

## Les flux de capitaux internationaux affectent-ils la croissance économique des pays en développement ?

 JEAN-LOUIS COMBES, Cerdi, Université d'Auvergne, France

AMINATA HAIDARA, BCEAO, Dakar, Sénégal

TIDIANE KINDA, FMI, Washington, USA

RASMANÉ OUEDRAOGO, Cerdi, Université d'Auvergne, France

PATRICK PLANE, CERDI-CNRS Université d'Auvergne, France

OUSMANE SAMBA MAMADOU, BCEAO, Dakar, Sénégal

L'impact des entrées de capitaux sur la croissance économique reste un sujet débattu. Ce document revisite la question en se concentrant sur un large échantillon de pays à faible revenu et à revenu intermédiaire. Plusieurs hypothèses sont explorées tant par rapport au volume, qu'à la composition ou aux fluctuations de ces ressources externes. L'idée principale est qu'au-delà d'un impact positif direct, les capitaux peuvent avoir des effets indirects négatifs à travers les prix relatifs.



Ce document s'inscrit dans le cadre d'un projet de recherche qui a bénéficié du soutien financier du Programme DFID-ESRC de recherche sur la croissance, dans le cadre de la subvention n°ES/L012022/1. Le document, ainsi que d'autres contributions au projet, peuvent être téléchargés aux adresses suivantes :

- <http://www.socialsciences.manchester.ac.uk/subjects/economics/ourresearch/cgbcresrc-dfid-project/>

- <http://www.ferdi.fr/fr/programme-projet/volatilit%C3%A9-financi%C3%A8re-et-croissance> (en français)



Depuis les travaux pionniers d'Edwards (1989) et Williamson (1983), une vaste littérature s'est constituée, qui traite de la relation spécifique entre flux de capitaux et taux de change réel d'équilibre. Les entrées nettes de capitaux agissent sur la demande, mais aussi sur les prix intérieurs, affaiblissant la compétitivité des biens échangeables. L'impact de ces afflux pourra s'avérer différent selon le niveau de développement et le régime de change des monnaies.

## ► Introduction

Lorsqu'on analyse le rôle des entrées de capitaux dans le processus du développement, deux canaux différents sont pris en considération. L'un est assimilable à un effet direct sur la croissance du PIB ; il joue à travers le niveau d'équilibre qu'il permet d'établir entre l'épargne et l'investissement, les avantages résultant de transferts internationaux en termes de savoir-faire. L'autre effet, de caractère indirect, et en revanche négatif. Il transite par l'influence du taux de change réel qui affecte la compétitivité du pays bénéficiaire. Pour étudier ces relations économétriques un large échantillon de 77 pays à faible revenu et à revenu intermédiaire a été constitué pour la période 1980-2012. Les résultats que l'on dégage d'une analyse économétrique montrent qu'un doublement des entrées de capitaux par habitant augmenterait la croissance de 2 points par rapport aux 3,7 pour cent observés sur la période (1980-2012). Une augmentation de 1 pour cent du total des entrées nettes de capitaux a pour incidence une appréciation du taux de change réel de 0,5 pour cent. L'effet spécifique aux envois de fonds des travailleurs migrants est deux fois plus élevé que l'effet de l'aide, dix fois plus important que l'effet propre aux investissements directs étrangers (IDE).

## ► Les effets directs et indirects des entrées de capitaux

Les envois de fonds des travailleurs migrants

constituent un amortisseur permettant de lisser la consommation lorsque l'économie bénéficiaire souffre d'un ralentissement économique (Cf., Lueth et Ruiz-Arranz, 2007; Chami et al. 2008). Ces transferts compensent ainsi les chocs macroéconomiques en présentant des risques limités d'appréciation du taux de change réel. A l'inverse, les envois peuvent être plus structurels, plus liés à des projets d'investissement et dans ce cas, le risque associé au taux de change peut être particulièrement fort si, par exemple, les ressources sont canalisées vers l'immobilier et suscitent un boom de la construction. Le risque est moins évident si ces ressources sont dirigées vers des biens durables importés.

Les flux financiers liés à l'APD ont été longuement discutés, notamment dans les travaux influents sur les règles d'attribution de l'aide comme, par exemple, l'article marquant de Burnside et Dollar (2000). Les effets empiriques de l'aide varient généralement en fonction de l'échantillon et de la spécification du modèle économétrique considéré, de la façon dont l'endogénéité dans la relation est traitée. Les flux d'aide sont généralement concentrés sur les dépenses de capital humain et d'infrastructures. L'impact de ces dépenses n'apparaît généralement que dans le long terme à travers l'amélioration des capacités productives. L'effet indirect de l'APD, c'est dire à celui qui transite par le taux de change, reste lui-même dépendant de la façon dont les ressources sont utilisées. Lorsque le pays bénéficiaire souffre de contraintes au niveau de l'offre, les entrées de capitaux allant vers la satisfaction des besoins de consommation sont potentiellement dangereuses pour la compétitivité. Elles occasionnent des tensions sur le prix des biens non échangeables plus marquées que celles orientées sur les investissements qui donnent davantage lieu à des importations. L'aide étrangère devrait avoir pour effet d'apprécier le taux de change réel si elle stimule la productivité dans le secteur des biens échangeables, alors qu'une dépréciation de ce taux de change est probable si elle est orien-

tée sur l'amélioration de la capacité de production dans le secteur de biens non échangeables.

L'impact des IDE sur la croissance peut s'avérer limité si ces investissements ne consistent qu'en un pur transfert d'actifs du secteur public vers le secteur privé international, par exemple lors d'un processus de privatisation. D'une manière générale, selon la forme ou le contexte national, les IDE sont susceptibles d'affecter la croissance différemment. Les résultats défavorables ne sont pas à exclure dans les pays à faible revenu, notamment ceux qui sont riches en ressources naturelles, où les exportations des matières premières pourront éventuellement entraver la diversification du système productif. Au contraire, les IDE concentrés dans le secteur manufacturier, cas pour de nombreux pays asiatiques, amélioreront probablement le niveau des performances productives. L'absence de capacité à distinguer entre les différentes catégories d'IDE a été interprétée par Stiglitz (2008) comme une des explications possibles à la difficulté d'identifier très clairement le niveau d'impact de ces ressources sur la croissance économique.

L'impact des IDE sur le prix des biens non-échangeables varie considérablement en fonction du type d'opération. Lorsque l'afflux de capitaux sert à l'achat de machines et de matériels importés, au-delà d'un effet transitoire potentiel sur le niveau du taux de change, il y a peu de risque d'assister à une manifestation prononcée d'un déséquilibre de change. Les IDE devraient même concourir à un effet positif en ce sens que, grâce aux apports de technologies et de savoir-faire, ces financements sont potentiellement un vecteur d'élévation du niveau de l'efficacité technique des firmes (Cf., Agénor, 1998, Javorcik 2004, Kinda, 2010). Cependant, comme invoqué plus haut, les IDE qui ne sont que de purs transferts peuvent aussi susciter une augmentation de dépenses et du prix des biens non échangeables selon le processus qu'illustre le « syndrome hollandais ».

L'ouverture du compte capital aux flux de court terme a été, sans aucun doute, l'un des sujets les plus controversés de ces dernières décennies. Dans le contexte historique de la fin des années 1990, la libéralisation des opérations en capital a parfois été perçue comme une extension du principe de libre-échange. Un compte capital ouvert offre en effet une incitation à améliorer la discipline de marché avec des attentes prometteuses en termes de stabilité macroéconomique et pour finir, un accès potentiel à des ressources financières supplémentaires. A cet argument, Stiglitz (2008) a toutefois opposé l'idée que la libéralisation des capitaux va de pair avec des fluctuations économiques lorsque les flux associés n'en sont pas eux-mêmes la cause. Les entrées de capitaux de court terme peuvent mettre en péril la réalisation de certains objectifs du bien-être social. Dans les pays à revenu intermédiaire ayant accompli la libéralisation des capitaux, ces entrées ont parfois été à l'origine de mouvements de taux de change significatifs. Dans un article récent traitant de l'Europe centrale et orientale, Boero, Marvomatis et Taylor (2015) ont mis en évidence que ces économies ont connu deux sources d'appréciation réelle de leur monnaie. La première est consubstantielle à l'effet Balassa-Samuelson. Elle est en relation étroite avec l'importance relative des IDE qui affectent positivement le niveau de la productivité interne et la convergence des niveaux de vie dans le monde. La seconde est en relation avec les autres composantes du compte capital. Bien que non en rapport avec le niveau de la productivité, elle peut être une force motrice pour une appréciation réelle durable du taux de change.

### ► L'analyse empirique et les principaux résultats

L'effet des entrées nettes de capitaux sur le taux de change réel et le taux de croissance du PIB est analysé en utilisant l'estimateur de Blundell et Bond (1998) des moments généralisés en système sur panel dynamique (GMM system).

Le total des flux de capitaux cumulés et considéré ainsi que les cinq composantes suivantes: transferts unilatéraux privés; aide publique au développement (APD); investissements directs étrangers (IDE); investissements de portefeuille (obligations de sociétés et autres titres de créances privées); autres entrées, y compris les engagements envers les banques étrangères.

Sur l'échantillon de travail, les entrées nettes de capitaux par habitant ont considérablement augmenté au cours des trente dernières années. Pour les pays à revenu intermédiaire (PRI), il a plus que triplé, passant de 74 dollars américains dans les années 1980 à 223 dollars sur la période 2000-2012. Cette évolution de long terme illustre l'intégration financière des économies en développement dans le processus de la mondialisation. Bien que la dynamique des entrées nettes soit beaucoup moins prononcée pour les pays à faible revenu (PFR), elle existe néanmoins. Au cours des mêmes périodes, le flux d'entrées nettes a presque doublé, passant de 50 à 95 dollars par an et par habitant. De même, la composition structurelle du financement extérieur a beaucoup changé. Au début des années 1980, quel que soit le niveau de développement, l'aide publique était dominante. Elle représentait environ 40 pour cent du financement total pour les PRI et 80 pour cent pour les PFR. Les envois de fonds des travailleurs migrants étaient alors le deuxième flux par ordre d'importance.

En ce qui concerne le rôle décroissant de l'aide, la composition de l'APD a également changé de façon spectaculaire avec une tendance de long terme à la substitution des subventions aux prêts. Les flux d'APD sont maintenant axés principalement sur les PFR et orientés sur le financement du capital humain ou les infrastructures de base, beaucoup moins sur les investissements productifs comme dans les années 1980. S'agissant des IDE, dans les années 2000, ils représentent la composante la plus importante pour les PRI, plus de 50 pour cent, contre seulement 17 pour cent pour

les PFR. Dans les PRI, les IDE ont été largement associés à des achats d'entreprises publiques, mais aussi à des créations ou prises de participations dans des entreprises manufacturières avec des effets vertueux pour la croissance, tant en amont qu'en aval. Par conséquent, on peut logiquement s'attendre à ce que la taille ainsi que la composition des flux de capitaux aient de l'importance et que selon le niveau de revenu par habitant, ces différents types de ressources externes soient susceptibles d'induire des impacts différenciés sur la croissance et le taux de change réel (TCER).

Selon les calculs économétriques effectués, une augmentation de 1 pour cent des entrées de capitaux apprécierait le TCER d'environ 0,5 pour cent. Ce résultat est contrôlé pour l'introduction des autres variables pertinentes, y compris l'instabilité des flux de capitaux. Cette dernière ne s'est jamais avérée statistiquement significative aussi bien au niveau du total que des éléments de décomposition des flux envers la croissance du PIB comme envers le taux de TCER. Les IDE et l'aide publique (APD) n'apprécient que modérément le taux de change réel, tandis que les investissements de portefeuille ont un fort impact. L'effet des transferts de fonds des travailleurs migrants n'est significatif que lorsqu'on contrôle pour la consommation publique. L'effet positif de cette variable est environ deux fois supérieur à celui de l'aide, dix fois plus grand que l'impact estimé pour les IDE.

L'influence des entrées nettes de capitaux sur le taux de change effectif réel se révèle plus élevée dans les pays à faible revenu (PFR), ceux où la présence d'une demande non satisfaite par l'offre instantanée de biens non échangeables génère une appréciation du TCER. L'élasticité du taux de change effectif réel est d'environ 1 pour cent pour les PFR, environ 0,4 pour cent pour les PRI. Lorsque les différentes catégories d'entrées de capitaux sont considérées, l'effet de l'appréciation des envois de fonds se révèle plus important pour les PFR. L'adoption d'un régime de rattachement

ment fixe du taux de change semble atténuer l'effet d'appréciation découlant des entrées de capitaux. Une explication possible de ce résultat est que le régime de change fixe va de pair avec davantage d'efforts au niveau des autorités monétaires pour réglementer le crédit intérieur et prévenir ainsi les pressions inflationnistes. Dans les pays en développement, la zone franc est un bon exemple de cet effet. La parité fixe du franc CFA envers l'Euro est maintenue grâce à une gestion efficace de la masse monétaire par les banques centrales.

L'estimation du modèle de croissance du PIB fournit des conclusions assez claires. Non seulement les entrées totales de capitaux affectent positivement la croissance, mais leur instabilité ne semble pas avoir eu un impact négatif. Un doublement du flux d'entrées nettes de capital par habitant aurait conduit à une augmentation de la croissance moyenne d'environ 50 pour cent. Le canal de transmission peut être exploré en contrôlant l'impact positif direct des entrées de capital de l'incidence négative transitant par le taux de change réel. Les résultats confirment les attentes. En d'autres termes, une appréciation de 100 pour cent du TCER induit une réduction de 25 pour cent de la croissance annuelle, soit une perte d'environ un point de croissance. Par ailleurs, il est intéressant de noter que l'impact final des entrées totales de capitaux varie en fonction de l'introduction ou non du TCER. L'effet direct seul représente un doublement du taux de croissance du PIB.

### ► Enseignements pour la politique économique

Après une forte baisse, au cours des années 1980, les entrées de capitaux à destination des pays en développement ont considérablement augmenté dans les années 2000. Ce phénomène a été en ligne avec l'accélération de la mondialisation via le canal traditionnel du commerce international et l'ouverture financière des économies

en développement. La mondialisation a aussi été accompagnée d'une modification marquée de la composition des entrées de capitaux. Alors que l'aide étrangère a d'abord été la source principale de financement et le demeure pour les pays à faible revenu, le rôle de l'APD est maintenant beaucoup plus faible pour les économies à revenu intermédiaire qui dépendent principalement des IDE, dans une moindre mesure des envois de fonds des travailleurs migrants. Les entrées nettes de capitaux influencent significativement la variation du taux de change effectif réel et de manière plus prononcée pour les PFR.

Les entrées de capitaux ont un fort impact positif sur la croissance du PIB. On vérifie en cela leur contribution attendue pour combler l'écart épargne-investissement, mais aucune différence n'est révélée selon le niveau de développement. En moyenne, si l'on double ces entrées nettes, sur l'ensemble de l'échantillon, on obtient une augmentation de la croissance moyenne d'environ 2 points. Un ajustement de cette augmentation pour l'impact indirect et négatif de l'appréciation du TCER signifie, toute chose également par ailleurs, un taux de croissance passant de 3,7 à 7,4 pour cent sur la période 1980-2012. Bien que l'impact direct sur la croissance ne diffère pas selon les niveaux de revenu par habitant, l'impact indirect et négatif est plus élevé et plus significatif pour les PFR. L'élasticité du taux de change réel aux entrées totales de capitaux est en effet d'environ 1 pour cent pour les PFR contre 0,4 pour cent pour les PRI.

Ces ordres de grandeur sur la croissance économique sont maintenus, y compris lorsque l'impact est contrôlé pour l'influence spécifique à d'autres variables agissant sur la croissance, telles que la présence des rentes liées aux ressources naturelles, l'ouverture du commerce ou la qualité des institutions. L'instabilité des entrées nettes de capitaux ne produit pas d'effet significatif tant sur la croissance du PIB que sur le TCER.

Si l'APD ne semble pas être un facteur de croissance du PIB, y compris pour les PFR, cela n'exclut



pas des effets favorables indirects sur le bien-être des populations à long terme. L'impact des IDE sur la croissance est beaucoup plus direct, plus fort dans les PFR que dans les PRI, effet qui est potentiellement en conflit avec l'idée selon laquelle l'attractivité d'un pays serait subordonnée à la qualité de ses institutions de son niveau de capital humain et de marché financier. Ce résultat a probablement besoin d'être nuancé. Les PFR bénéficiant d'IED sont généralement spécialisés sur l'exploitation des ressources naturelles avec peu d'effets en amont et en aval. Les IDE dans les PRI sont susceptibles d'avoir des influences structurelles plus fortes à travers les relations horizontales et verticales au sein de l'économie nationale. Le défi pour les PFR est donc d'utiliser les IDE comme levier pour promouvoir la transformation et la participation aux chaînes de valeur mondiales. Le rôle des investissements de portefeuille a été très limité dans les PFR. Si des impacts significatifs ont été obtenus sur la croissance du PIB, ces investissements sont également associés à des risques de surévaluation des monnaies. Le même problème se pose potentiellement avec les envois de fonds des travailleurs immigrés. Ces fonds soutiennent la consommation et l'investissement dans le logement, mais suscitent une élévation du prix relatif des biens non échangeables.

Les pays en développement devraient internaliser que les capitaux étrangers stimulent la croissance, mais causent également des pertes de compétitivité éventuelles qui sont contraires à la diversification des activités. Ces interactions complexes confèrent un rôle actif à l'Etat qui doit apprendre à gérer efficacement les contradictions possibles entre libéralisation et réglementation des flux de capitaux et leurs composantes.

## ► Bibliographie

- **Agénor, P.-R.**, (1998). "Capital Inflows, External Shocks, and the Real Exchange Rate," *Journal of International Money and Finance*, Vol. 17, pp. 713-40.
- **Blundell, R.** and **S. Bond** (1998). "Initial Conditions and Moment Restrictions in Dynamic Panel Data Models", *Journal of Econometrics*, Vol. 87, pp. 115-143.
- **Boero, G., Mavromatis, K.** and **M. Taylor** (2015). Real exchange rates and transition economics, *Journal of International Economics*, vol 56, September 26-35
- **Burnside, C.** and **D. Dollar** (2000). "Aid, policies, and growth". *American Economic Review* 90: 847-868.
- **Chami, R., A. Barajas, T. Cosimano, C. Fullenkamp, M. Gapen,** and **P. Montiel**, (2008). "Macroeconomic Consequences of Remittances," IMF Occasional Paper 259 (Washington: International Monetary Fund).
- **Combes, J.-L., T. Kinda** and **P. Plane**, (2012). "Capital Flows, Exchange Rate Flexibility and the real Exchange Rate", *Journal of Macroeconomics*, vol 34 (4), pp. 1034-1043.
- **Edwards, S.**, (1988). *Exchange Rate Misalignment in Developing Countries* (Baltimore, MD: The Johns Hopkins University Press).
- **Javorcik, B. S.**, (2004). "Does Foreign Direct Investment Increase the Productivity of Domestic Firms? In Search of Spillovers Through Backward Linkages," *American Economic Review*, Vol. 94, No. 3, pp. 605-27.
- **Kinda, T.**, 2010. "Investment Climate and FDI in Developing Countries: Firm-Level Evidence," *World Development*, Vol. 38(4): 498-513.
- **Lueth, E.**, and **M. Ruiz-Arranz**, (2007). "Are Workers' Remittances a Hedge Against Macroeconomic Shocks? The Case of Sri Lanka," IMF Working Paper 07/22 (Washington: International Monetary Fund)
- **Stiglitz, J.** (2008). "Capital market Liberalization, globalization and the IMF", in *Market Liberalization and Development*, J. A Ocampo and J. Stiglitz (2008) editors, Oxford University Press
- **Williamson, J.** (1983). *The exchange rate system*, MIT Press for the Institute of International Economics.



Créée en 2003, la **Fondation pour les études et recherches sur le développement international** vise à favoriser la compréhension du développement économique international et des politiques qui l'influencent.



### **Contact**

[www.ferdi.fr](http://www.ferdi.fr)

[contact@ferdi.fr](mailto:contact@ferdi.fr)

+33 (0)4 73 17 75 30

n° ISSN: 2275-5055

