent davantage à l'étranger devraient pouvoir investir davantage (parce qu'ils sont moins limités par l'épargne intérieure) et donc enregistrer une croissance plus forte.

Nous avons examiné la corrélation entre croissance et paiements courants en utilisant des données dont on a fait la moyenne sur une longue période pour chaque pays. Constatation étonnante : pour l'échantillon de 51 pays non industriels, la corrélation est positive (graphique 4). Autrement dit, les pays en développement qui ont *moins* recouru aux financements étrangers ont connu une croissance plus forte à long terme. Cela ne veut pas dire qu'il n'existe pas de cas de pays non industriels ayant connu à la fois une forte croissance et d'importants déficits des paiements courants : l'Asie de l'Est avant la crise en offre un exemple évident. Nous avons cherché à dépasser le problème des expansions (et peut-être des crises) à court terme financées de l'extérieur pour nous demander si, en moyenne et à long terme, les pays en développement qui ont connu la plus forte croissance ont le plus recouru aux capitaux étrangers. Il n'en est rien.

Nous avons aussi mené une analyse statistique plus poussée de cette relation, en prenant en compte divers autres facteurs qui pourraient stimuler la croissance, et examiné de plusieurs façons la solidité des résultats. Par exemple, nous avons étudié la corrélation pour la période 1985-97 seulement. Cette époque était en quelque sorte la première apogée de l'intégration mondiale, avec une augmentation des flux de capitaux et une période relativement tranquille sur les marchés financiers internationaux (à part la crise Tequila au Mexique). C'est donc à cette période que les avantages des entrées de capitaux auraient dû être éclatants. Pourtant, dans la plupart de ces cas, le lien entre solde des paiements courants et croissance reste positif pour les pays non industriels (la corrélation est nulle dans les autres cas). Nous n'avons constaté dans aucun cas la relation négative prédite par la théorie économique.

Rôle de l'épargne

Comment interpréter la corrélation positive entre l'excédent des paiements courants et le taux de croissance? Une explication possible est que cette relation correspond à l'épargne intérieure, qui est déterminée soit par des forces plus profondes soit par la croissance elle-même. Après tout, si les entrées de capitaux étaient principalement fonction des possibilités d'investissement, on devrait constater une relation incontestablement négative entre croissance et paiements courants.

En fait, il apparaît que la corrélation positive que nous constatons est due dans une grande mesure à l'épargne nationale. Autrement dit, les pays non industriels qui enregistrent une épargne plus élevée pour un niveau donné d'investissement connaissent une croissance plus forte. Certes, les pays à forte épargne peuvent investir davantage. Par conséquent, un fort niveau d'épargne intérieure n'implique pas forcément un faible recours à l'épargne extérieure.

Dans le graphique 5, nous avons divisé l'échantillon de pays en quatre groupes selon qu'ils se situaient au-dessus ou au-dessous des niveaux moyens du ratio de l'investissement au PIB et de celui du solde courant au PIB. Le graphique montre, comme prévu, que les pays ayant un niveau élevé d'investissement s'en tirent mieux que ceux dont le niveau est plus bas. Constatation intéressante, les pays caractérisés par un ratio d'investissement élevé *et* un moindre recours aux capitaux étrangers (donc par des déficits des paiements courants plus faibles) ont enregistré une croissance plus forte, en moyenne d'environ 1 % par an, que ceux où l'investissement était élevé mais qui recouraient davantage aux capitaux étrangers.

Comment expliquer la corrélation?

La corrélation positive entre l'excédent des paiements courants et le taux de croissance peut s'expliquer par le fait qu'une croissance élevée est liée à une épargne intérieure élevée, et renforce cette épargne. En d'autres termes, les pays à forte croissance ont peut-être moins *besoin* de capitaux étrangers. Le problème est qu'en général, quand les pays enregistrent une croissance (c'est-à-dire quand ils connaissent un choc positif sur la productivité), ils devraient vouloir consommer plus (à cause de la hausse de leurs revenus) et investir plus (à cause des nouvelles possibilités d'investissement). La corrélation devrait donc être négative.

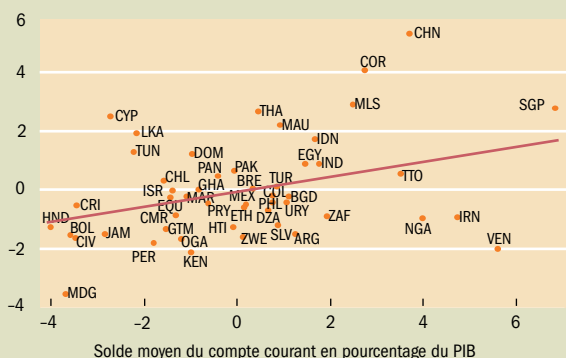
C'est ici que le système financier, surtout s'il est sous-développé, peut jouer un rôle. Si le secteur financier était actif et efficace, une hausse soutenue de la productivité devrait entraîner un accroissement non seulement de l'investissement (les firmes empruntent pour profiter des occasions d'investissement), mais aussi de la

Graphique 4

Croître par ses propres moyens

En général, les pays en développement qui ont moins fait appel aux capitaux étrangers ont connu une croissance plus rapide.

(croissance moyenne du PIB par habitant, en pourcentage)



Source : calculs des auteurs.

Note : L'échantillon ne comprend pas le Nicaragua.

ARG = Argentine, BGD = Bangladesh, BOL = Bolivie, BRE = Brésil, CHL = Chili, CHN = Chine, CIV = Côte d'Ivoire, CMR = Cameroun, COL = Colombie, COR = Corée, République de, CRI = Costa Rica, CYP = Chypre, DOM = République Dominicaine, DZA = Algérie, EGY = Égypte, EQU = Équateur, ETH = Éthiopie, GHA = Ghana, GTM = Guatemala, HND = Honduras, HTI = Haïti, INDN = Indonésie, IND = Inde, IRN = République islamique d'Iran, ISR = Israël, JAM = Jamaïque, KEN = Kenya, LKA = Sri Lanka, MAR = Maroc, MDG = Madagascar, MEX = Mexique, MAU = Maurice, MLA = Malaisie, NGA = Nigéria, OGA = Ouganda, PAK = Pakistan, PAN = Panama, PER = Pérou, PHL = Philippines, PRY = Paraguay, SGP = Singapour, SLV = El Salvador, THA = Thaïlande, TTO = Trinité-et-Tobago, TUN = Tunisie, TUR = Turquie, URY = Uruguay, VEN = République bolivarienne du Venezuela, ZAF = Afrique du Sud, ZWE = Zimbabwe



consommation (les consommateurs empruntent pour dépenser en prévision de la hausse de leur revenu). Inversement, quand le secteur financier est faible, une augmentation soutenue de la productivité de certains secteurs peut aboutir à une baisse de la croissance de l'investissement et une accélération de la croissance de l'épargne. En effet, l'investissement des entreprises risque de se limiter aux capitaux qu'elles accumulent par autofinancement, et les consommateurs d'épargner une grande partie de la hausse de leur revenu due à l'augmentation de la productivité parce qu'ils ne peuvent pas emprunter en comptant sur une hausse de ce revenu.

Il existe une autre possibilité, à savoir que les systèmes financiers peu développés ne jouent pas un rôle efficient d'intermédiation des capitaux étrangers. Ce phénomène pourrait expliquer aussi l'absence de relation positive entre les flux de capitaux étrangers et la croissance. Toutefois, si les systèmes financiers des pays en développement sont peu efficaces, d'où viennent les gains de productivité? Nous supposons que les forces de la mondialisation, surtout l'amélioration des chaînes de l'offre et l'intensification de la concurrence qui accroissent l'efficacité, entraînent des gains de productivité dans les pays non industriels *malgré* les faiblesses de leurs systèmes financiers.

Conformément à l'idée selon laquelle les capitaux étrangers ne seraient ni nécessaires ni utiles à cause de la faiblesse des systèmes financiers, nous constatons que la corrélation positive entre solde courant et croissance se vérifie quand nous étudions seulement le groupe de pays ayant les systèmes financiers les moins développés. Pour les pays qui connaissent des épisodes de croissance, l'éventail de possibilités d'investissement rentables, et le niveau de la consommation privée, peuvent être limités par les déficiences du secteur financier, et l'investissement devra donc être financé surtout par l'épargne intérieure.

Le recours excessif aux capitaux étrangers peut aussi avoir des effets négatifs. Il peut amener une appréciation et, dans certains cas, une surévaluation de la monnaie (quand le taux de change est plus élevé que le justifieraient les fondamentaux de l'économie). Cette évolution risque de nuire à la compétitivité et aux exportations dans des secteurs clés comme l'industrie manufacturière. Les analyses récentes d'épisodes de croissance montrent qu'un secteur

manufacturier dynamique est un facteur essentiel de croissance à long terme. Donc, en réduisant le recours aux capitaux étrangers, et en évitant la surévaluation, on peut faciliter le développement d'un secteur manufacturier orienté sur l'exportation.

Précautions nécessaires

Notre analyse implique que les flux actuels de capitaux apparemment anormaux allant des pays pauvres aux pays riches ne constituent pas nécessairement une preuve des inefficiences des marchés financiers mondiaux. Ils révèlent plutôt les obstacles financiers et structurels qui limitent la capacité des pays pauvres d'absorber les capitaux étrangers.

À première vue, nos résultats indiquent qu'il existe une prime de croissance liée à la diminution du recours aux financements extérieurs, mais nous n'avons pas de preuves solides pour affirmer qu'il s'agit d'une relation causale. Toutefois, le recours exclusif de pays non industriels à l'épargne intérieure pour financer leur investissement comporte un coût. En effet, ces pays investissent et consomment moins que s'ils pouvaient recourir aux capitaux étrangers dans les mêmes conditions que les pays industriels.

Quelles conséquences peut-on en tirer pour l'ouverture du compte de capital? On ne peut débattre des avantages de cette ouverture que dans le cadre d'un pays donné. Nos résultats laissent entendre que, dans la mesure où le secteur financier intérieur est sous-développé et où il faut éviter l'appréciation du taux de change due aux entrées de fonds, il faudrait probablement prendre plus de précautions envers certaines formes d'entrée de capitaux. En même temps, l'ouverture financière peut s'avérer nécessaire pour stimuler le développement financier intérieur et récolter les bénéfices qu'offrent les flux de capitaux et les nouvelles perspectives de croissance.

Comment résoudre ce dilemme? On pourrait proposer aux pays de prendre l'engagement ferme, et si possible crédible, d'intégrer les marchés financiers à une date future précisée, pour donner le temps au système financier de se développer sans subir l'effet négatif des entrées de capitaux, tout en incitant les participants à se préparer à l'intégration en faisant peser sur eux la menace de la concurrence étrangère à venir. On peut prendre comme exemple récent de cette démarche l'attitude de la Chine qui s'efforce de stimuler la réforme des banques en s'engageant à ouvrir son secteur bancaire à la concurrence étrangère dans le cadre des obligations découlant de son adhésion à l'OMC.

Il faudra beaucoup d'autres recherches pour mieux comprendre comment on peut accroître la capacité d'absorption des pays et permettre ainsi aux pays non industriels de bénéficier de financements étrangers au fur et à mesure de leur développement. ■

Eswar Prasad est titulaire principal de la chaire Nandlal P. Tolani de politique commerciale à l'université Cornell; Raghuram Rajan est titulaire émérite de la chaire Eric Gleacher à la Graduate School of Business de l'université de Chicago; et Arvind Subramanian est Sous-Directeur du Département des études du FMI.

Cet article est basé sur un document de travail (à paraître) du FMI écrit par les auteurs et contenant des résultats et des références détaillés.

Bibliographie :

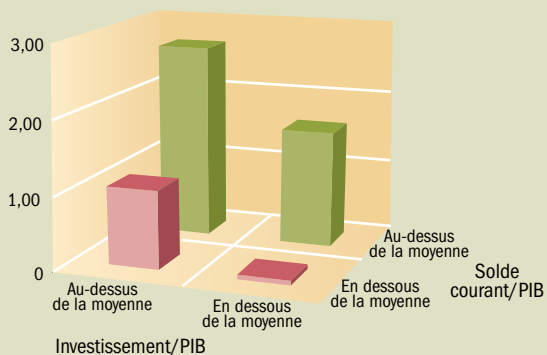
Gourinchas, Pierre-Olivier, and Olivier Jeanne, 2007, "Capital Flows to Developing Countries: The Allocation Puzzle," *IMF Working Paper*, à paraître.

Lucas, Robert, 1990, "Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries?" *American Economic Review*, Vol. 80 (May), p. 92-96.

Graphique 5

Moins tributaires de l'extérieur

Les pays qui ont beaucoup investi et dont les déficits courants sont relativement moins élevés se sont développés plus vite que ceux qui ont eu davantage recours aux capitaux étrangers. (croissance moyenne du PIB par habitant, en pourcentage)



Source : calculs des auteurs.