

Banque de France et FERDI
Réussir l'intégration financière en Afrique
Paris, 27 mai 2014

**L'intégration financière :
Théorie, évidences, et leçons des
expériences internationales**

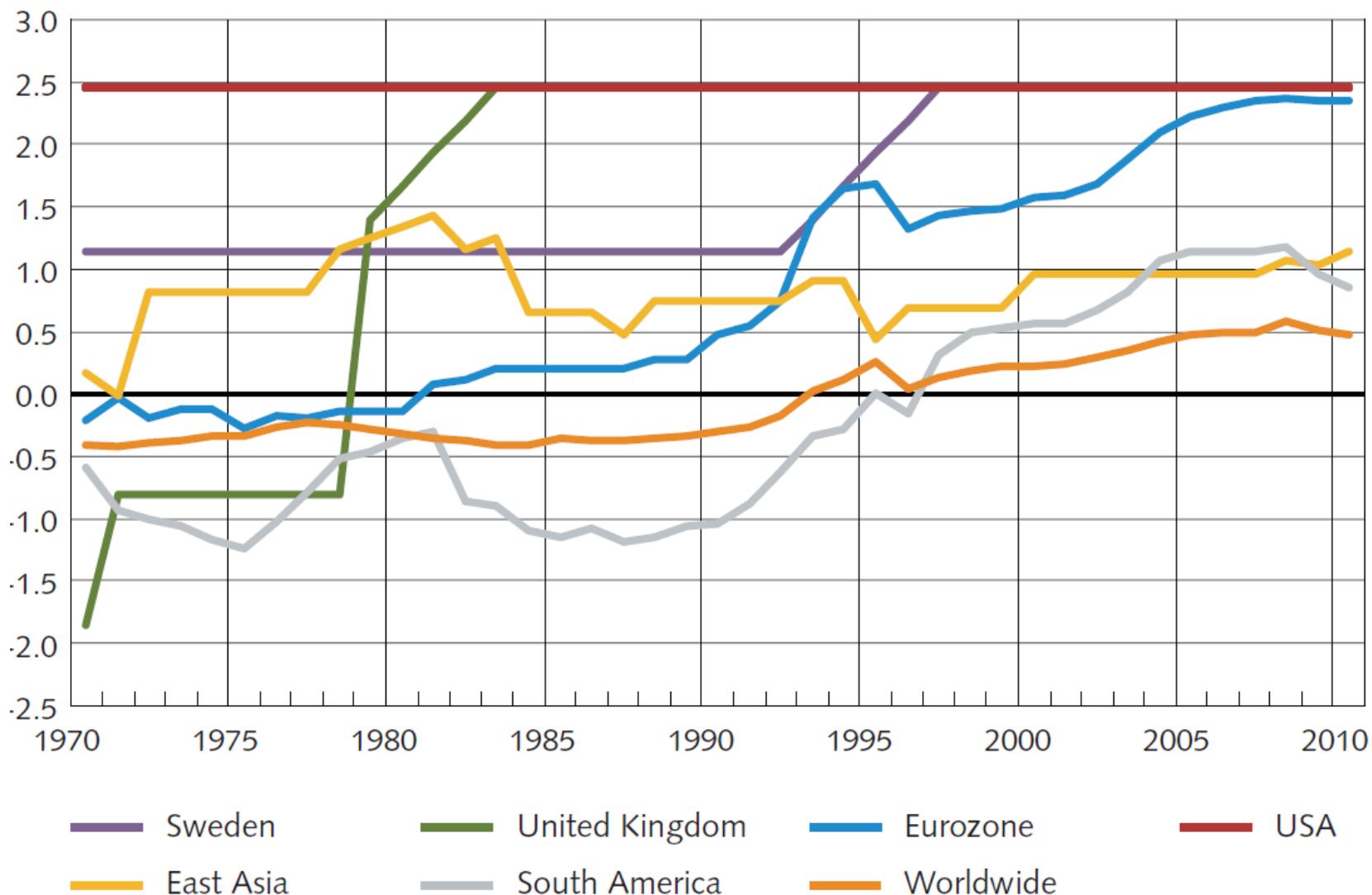
Pierre-Richard Agénor

Université de Manchester, CGBCR, FERDI, CAMA

Quelques données

- Lié à l'assouplissement des restrictions de change...
- ...et aux progrès des systèmes d'information et de télécommunications...
- ...L'intégration financière internationale s'est accélérée au cours des trois dernières décennies.
- Constat concordant de trois mesures alternatives.

Indice Chinn-Ito d'ouverture financière internationale



Note: The Chinn-Ito index is based on the binary dummy variables that codify the tabulation of restrictions on cross-border financial transactions reported in the IMF's *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions*.

Source: http://web.pdx.edu/~ito/Chinn-Ito_website.htm.

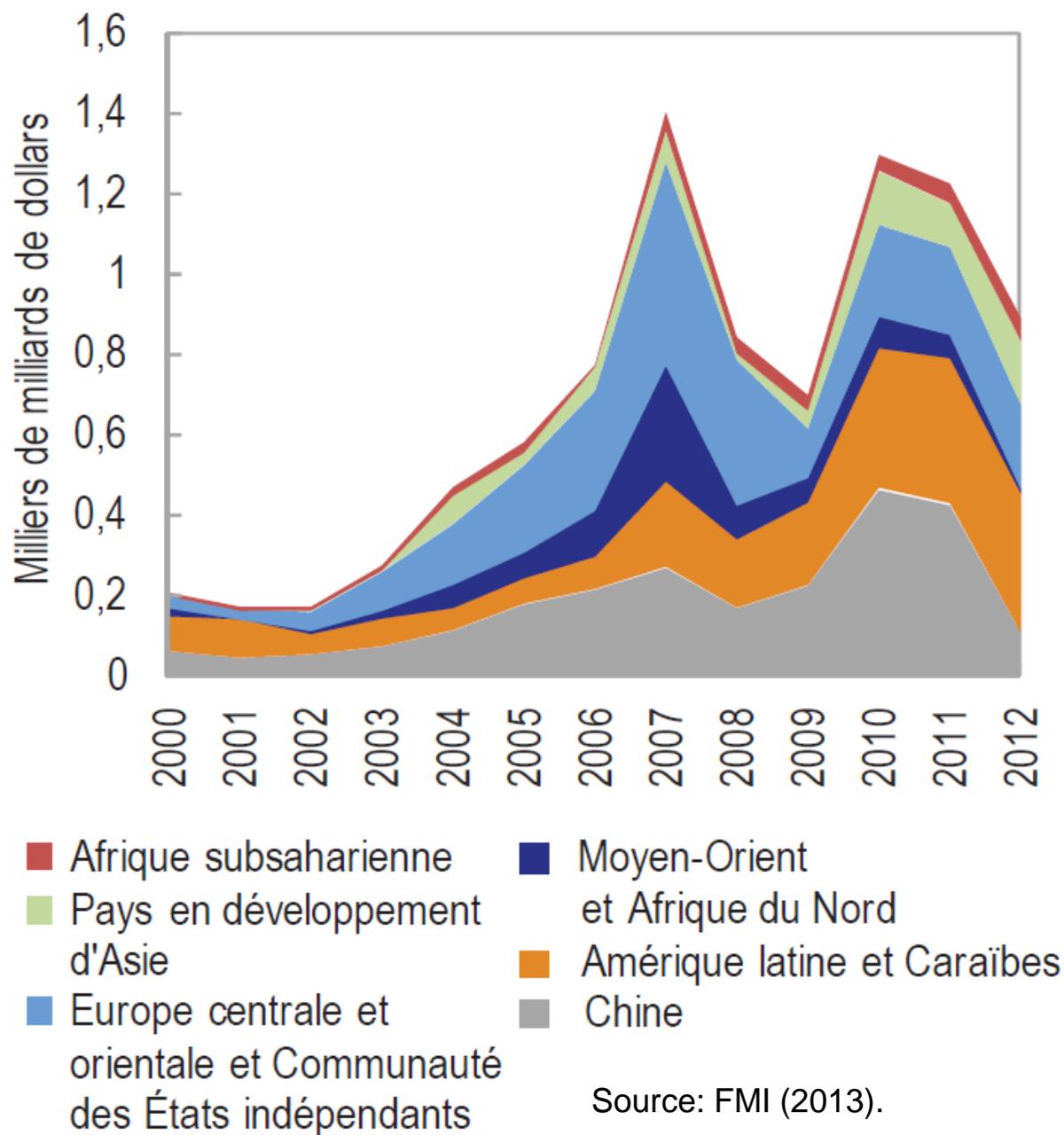
Positions financières extérieures

	1970s	1980s	1990s	2000s
Full Sample Countries (120 countries)	77.1	121.9	153.7	250.9
OECD countries (22 countries)	73.7	124.8	212.6	521.2
(of which) EU countries (14 countries)	75.7	132.1	232.5	598.9
non-OECD Countries (98 countries)	78.3	121.0	139.0	181.9
(of which) Emerging Market Countries (32 countries)	83.1	124.4	118.1	147.2

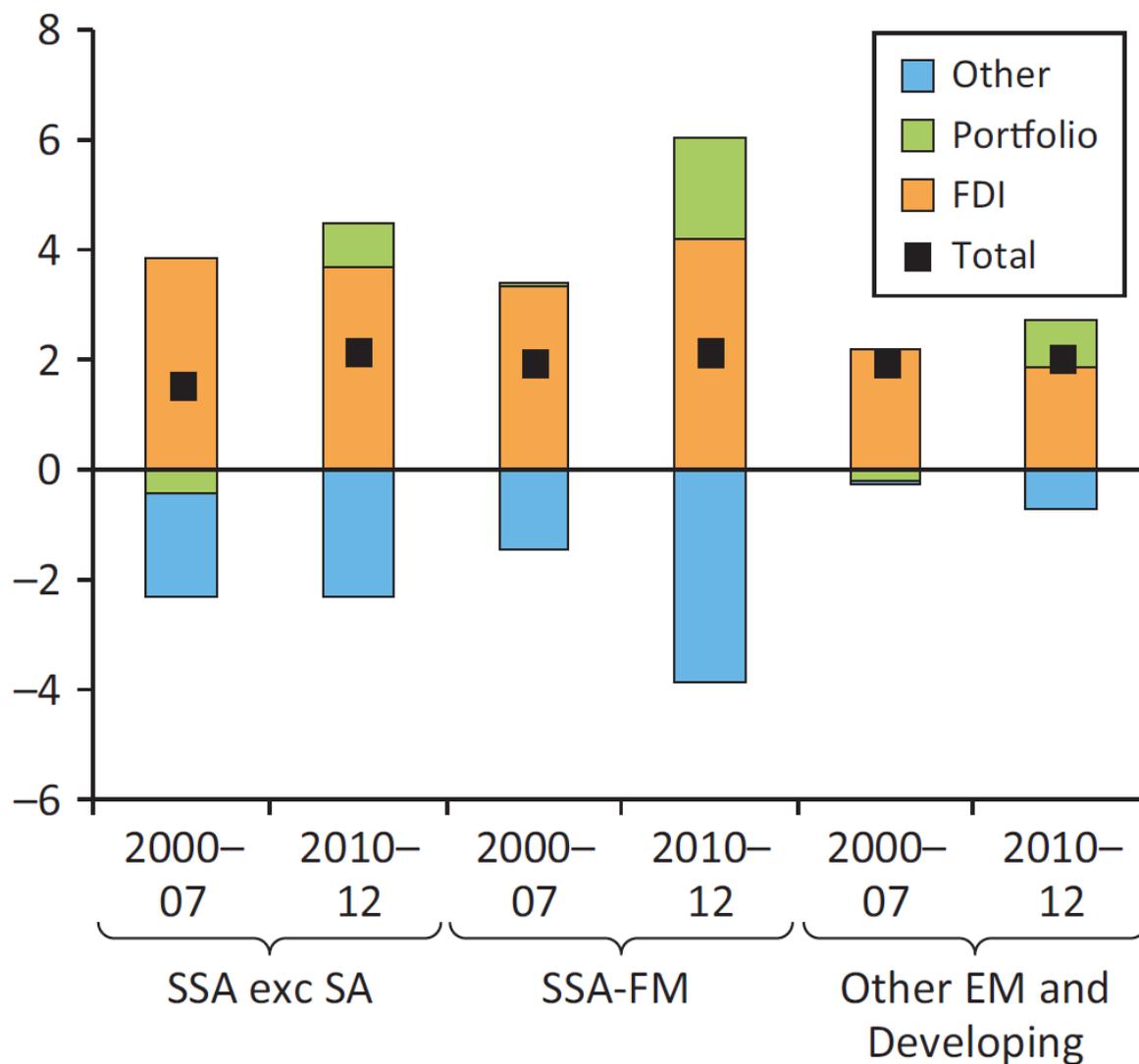
Note: Les positions financières extérieures sont mesurées par la somme absolue des actifs et engagements extérieurs bruts, en pourcentage du PIB. Les chiffres montrent une nette accélération dans les années 2000.

Source: Suzuki (2014).

Entrées nettes de capitaux privés par région, 2000-12



Entrées nettes de capitaux privés, 2000-12 (en % du PIB)

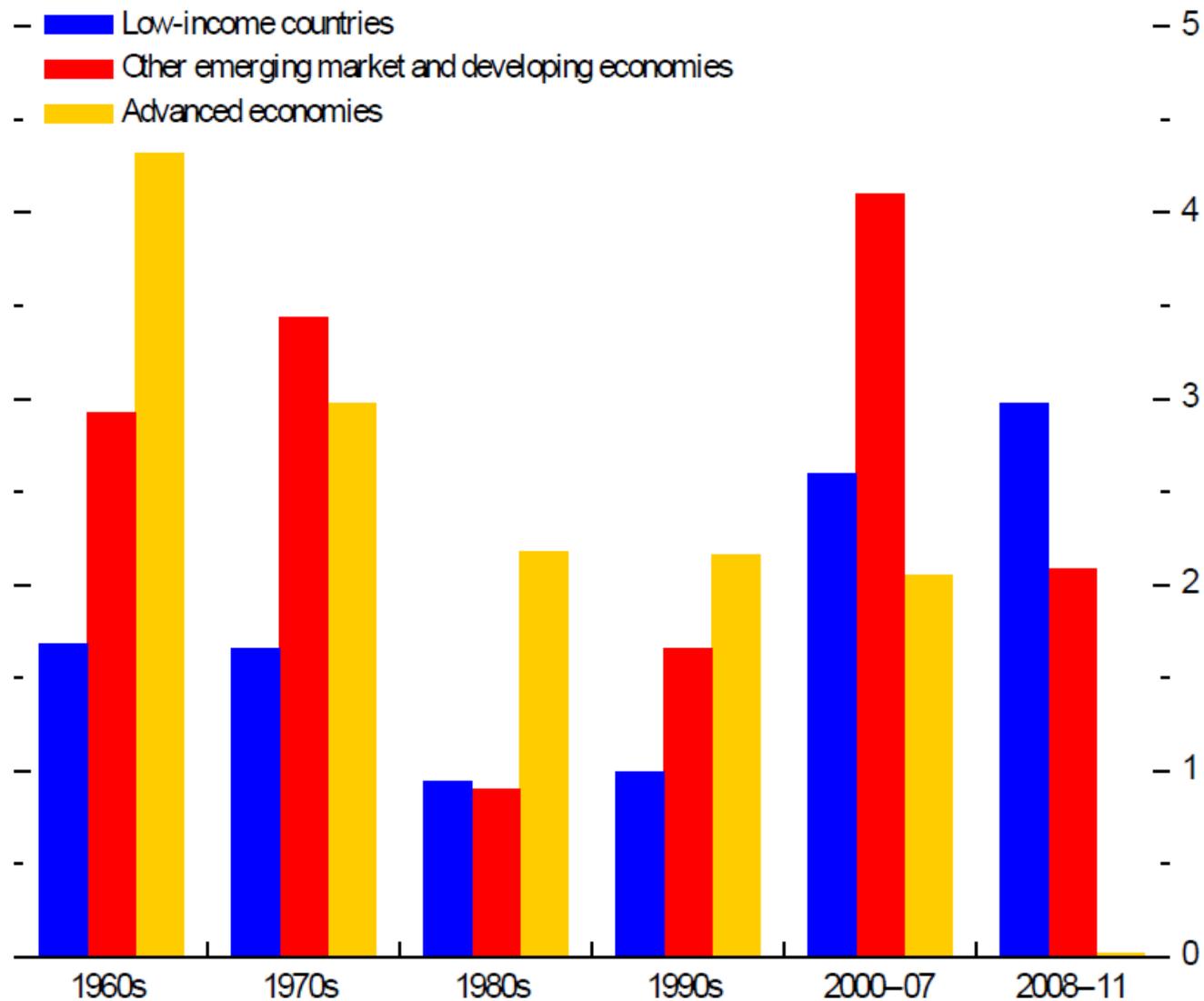


Source: FMI (2013). FM : Marchés frontières (Ghana, Kenya, Maurice, Mozambique Nigéria, Sénégal, Tanzanie, Uganda, et Zambie).

- La crise financière mondiale a conduit à une remise en cause du processus.
- Repli des flux de capitaux (sauf pour les IDE).
- Contrôles de capitaux (argument : un compte de capital fermé limite la contagion).
- Nouvelles régulations bancaires (Bâle III).
- Quel est l'**enjeu fondamental** de l'intégration financière internationale pour un pays à faible revenu ?

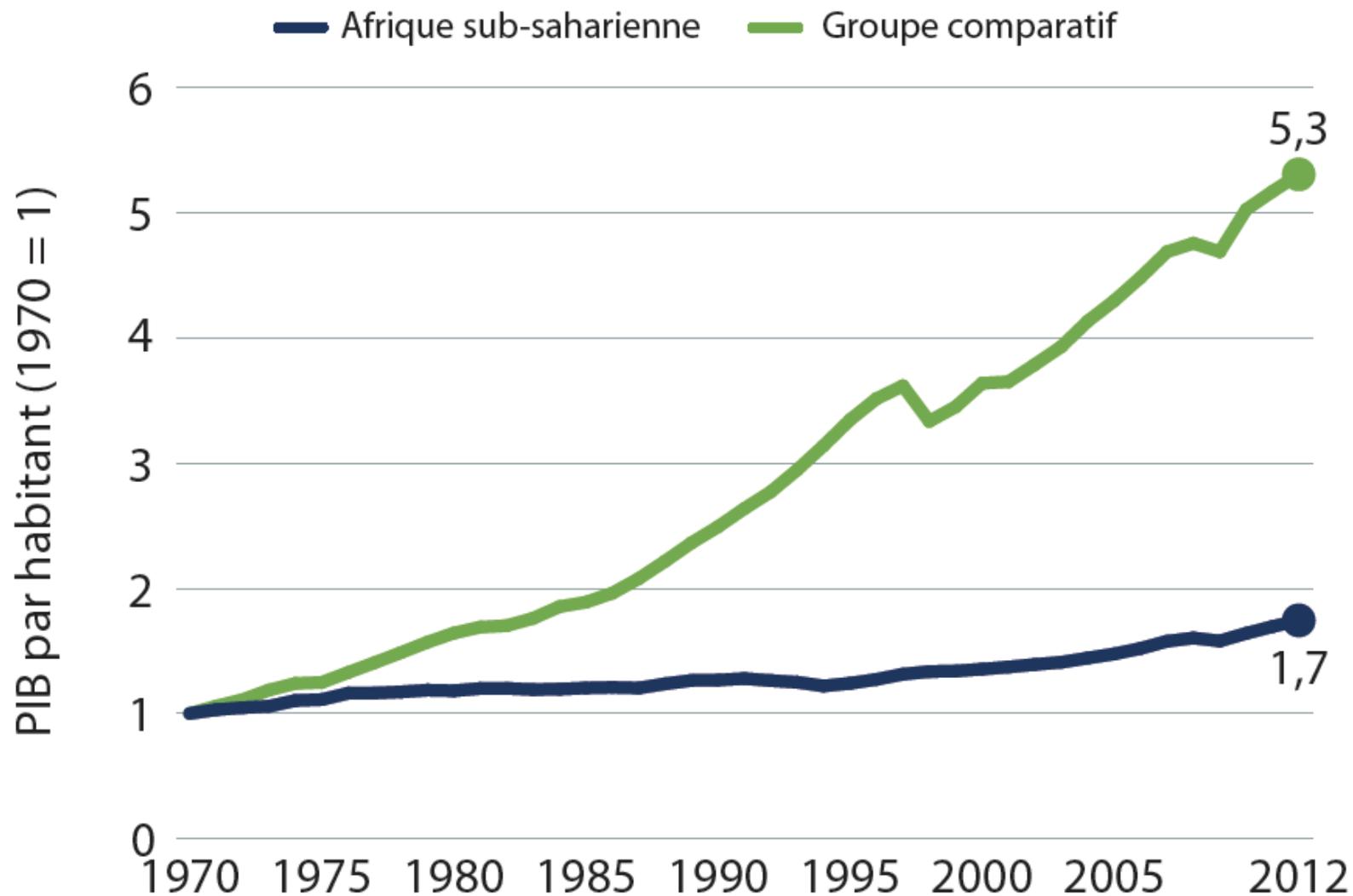
Taux de croissance du PIB réel par habitant, 1960-2011

(En pourcentage)



Source: Bluedorn et al. (2014).

PIB réel par habitant, 1970-2012



Groupe comparatif : Brésil, Chili, Indonésie, Malaisie, Singapour, Corée du Sud, Thaïlande et Vietnam.

Source : ACET, *Rapport sur la transformation de l'Afrique* (2014).

- L'enjeu fondamental de l'intégration financière : **accélérer le processus de convergence.**
- Elle peut favoriser les apports de capitaux extérieurs et permettre de pallier à l'insuffisance de l'épargne intérieure (publique et privée)...
- ...et répondre aux besoins d'investissement (infrastructure).

Présentation...

- L'ouverture financière internationale : gains et risques potentiels.
- Comment tirer le meilleur parti de l'ouverture financière internationale ?
- Leçons des expériences récentes des pays à moyen revenu pour les pays à faible revenu engagés dans le processus d'intégration financière.

**L'ouverture financière
internationale : Gains et risques
potentiels**

Gains potentiels

- Diversification du risque, lissage de la consommation.
- Meilleure allocation internationale du capital.
- Discipline macroéconomique.
- Efficience et stabilité plus grandes du système bancaire.

Diversification du risque, lissage consommation

- Accès aux marchés mondiaux de capitaux permet de diversifier le risque...
- ...d'emprunter en période difficile (choc négatif sur le revenu, détérioration des termes de l'échange) et prêter en période favorable.
- Rôle **contracyclique** des marchés de capitaux.
- Particulièrement important en présence de **chocs temporaires**.

- Etudes économétriques, données agrégées : résultats ambigus ; en général plus favorables pour les pays riches.
- Exemple : Suzuki (2014).
- Difficile de dire si c'est dû à la difficulté de mesurer les gains liés à la diversification, ou si ces gains sont réellement faibles.
- Autre approche : enquêtes ménages (Friedrich (2013) ; intégration financière a permis d'assouplir les contraintes de crédit.

Does Financial Integration Increase Welfare? Evidence From International Household-Level Data

Christian Friedrich*

December 29, 2013

Meilleure allocation du capital

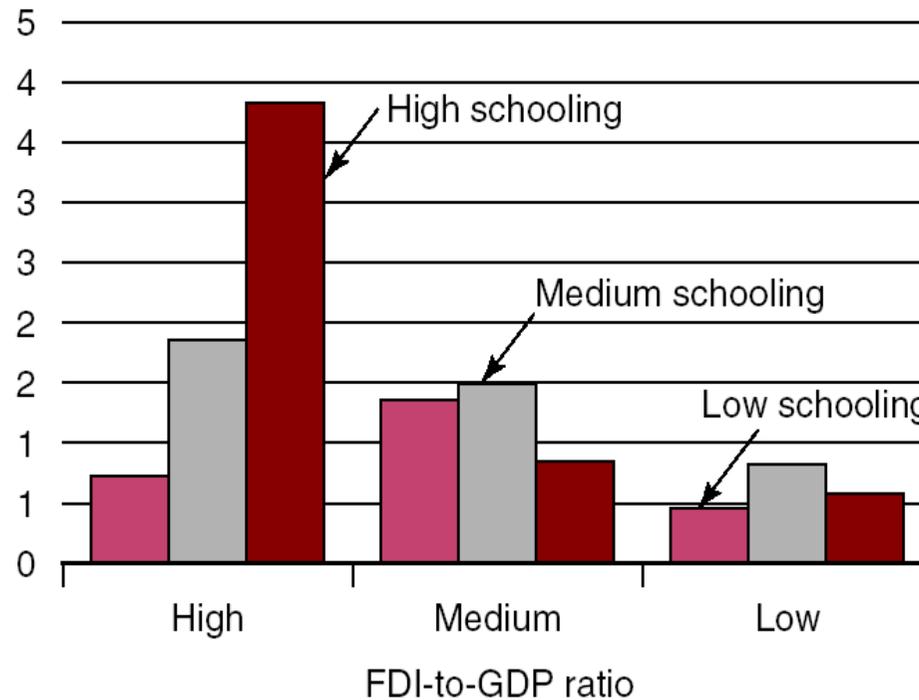
- Intégration facilite le mouvement des capitaux vers les pays où les taux de rendement sont les plus élevés.
- Pays en développement : la capacité à épargner (et à investir) est contrainte par le faible niveau de revenu par tête.
- Tant que le rendement marginal de l'investissement est au moins égal au coût du capital emprunté...

- ...une entrée de ressources étrangères peut accroître l'épargne intérieure, l'investissement, et accélérer la croissance.
- Gains potentiels particulièrement importants pour les investissements directs étrangers (IDE).
- Facilitent le transfert de connaissances au niveau technologique et organisationnel.
- Effet sur la productivité.

- Etudes économétriques (micro et macro ; méta-analyses).
- Evidence également d'effets **conditionnels**.
- Qualité de la main d'œuvre (niveau d'éducation) ; infrastructure ; développement financier.

Figure 3.17 Education raises the productivity of FDI, which leads to higher growth

(per capita GDP growth rate, in percent)



Note: The low, medium, and high categories for FDI-to-GDP ratio are below 0.01 percent, 0.01 percent to 0.2 percent, and more than 0.2 percent, respectively. For the schooling variable, the low, medium, and high categories are below 0.4, 0.4 to 1, and more than 1, respectively.

Source: Borensztein, De Gregorio, and Lee (1998).

Review of Development Economics, 14(3), 640–655, 2010
DOI:10.1111/j.1467-9361.2010.00579.x

Productivity Spillovers from Foreign Direct Investment in Developing Countries: A Meta-Regression Analysis

Qualité de la main-d'œuvre
Effets plus large pour pays asiatiques

*Rossitza B. Wooster and David S. Diebel**

Foreign Direct Investment and Economic Growth: A real relationship or wishful thinking?

Hristos Doucouliagos, Sasi Iamsiraroj and

Mehmet Ali Ulubasoglu

SWP 2010/14

Qualité de la main-d'œuvre
Faible inflation
Degré d'ouverture extérieure
Développement financier

Reexamining the Conditional Effect of Foreign Direct Investment

Randolph L. Bruno
Nauro F. Campos

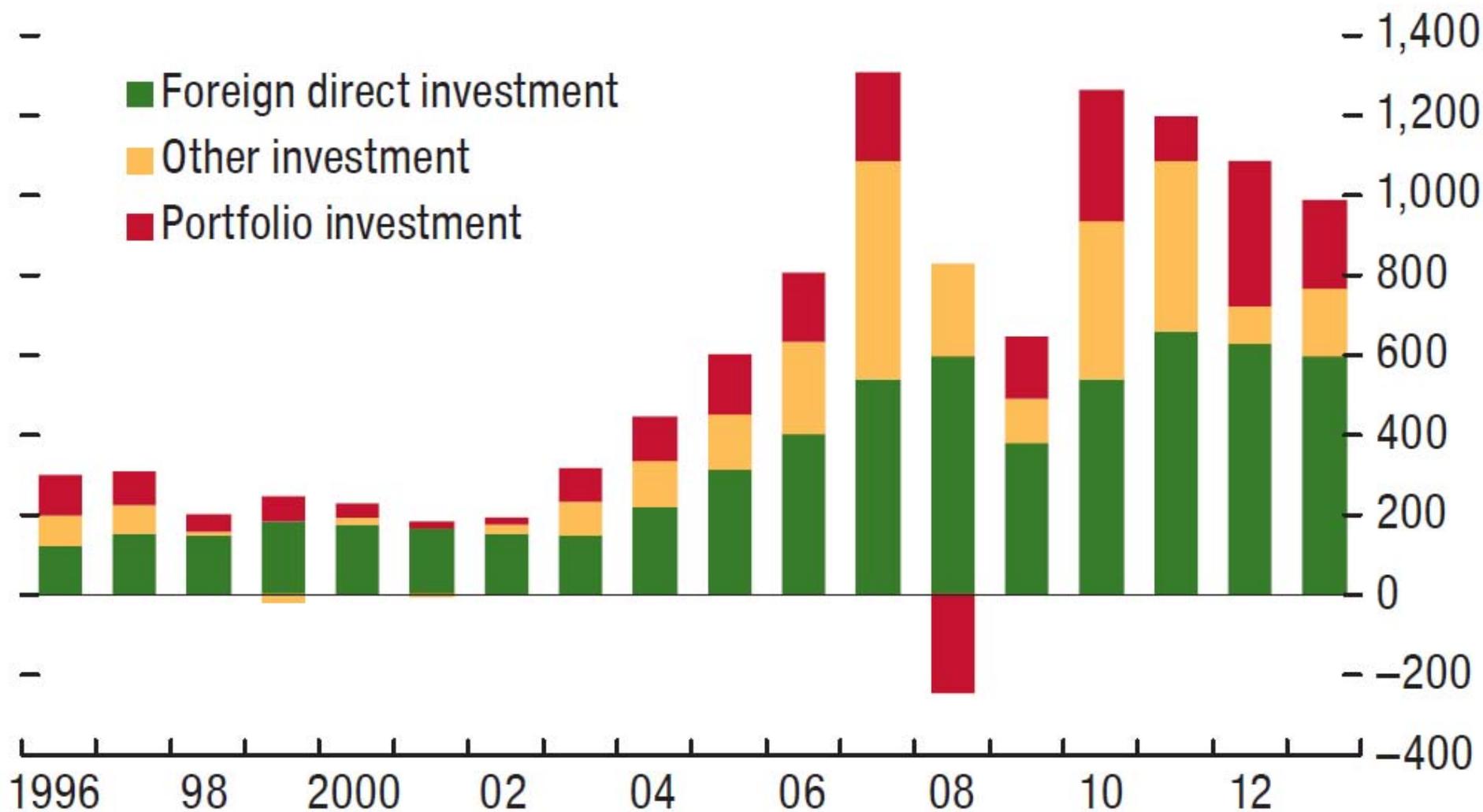
IZA DP No. 7458 June 2013

Effets plus larges pour les pays à faible revenu, même avec concentration dans le secteur ressources/énergie.

- Education : causalité bidirectionnelle ?
- Flux IDE plus stables que les flux à CT.

Pays émergents : Entrées brutes de capitaux 1996-2013

(Milliards de dollars EU)



Source : FMI, *Global Financial Stability Report* (avril 014).

Discipline macroéconomique

- L'ouverture financière, et le risque de volatilité des flux de capitaux, renforcent l'incitation à adopter des politiques macroéconomiques prudentes.
- Si la discipline macro se traduit par une plus grande **stabilité économique et financière**, elle peut aider à la croissance.
- Études empiriques : la volatilité macroéconomique a un effet négatif sur la croissance.

Efficiency and stability of the banking system

- **Foreign bank penetration** : can improve the quality and availability of domestic financial services...
- ...by increasing competition and allowing the application of more advanced banking techniques and management methods.
- Can also stimulate the development of the framework of **bank supervision** and of **regulation** of financial institutions...

- ...et améliorer l'accès aux marchés mondiaux de capitaux (directement, ou indirectement par le biais des maisons mères).
- Peut contribuer à la **stabilité du système financier** si, en période d'instabilité...
- ...les déposants ont tendance à déplacer leurs avoirs des institutions locales vers les institutions étrangères, perçues comme plus solides.

Coûts potentiels

- Concentration flux de capitaux et accès insuffisant aux marchés mondiaux.
- Allocation sous-optimale des flux de capitaux.
- Perte de stabilité macroéconomique.
- Mouvements procycliques des flux à CT.
- Contagion et volatilité des flux de capitaux.
- Risques liés à la pénétration banques étrangères.

Concentration des flux, manque d'accès

- Les flux de capitaux ont tendance à être fortement concentrés géographiquement sur un petit nombre de pays...
- ...et dans certains secteurs (ressources naturelles), fortement capitalistiques.
- L'accès aux marchés mondiaux de capitaux tend à être **asymétrique** pour beaucoup de pays (y compris les producteurs de pétrole).

- Ces pays ne peuvent emprunter qu'en période « favorable » ; en période « défavorable » ils font face à des contraintes d'emprunt.
- L'accès aux marchés mondiaux de capitaux est donc **procyclique**.
- Difficile dans ce cas de lisser la consommation par l'emprunt.
- L'impact des chocs est exacerbé.

Mauvaise allocation des flux de capitaux

- Capitaux extérieurs peuvent servir à financer des investissements peu rentables et peu productifs dans le secteur des biens non échangés.
- Exemple : secteur immobilier (Thaïlande, Indonésie avant la crise asiatique ; Brésil récemment).
- Impact limité sur la croissance.

Perte de stabilité macroéconomique

- Fortes entrées de capitaux : potentiellement nombreux effets indésirables d'un point de vue macroéconomique.
- Flambée du crédit, dégradation de la qualité des prêts ; pression sur les prix d'actifs, pressions inflationnistes, appréciation du taux de change réel, et hausse du déficit en compte courant.
- Avec taux de change fixe : la perte de compétitivité et les déséquilibres externes...

- ...peuvent altérer la confiance dans la soutenabilité du régime de change et précipiter une crise financière.
- Furceri et al. (2011) : sur 268 épisodes d'entrées massives de capitaux étrangers...
- ...60 pourcent environ se sont achevés par un arrêt brutal des entrées de capitaux...
- ...et environ un épisode sur dix s'est soldé par une crise bancaire ou une crise de change.



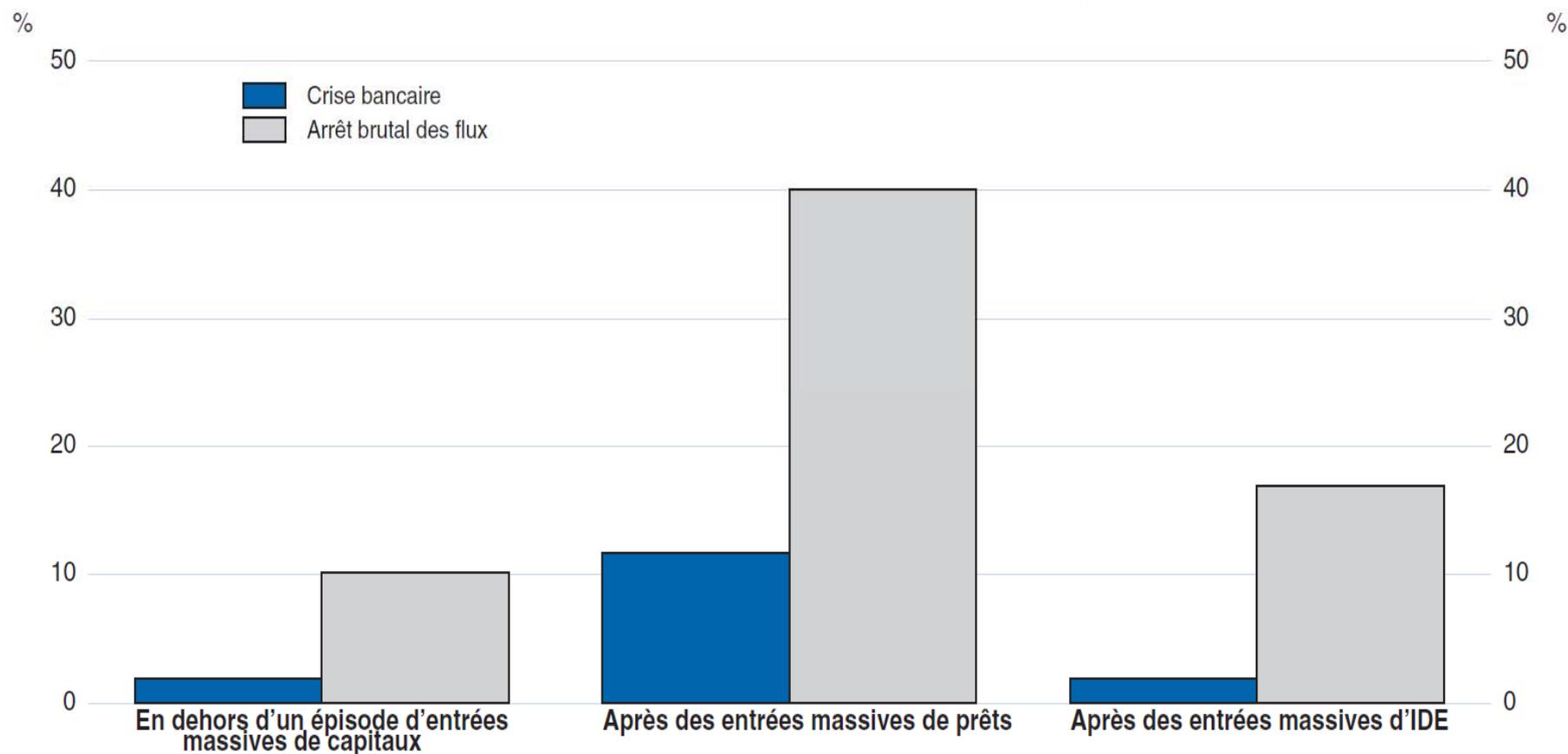
OECD Economics Department
Working Papers No. 864

The Effect of Episodes of Large Capital Inflows on Domestic Credit

Davide Furceri, Stéphanie Guichard,
Elena Rusticelli

Note : les entrées « massives » évaluées sur la base d'écart importants du ratio entrées nettes de capitaux/PIB par rapport à sa tendance historique.

Graphique 6.5. **Probabilité annuelle de crise bancaire ou d'arrêt brutal des flux de capitaux, en fonction de la nature des entrées de capitaux**



Note : Sur la base des résultats des régressions présentés dans les tableaux 10 et 14 de Furceri *et al.* (2011c). Les probabilités sont évaluées en considérant que pour toutes les autres variables incorporées dans l'équation sont à leur moyenne sur l'échantillon.

Source : Calculs de l'OCDE.



EUROPEAN CENTRAL BANK

EUROSYSTEM



WORKING PAPER SERIES

NO 1566 / JULY 2013

DOMESTIC CREDIT GROWTH AND INTERNATIONAL CAPITAL FLOWS

Philip R. Lane and Peter McQuade

Contagion et volatilité des flux de capitaux

- Ouverture financière peut s'accompagner d'une volatilité accrue des capitaux à CT.
- Tendance à exacerber les chocs défavorables (facteurs d'impulsion et d'attraction ou répulsion).
- Sorties brusques de capitaux peuvent conduire à une crise financière.
- Volatilité des flux de capitaux peut avoir également un effet négatif sur la croissance.

Risques pénétration banques étrangères

- Banques étrangères peuvent rationner le crédit aux PME plus que les banques domestiques, et se concentrer sur les grandes firmes produisant des biens échangeables.
- Conséquences négatives sur la production, l'emploi et la répartition des revenus.
- Ferraris et Minetti (2012).

Foreign Banks and the Dual Effect of Financial Liberalization*

Leo Ferraris[†]

Raoul Minetti[‡]

- Coûts opérationnels plus faibles des banques étrangères : peut créer des pressions à la consolidation des banques locales pour rester concurrentielles...
- ...ce qui peut conduire à des banques « trop importantes pour sombrer » et à exacerber le problème d'**aléa moral**.
- La présence de banques étrangères peut ne pas contribuer à la stabilité financière, si elles réduisent leurs opérations et quittent le pays durant une crise (FMI (2000), Choi et al. (2014)).

Dissecting Foreign Bank Lending Behavior During the 2008-2009 Crisis

Moon Jung Choi*

Eva Gutierrez**

Maria Soledad Martinez Peria***

**Comment tirer le meilleur
parti de l'ouverture financière
internationale ?**

- Promouvoir les flux de capitaux à LT.
- Maintenir la discipline macroéconomique.
- Gérer les risques d'inversions brutales des flux de capitaux à CT.
- Renforcer le cadre microprudentiel (régulation et supervision bancaires) et macroprudentiel.
- La dimension internationale.

Promouvoir les flux de capitaux à LT

- Composition des entrées de capitaux : importante pour limiter les risques.
- Promouvoir les flux à LT : stabilité et crédibilité du cadre macroéconomique...
- ...et politiques structurelles (renforcer le cadre légal de l'activité économique ; droits de propriété ; réformes du marché du travail).
- Investissements préalables dans l'infrastructure ?
Dans l'éducation ?

- Infrastructure : favoriser les investissements ciblés, stratégiques.
- Éducation : favoriser la formation professionnelle, l'apprentissage par la pratique.
- Causalité **bidirectionnelle** entre IDE et le capital humain ; cercle vertueux.
- Ces investissements : permettent de promouvoir la **diversification** des flux d'IDE dans le temps (au-delà des secteurs de ressources naturelles).

Impact of foreign direct Investments on economic growth in Africa: Evidence from three Decades of panel data Analyses

Steve Loris Gui-Diby

Research in Economics

April 2014

50 pays africains, 1980-2009
Le niveau d'éducation n'a pas d'effet
sur l'impact des IDE

Review of Development Economics, 17(3), 559–570, 2013
DOI:10.1111/rode.12050

Does Human Capital Endowment of Foreign Direct Investment Recipient Countries Really Matter? Evidence from Cross-country Firm Level Data

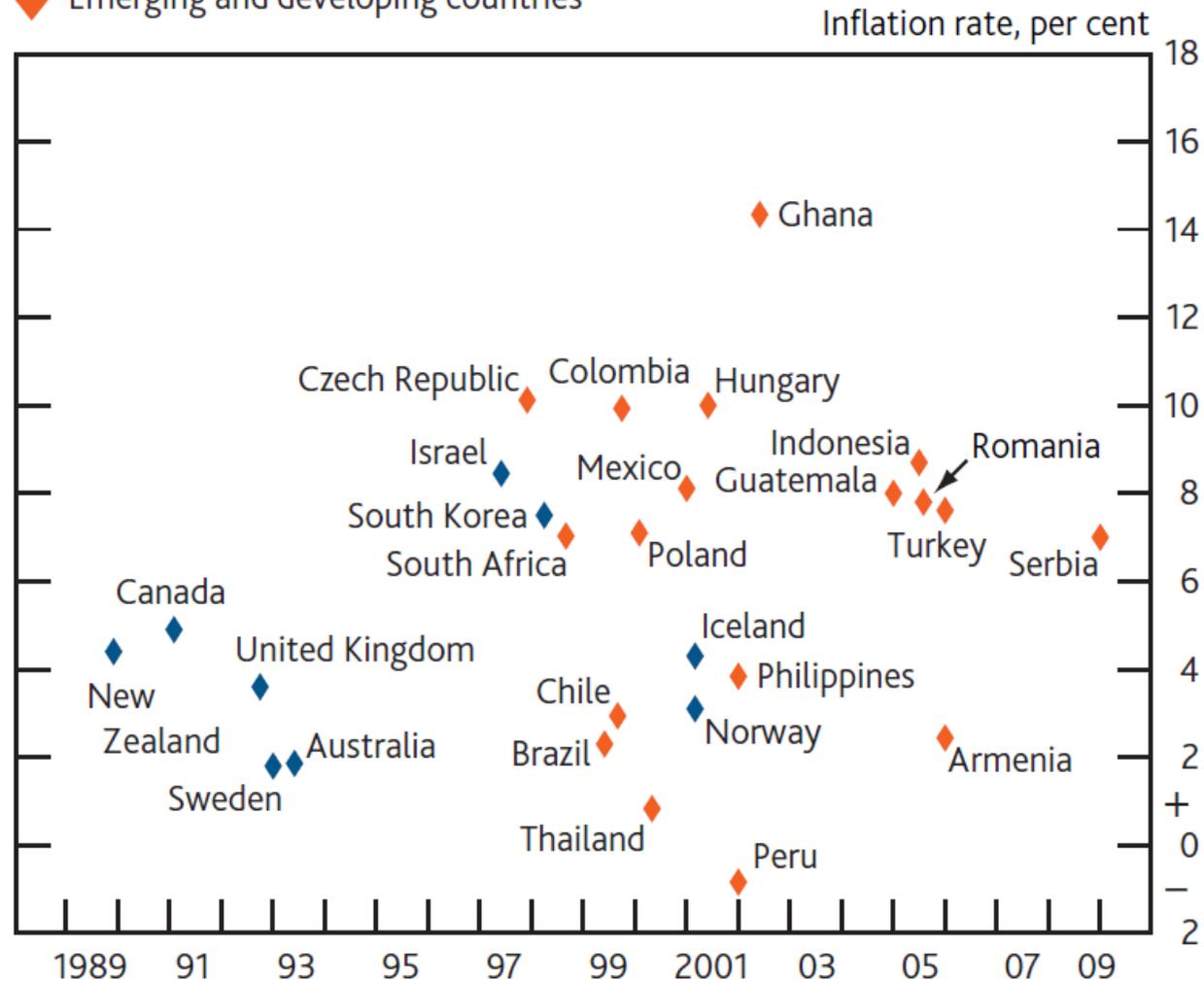
*Sumon Kumar Bhaumik and Ralitzia Dimova**

Maintenir la discipline macroéconomique

- Maintenir des politiques macroéconomiques transparentes et soutenables.
- Eviter les déséquilibres budgétaires ; impact sur les anticipations d'inflation.
- Adopter une politique de change plus flexible, compatible avec les facteurs fondamentaux, et un régime de politique monétaire adéquat (ciblage d'inflation, repensé).

Chart 1 27 countries operating a fully fledged inflation-targeting regime

- ◆ Industrialised countries
- ◆ Emerging and developing countries



Source: Hammond (2012).

Inflation Targeting and Financial Stability

A Perspective from the Developing World

**Pierre-Richard Agénor
Luiz A. Pereira da Silva**

Gérer les risques d'inversion des capitaux à CT

- **Contrôles de capitaux.** Études empiriques sur leur efficacité : résultats ambigus.
- Agents privés trouvent plus ou moins rapidement un moyen d'y échapper (sous-facturation des exportations ou surfacturation des importations, marchés financiers parallèles).
- Les contrôles ne permettent pas de maintenir indéfiniment des politiques macroéconomiques incompatibles.



INTERNATIONAL MONETARY FUND

THE LIBERALIZATION AND MANAGEMENT OF CAPITAL
FLOWS: AN INSTITUTIONAL VIEW

November 14, 2012

**Le FMI et la gestion des flux de capitaux :
la longue route vers une approche pragmatique**

Julio RAMOS-TALLADA

Direction générale des Études et des Relations internationales

Service des Relations monétaires internationales

Bulletin de la Banque de France • N° 192 • 2^e trimestre 2013

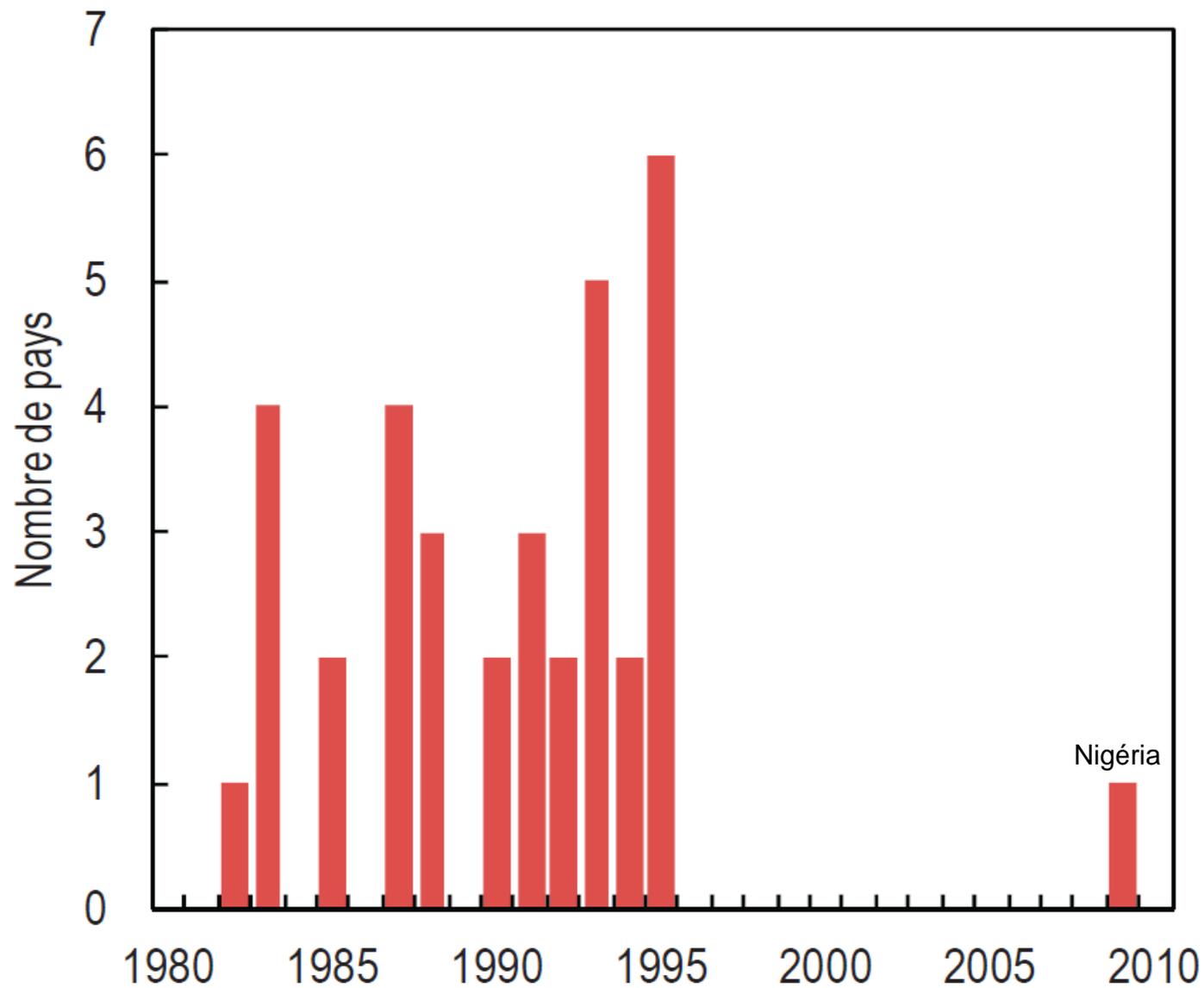
- Cas pour les contrôles sur les **sorties** de capitaux.
- Contrôles sur les **entrées** de capitaux : affectent la **composition** des flux vers le LT, mais le **volume total** des flux n'est guère affecté.
- Brésil : Chamon et Garcia (2013).
- L'imposition de contrôles à CT peut signaler un **changement de politique** après une phase de libéralisation financière et peut affecter la crédibilité d'un programme de réformes.

- Préférable de corriger la distorsion initiale (par ex., garanties implicites) au lieu d'ajouter de nouvelles distorsions.
- Néanmoins, les contrôles sur les entrées de capitaux à CT (mécanismes de marché) peuvent être utiles, s'ils sont mis en place rapidement...
- ...pour éviter une expansion trop rapide du crédit et les bulles financières qui peuvent en résulter.
- **Stérilisation** : peu efficace (effet pervers même) et coûteuse, directement et indirectement.

Régulation, supervision du système bancaire

- Ouverture financière : doit s'accompagner d'un renforcement de la **régulation prudentielle** et de la **supervision** des institutions financières.
- Gestion des flux **bruts** de capitaux ; rôle clé dans la réduction des vulnérabilités financières.
- Les flux **nets** de capitaux sont importants pour la soutenabilité des déficits en compte courant, mais les flux **bruts** sont ceux qui comptent pour la stabilité financière.

Afrique sub-saharienne : Crises bancaires systémiques 1980-2010



Source : FMI (2012).

- Renforcer la **régulation macroprudentielle**.
- Réduire les risques systémiques ; mise en place d'outils **contracycliques** pour limiter l'expansion du crédit bancaire.
- Toutes les périodes d'expansion rapide du crédit ne se traduisent pas nécessairement par une crise financière...
- ...mais presque toutes les crises financières sont précédées par une expansion rapide (excessive) du crédit.

La dimension internationale

- Crise financière mondiale : une régulation financière inadéquate, un manque de transparence, et une intégration plus forte des marchés de capitaux ont contribué à la contagion.
- Les contrôles de capitaux et les politiques macro-prudentielles au niveau national peuvent contribuer aussi à la contagion.
- Exemple : Brésil, autres pays d'Amérique latine (Forbes et al. (2011)).

- L'accumulation de réserves : importante pour gérer la dette extérieure à CT et la protection contre les crises (niveau), et comme instrument de gestion des flux de capitaux (variation).
- Phénomène généralisé.
- Steiner (2013) : dans un groupe de 180 pays, les réserves des BC représentaient en moyenne 22,6% du PIB en 2010 contre 6,2% en 1970.
- Effet de signal important.

- Mais elle crée une **externalité négative** pour l'économie mondiale.
- Risques d'instabilité financière accrus dans le pays centre et conséquences pour le reste du monde par la contagion (Steiner (2014), Jeanne (2014)).
- Comment internaliser cette externalité ?
- Renforcement surveillance multilatérale, notamment des pays d'importance systémique ; nécessaire pour atténuer les risques liés à l'intégration financière en général.

Reserve Accumulation and Financial Crises: From Individual Protection to Systemic Risk

Andreas Steiner*

University of Osnabrueck

January 2014



MACROPRUDENTIAL POLICIES IN A GLOBAL PERSPECTIVE

Olivier Jeanne

Working Paper 19967

<http://www.nber.org/papers/w19967>

NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH

1050 Massachusetts Avenue

Cambridge, MA 02138

March 2014

- Quel rôle pour le FMI dans la gestion du système financier international ?
- Problème de crédibilité, lié en partie à l'absence de mécanismes de sanctions contre les pays systémiques (OMC).
- Code de conduite des contrôles de capitaux ?
- Perçu comme intrusion (Corée, Brésil, Inde).

En somme...

- L'ouverture aux flux de capitaux étrangers à moyen et long termes peut avoir des effets positifs importants.
- Études empiriques : confirment l'impact favorable des IDE sur la productivité, l'investissement, et la croissance.
- Flux **plus stables**, capables de générer des **externalités positives** (effet sur la qualité de la force de travail).

- Les flux à CT : influence **déstabilisatrice** au niveau macroéconomique (expansion du crédit, pressions inflationnistes, appréciation du taux de change réel, détérioration du compte courant).
- Peuvent conduire à une crise financière.
- Important de mettre en place une **panoplie d'instruments** de gestion de ces flux : *a)* instruments prudentiels ; *b)* contrôles de capitaux ; *c)* réserves de change.

**Leçons des expériences
récentes des pays à moyen
revenu**

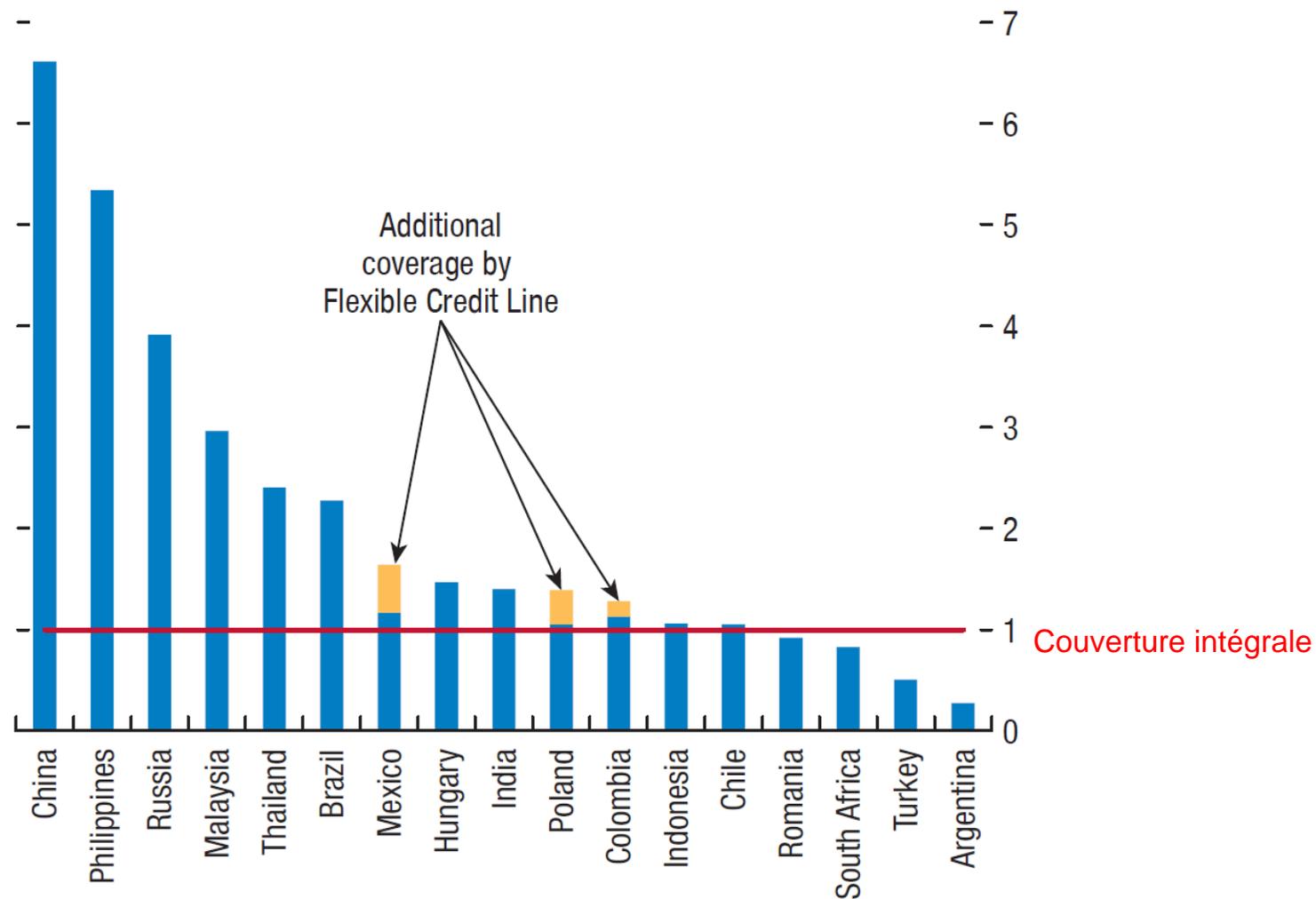
- 1. La discipline macroéconomique : **nécessaire mais non suffisante** pour éliminer le risque d'attaques spéculatives et la volatilité des flux de capitaux.
- Des changements brusques d'anticipations peuvent toujours se produire, même si les facteurs fondamentaux de l'économie sont solides.

- 2. Les flux de capitaux à CT sont de plus en plus motivés par le **cycle financier mondial**, indépendant des conditions locales.
- Ce cycle impose des contraintes sur la politique monétaire, indépendamment du régime de change.
- Le trilemme a fait place à un dilemme (Rey (2013)) ; le libre flottement du taux de change ne permet pas d'avoir une politique monétaire autonome avec un compte de capital ouvert.
- Pour cela, il faut gérer les flux de capitaux à CT.

- 3. Renforcement du système financier : prend du temps. Durant la transition, les distorsions associées aux marchés financiers internes peuvent exacerber les effets de la volatilité externe...
- ...et ceci peut justifier le maintien ou l'imposition de contrôles de capitaux **au-delà du court terme**.
- En même temps, l'efficacité des contrôles diminue avec le degré de développement des marchés financiers (Brésil).

- 4. L'accumulation de réserves (liquides) s'est révélée excessive.
- Voir graphique.
- Un **coût d'opportunité** important, qui doit être pris en compte dans le calcul des gains (nets) associés à l'intégration financière.

Ratio des réserves par rapport aux besoins de financement à court terme pour 2014



Note : External financing requirements = short-term total external debt plus short-term portion of medium- and long-term total external debt minus current account balance. Reserves are as of end-2013 or latest.

Source : FMI, *Global Financial Stability Report* (avril 2014).

- 5. Éviter la complexité dans la mise en place d'outils macroprudentiels (réserves obligatoires, ratio d'endettement simple, plutôt que les coussins de capital, etc.) ...
- ...au moins dans une phase transitoire.
- 6. Régime de ciblage d'inflation doit intégrer un objectif explicite de stabilité financière.
- Nécessite une détermination jointe des instruments de politique monétaire et de régulation macroprudentielle.