

# Flux de capitaux internationaux VERS UNE REDISTRIBUTION DES CARTES ?



**ESTELLE BRACK**  
Économiste  
et chargée  
des relations  
externes,  
affaires  
internationales,  
Fédération  
bancaire  
française

La vague de capitaux qui déferle sur les pays émergents depuis le début des années 2000 a eu un impact profond sur leurs politiques économiques. Le présent article se propose de passer en revue l'expérience d'un éventail de pays émergents qui ont enregistré des entrées massives de capitaux ces vingt dernières années.

**E**n théorie, grâce à la libéralisation et à l'ouverture des systèmes financiers, la rareté relative du capital devrait gouverner l'ampleur et l'allocation des flux internationaux de capitaux, conduisant à des transferts d'épargne des pays les plus riches vers les pays les plus pauvres. Couplée à la hausse de l'investissement, l'accélération des gains de productivité et des taux de croissance parmi les pays initialement les moins bien dotés en capital devrait alors induire une convergence accrue des niveaux de vie et des revenus par tête (Cartapanis, 2007).

À première vue, l'histoire économique de ces vingt dernières années ne contredit pas un tel scénario. En effet, selon les *Perspectives de l'économie mondiale* du FMI (2008), la croissance des économies avancées, d'une part, et celle des pays émergents et en développement, d'autre part, témoigne d'un rattrapage accéléré au bénéfice de ces derniers : pour les périodes 1989-1996 et 1997-2004, le taux de croissance moyen du PIB pour l'ensemble des pays avancés ne varie pas et

reste plafonné à 2,7 %, avant de diminuer à 2,2 % pour 2005-2009 ; pour les pays émergents et en développement, en revanche, cette croissance non seulement est significativement plus élevée, mais elle s'accélère, avec des taux respectivement de 3,7 % et de 5,3 % pour les deux premières sous-périodes, et le FMI prévoit une croissance moyenne de 7,2 % pour les années 2005-2009. On constate en outre un net découplage des tendances dans les deux zones à partir de l'année 2000 quant à l'évolution du PIB réel.

Dans le même temps, la globalisation financière s'est beaucoup étendue et la circulation internationale de l'épargne a significativement progressé, surtout ces dernières années, puisque les flux bruts de capitaux, qui représentaient environ 6 % du PIB mondial en 1995, avoisinent désormais les 15 % de la richesse mondiale créée chaque année.

La théorie économique orthodoxe stipule que le capital financier devrait, en termes nets, aller des pays riches vers les pays pauvres. En effet, 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 accès à des ressources financières qu'ils peuvent investir en capital physique, sous forme d'équipements, d'outillage et d'infrastructure. Ils devraient donc augmenter leurs niveaux d'emploi et de revenu (Prasad, Rajan et Subramanian, 2007).

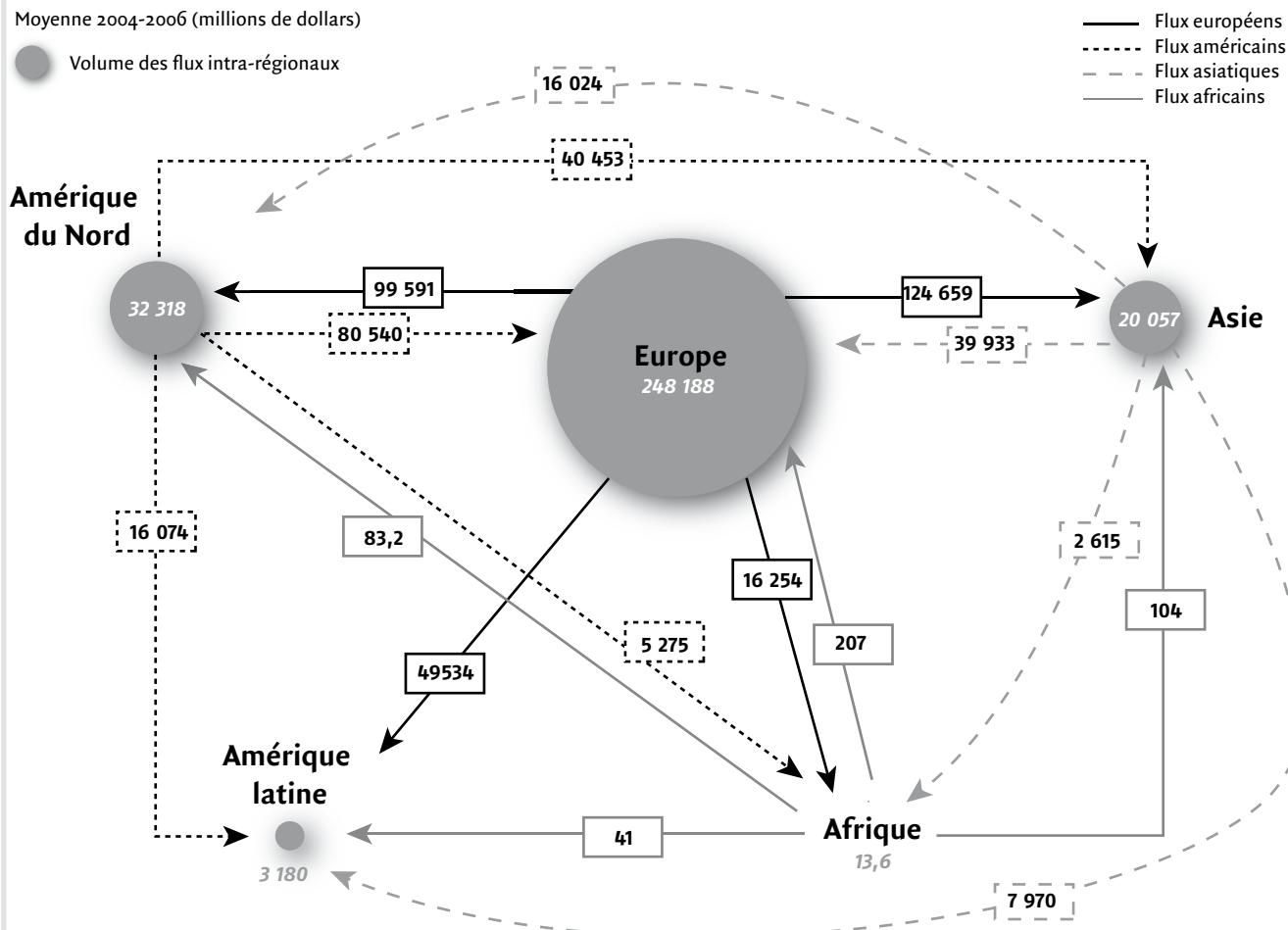
Mais l'analyse plus précise des flux internationaux de capitaux, certes sur un plan très global, montre que l'on est très loin des schémas théoriques prévoyant le financement net de l'investissement des pays pauvres par l'épargne disponible des pays industriels. En effet, selon le *Global Financial Stability Report* du FMI (2008), les pays les plus avancés (États-Unis, Canada, Japon, Royaume-Uni et zone euro) ont enregistré en 2006 des entrées nettes de capitaux (entrées de 5 489,7 milliards de dollars et sorties pour un montant de 4 668,6 milliards de dollars). Pour les pays émergents et en développement, les entrées s'élèvent à 1 055,6 milliards de dollars et les sorties à 1 771,9 milliards de dollars, soit des sorties nettes.

En outre, les flux de capitaux des pays émergents et en développement ne représentent que 15 à 30 % des transferts d'épargne réalisés par les pays les plus avancés, si l'on rai-

## Les flux d'IDE intrarégionaux et interrégionaux

Moyenne 2004-2006 (millions de dollars)

● Volume des flux intra-régionaux



Source : Calculs des auteurs, basés sur les données CNUCED (2007).

Note : les chiffres ci-dessus représentent la valeur estimée des flux intrarégionaux et interrégionaux des principaux groupes des pays développés (Europe et Amérique du Nord) et en développement (Afrique, Amérique latine, Asie et Europe de Sud-Est et la Communauté des États Indépendants). La méthode utilisée est celle de CNUCED (2006) : d'abord, nous calculons les entrées totales d'IDE (flux) pour chaque région comme une moyenne pour la période 2004-2006. La part de chaque groupe est appliquée au total des entrées de chaque groupe bénéficiaire pour la valeur moyenne de la période 2004-2006.

sonne en termes de mouvements de capitaux nets.

Il y a une vingtaine d'années, R. Lucas (1990) avait attiré l'attention sur le fait que les mouvements de capitaux allant des pays riches vers les pays pauvres ne représentaient qu'une part relativement faible des transferts nets d'épargne et nettement inférieurs aux niveaux prédits par la théorie. Ce phénomène s'est fortement accentué, surtout depuis 2000, et l'on redécouvre aujourd'hui ce qu'il est convenu d'appeler le *paradoxe de Lucas*. Pour l'essentiel, les mouvements de capitaux restent polarisés parmi les pays industriels ou les économies à revenu intermédiaire, et non pas entre les pays riches et les pays pauvres.

On constate en outre que les pays émergents sont les premiers exportateurs d'épargne de la planète, à hauteur de 458 milliards de dollars en 2005 et de 638 milliards de dollars en 2006, tout particulièrement en direction des pays les plus développés et notamment vers l'économie américaine. Il est vrai que ces données ne se limitent pas aux flux de capitaux privés, mais intègrent la progression des réserves de change dont on connaît l'ampleur pour les pays asiatiques ou du Moyen-Orient. Il est vrai également que les pays émergents et en développement dégagent de tels excédents courants surtout depuis le début des années 2000, synonymes de sorties nettes de capitaux. Les pays émergents sont aujourd'hui importa-

teurs nets de capitaux privés et exportateurs nets de capitaux publics.

Nous nous proposons ici d'étudier les flux de capitaux internationaux à la lumière de ces deux paradoxes.

### LE CONTEXTE ÉCONOMIQUE MONDIAL

Selon le Fonds monétaire international (FMI), "l'expansion mondiale ralentit face à une crise financière majeure" (*Perspectives de l'économie mondiale*, 2008). Le ralentissement le plus prononcé est ressenti dans les pays avancés (notamment aux États-Unis). Les pays émergents et en développement sont moins affectés par les turbulences

financières et continuent à enregistrer une croissance rapide (tableau 1).

L'équilibre financier international a changé profondément ces dernières années. Les États-Unis sont maintenant débiteurs nets face à des pays comme la Chine qui jouissent d'une position fortement créditrice.

Ces changements avantagent les économies émergentes:

- en assurant un volant de liquidités et une sécurité qui avaient fait défaut à l'Asie durant la crise financière de 1997;

- en permettant les remboursements d'emprunts, la contrainte de l'endettement extérieur diminuant alors;

- en contribuant à stabiliser les marchés financiers de ces pays dont les taux de change étaient jusque-là très sensibles à la volatilité des mouvements de capitaux, volatilité exacerbée par la faiblesse des réserves extérieures de nombre de ces pays;

- en expliquant en partie le maintien d'une croissance forte dans le monde émergent, en raison des "marges de manœuvres" macroéconomiques que lui assure cette "indépendance financière" (Jacques de Larosière, 2008).

## ANALYSE DES FLUX DE CAPITAUX INTERNATIONAUX DES PAYS ÉMERGENTS

### Flux de capitaux nets

Selon l'Institute of International Finance (2008), les flux de capitaux à destination des pays émergents restent vigoureux, en dépit des traumatismes dont ont souffert les marchés du crédit. Ainsi, les flux nets de capitaux privés ont été de 605 milliards de dollars en 2007 (tableau 2). Cela représente un sommet pour la période analysée, les prévisions pour 2008 de l'IIF étant à la baisse (graphique 2) et estimé à 330,7 milliards de dollars. Il ressort un *trend* croissant des flux nets de capitaux privés vers les pays émergents sur la période 2000-2007.

En outre, les pays émergents et en développement enregistrent plutôt des entrées de capitaux privés et des sorties de capitaux publics (tableau 2) – par exemple, en 2007, les flux nets de capitaux publics, calculés comme

**Tableau 1. Production mondiale (variations annuelles en %)**

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
<b>Pays avancés</b>	<b>4.7</b>	<b>2.2</b>	<b>2.8</b>	<b>3.6</b>	<b>4.9</b>	<b>4.4</b>	<b>5.0</b>	<b>4.9</b>
États-Unis	3.9	1.2	1.6	1.9	3.2	2.6	3.0	2.7
Zone euro	3.7	0.8	1.6	2.5	3.6	3.1	2.9	2.2
Japon	3.8	1.9	0.9	0.8	2.1	1.6	2.8	2.6
<b>Pays émergents et en développement</b>	<b>5.9</b>	<b>3.8</b>	<b>4.7</b>	<b>6.2</b>	<b>7.5</b>	<b>7.1</b>	<b>7.8</b>	<b>7.9</b>
Afrique	3.5	4.9	6.1	5.3	6.5	5.7	5.9	6.2
Europe centrale et orientale	4.9	0.4	4.2	4.8	6.9	6.1	6.6	5.8
Communauté des États indépendants	9.1	6.1	5.2	7.8	8.2	6.5	8.2	8.5
Asie	6.9	5.8	6.9	8.1	8.6	9.0	9.6	9.7
Moyen-Orient	5.4	3.0	3.9	6.9	5.9	5.7	5.8	5.8
Hémisphère occidental	4.1	0.7	0.4	2.1	6.2	4.6	5.5	5.6

Source : FMI (2008).

**Tableau 2. Pays émergents et en développement : flux nets de capitaux (milliards de dollars)**

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
<b>Solde des transactions courantes</b>	<b>124,1</b>	<b>86,6</b>	<b>130,3</b>	<b>224,9</b>	<b>297,2</b>	<b>517,3</b>	<b>698</b>	<b>738,1</b>
<b>Flux nets de capitaux privés dont:</b>	<b>74,8</b>	<b>79,5</b>	<b>89,8</b>	<b>168,6</b>	<b>241,9</b>	<b>251,8</b>	<b>231,9</b>	<b>605,0</b>
– Investissements directs nets	171,3	186,3	157,2	166,2	188,7	259,8	250,1	309,9
– Investissements de portefeuille nets	15,9	-78,7	-92,2	-13,2	16,4	-19,4	-103,8	48,5
– Autres flux nets de capitaux privés	-112,2	-27,1	25,1	17,1	38,5	13,3	87,5	248,8
<b>Flux nets de capitaux publics</b>	<b>-33,9</b>	<b>0,9</b>	<b>-0,6</b>	<b>-50,0</b>	<b>-70,7</b>	<b>-109,9</b>	<b>-160,0</b>	<b>-149,0</b>
<b>Créditeurs officiels*</b>	<b>-5,9</b>	<b>26,6</b>	<b>5</b>	<b>-12,1</b>	<b>-26,6</b>	<b>-70,7</b>	<b>-75,8</b>	
Banque Mondiale	7,9	7,5	-0,2	-0,8	1,4	2,5	-2,4	
FMI	-10,7	19,5	14	2,4	-14,7	-40,2	-25,1	
Autres	-3,1	-0,4	-8,8	-13,7	-13,3	-33	-48,3	
<b>Créditeurs privés*</b>	<b>7,1</b>	<b>-12,1</b>	<b>6,3</b>	<b>89,8</b>	<b>154,8</b>	<b>203,9</b>	<b>228</b>	
<b>Variation des réserves**</b>	<b>-135,7</b>	<b>-124</b>	<b>-194,8</b>	<b>-363,3</b>	<b>-509,3</b>	<b>-595,1</b>	<b>-752,8</b>	<b>-1236,2</b>

Source : FMI (2008). \* données provenant de Global Development Finance 2007 (Banque Mondiale), disponibles seulement pour la période 2000-2006. \*\* le signe moins indique une augmentation.

la différence entre les entrées et les sorties, se chiffrent à -149 milliards de dollars –, confirmant les difficultés des secteurs financiers domestiques à intermédiaire dans des conditions satisfaisantes l'épargne domestique publique et privée et à l'orienter vers l'investissement.

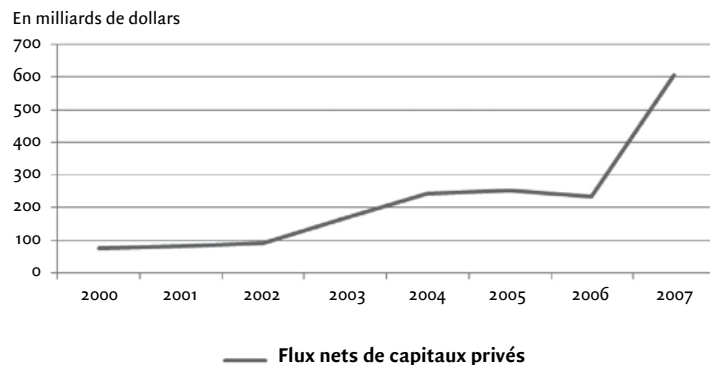
En regardant plus en détail le type de flux de capitaux, nous constatons un déplacement des sources officielles vers celles privées. Les entrées de capitaux émanant de créditeurs privés continuent à augmenter, compen-

sant partiellement les sorties nettes de capitaux destinées aux créditeurs officiels (tableau 2 et graphiques 1 et 3). Le déclin continu dans les flux des créditeurs officiels se traduit par des remboursements substantiels aux créditeurs du Club de Paris et au FMI (graphique 2).

Plusieurs facteurs expliquent la tendance à la hausse des flux nets de capitaux privés. Parmi ces facteurs, soulignons que :

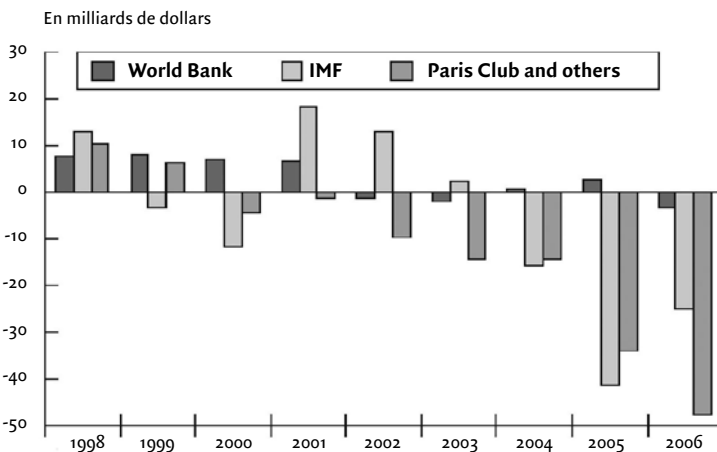
- la solidité sous-jacente de l'économie des pays émergents a augmenté

### 1. Les flux nets de capitaux privés



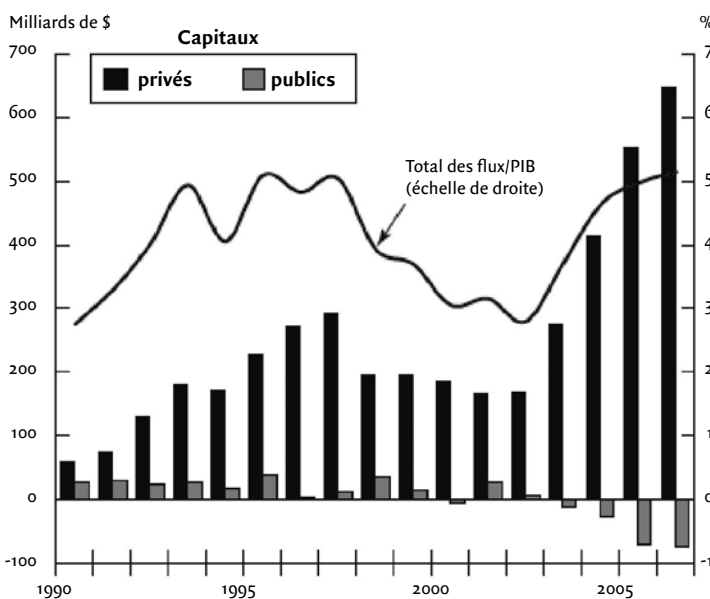
Source : Calculs des auteurs, basés sur les données du FMI.

### 2. Flux nets de dette officielle orientés vers les pays en développement, 1998-2006



Source : Global Development Finance 2007 (Banque Mondiale).

### 3. Flux nets de capitaux destinés aux pays émergents, 1990-2006



Source : Global Development Finance 2007 (Banque Mondiale).

leur attractivité pour les investisseurs. Les politiques solides de gestion de la dette ont réduit leur vulnérabilité financière et l'augmentation de prix des matières premières a conduit à des gains importants en termes de revenu pour une grande partie des pays émergents ;

- la baisse prononcée des taux d'intérêt aux États-Unis a conduit à un exode du capital vers les marchés à rendements plus élevés, y compris un grand nombre de pays émergents ;

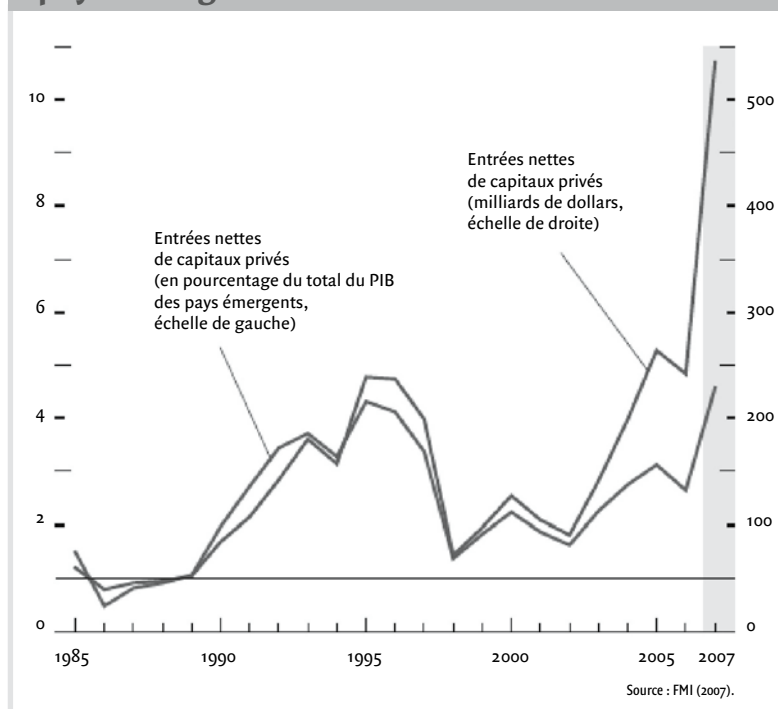
- la forte croissance et la pression inflationniste des pays émergents ont conduit à des prévisions liées aux actions entreprises par les policy makers dans les pays émergents : soit en augmentant le taux d'intérêt domestique, soit en permettant une appréciation de la monnaie domestique. Ces anticipations ont conduit à de fortes entrées de capital spéculatif dans les marchés émergents, même si elles sont de courte durée ;

- l'emprunt bancaire accordé aux pays émergents a été robuste depuis le début du bouleversement du crédit, principalement vers les pays émergents d'Europe.

#### Deux épisodes d'entrée massive de capitaux privés

Les pays émergents ont connu deux épisodes d'entrée massive de capitaux privés au cours des deux dernières décennies (graphique 4). Le premier a commencé au début des années 90 pour s'achever avec la crise asiatique de 1997-1998. Le second a débuté en 2002 et s'est accéléré sensiblement dans la période récente. En examinant la nature et la composition des entrées de capitaux, nous constatons des différences significatives entre la vague actuelle et celle des années 90. L'afflux de capitaux constaté à l'heure actuelle survient à un moment où les positions extérieures courantes de la plupart des pays émergents sont beaucoup plus solides, et où l'accumulation de réserves de change s'accélère sensiblement. La vague récente d'entrées nettes de capitaux dans les pays émergents présente une caractéristique importante, qui la distingue de l'épisode des années 90 : la prédominance des flux nets d'investissement direct étranger (IDE) par rapport aux flux "financiers" (flux

#### 4. Entrées nettes de capitaux privés dans les pays émergents



de portefeuille et autres) (tableau 2). Cette situation atteste la vigueur persistante des entrées d'IDE et l'augmentation rapide des sorties de flux financiers des pays émergents, qui a très largement compensé l'accélération des entrées de flux financiers dans ces pays.

##### Entrées nettes de capitaux privés dans les pays émergents

La forte augmentation des entrées de capitaux privés s'accompagne d'une accélération des sorties de capitaux, les pays émergents et en développement étant d'importants exportateurs nets de capitaux à destination des marchés développés en 2007 (tableau 3).

Les pays émergents ont connu une augmentation des entrées de capitaux

privés (le montant a été multiplié par 5 depuis l'année 2000, pour arriver à la fin de l'année 2007 à 1 633,8 milliards de dollars). La même tendance, à la hausse, est constatée pour les sorties de capitaux privés, dont le montant est multiplié par 4 depuis 2000, pour arriver à 1 027 milliard de dollars (tableau 3 et graphique 5).

Une grande partie des exportations de capital prend la forme de l'accumulation d'actifs par le secteur public dans les économies émergentes, principalement via l'accumulation des réserves internationales, qui ont augmenté avec 1 236,2 milliards de dollars en 2007. Les pays émergents disposent ainsi, à ce jour, des trois quarts des réserves mondiales. Les augmentations intervenues depuis une dizaine d'années dans les réserves extérieures de ces pays (grâce, en

grande partie, à la succession de leurs excédents courants) sont saisissantes. Les pays émergents sont ainsi devenus une importante source de capital pour le secteur bancaire des États-Unis et de l'Europe (IIF, 2008).

Néanmoins, des disparités existent entre les pays émergents et en développement. Comme nous l'observons dans le tableau 4, les pays émergents d'Asie attirent les montants les plus élevés de capitaux privés (719,9 milliards de dollars en 2007), suivis par des pays de la Communauté des États indépendants (261,4 milliards d'euros) et de l'Europe centrale et orientale (211,2 milliards de dollars) et des pays de l'hémisphère occidental (208,9 milliards de dollars). En ce qui concerne les sorties de capitaux privés, ce sont toujours les pays émergents d'Asie qui investissent le plus à l'étranger (527 milliards de dollars en 2007), suivis par les pays du Moyen-Orient (180,3 milliards de dollars).

##### Croissance et flux nets de capitaux internationaux

Les pays émergents ont été en mesure d'accumuler des excédents parce qu'ils ont amélioré significativement leur propre gestion économique. Au cours des années récentes, nombre d'entre eux ont mis de l'ordre dans leurs finances publiques et renforcé leurs systèmes bancaires, tout en engageant des réformes structurelles destinées à augmenter la productivité de leurs économies. Les résultats de ces actions se manifestent par une réduction de l'endettement chronique de certains de ces pays, suite aux excédents budgétaires enregistrés. De plus, une orientation croissante de nombre de ces pays vers des taux de change flexibles – notamment en Amérique latine – a contribué à éviter le retour des crises de change qui avaient, si souvent, interrompu leur développement économique. La sous-évaluation de certaines monnaies émergentes (notamment celles d'Asie) a favorisé les exportations (et, donc, les excédents commerciaux) des pays en cause et modifié le jeu normal des marchés des changes.

La hausse des prix de l'énergie (favorisée notamment par l'augmentation de la demande chinoise) s'est traduite par des excédents

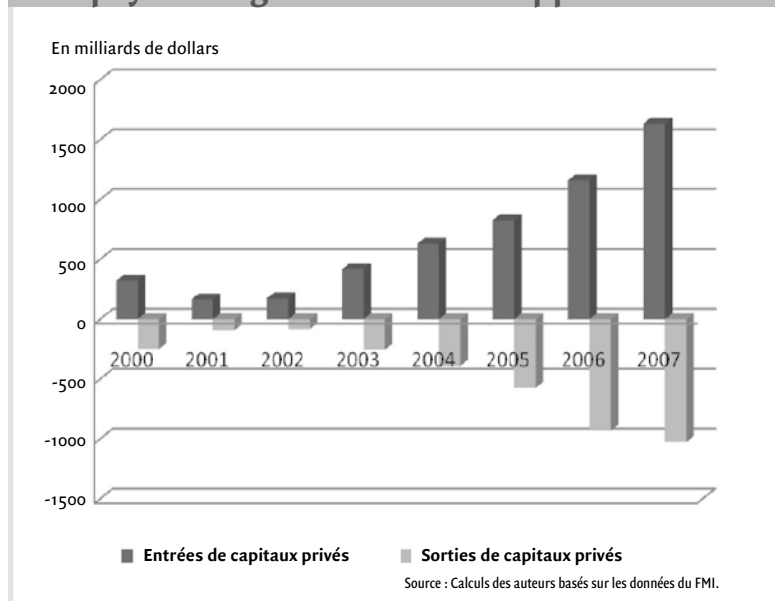
**Tableau 3. Pays émergents et en développement : flux de capitaux privés (milliards de dollars)**

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
<b>Flux nets de capitaux privés</b>	<b>74,8</b>	<b>79,5</b>	<b>89,8</b>	<b>168,6</b>	<b>241,9</b>	<b>251,8</b>	<b>231,9</b>	<b>605,0</b>
Entrées	321,7	164,8	173,6	418,6	630,4	826,8	1 161,2	1 633,8
Sorties	-246,4	-90,2	-83,2	-252,7	-388,9	-574,0	-927,4	-1 027

Source : FMI (2008).



## 5. Entrées et sorties de capitaux privés dans les pays émergents et en développement



considérables chez les pays producteurs d'hydrocarbures. Ceux-ci – et notamment l'OPEP – disposent, plus encore que dans le passé, d'une position de force dans les rapports internationaux face à des pays "avancés" de plus en plus dépendants à leur égard.

La modernisation inachevée des systèmes financiers dans les pays émergents et en développement, l'insuffisance de la supervision bancaire et la résilience limitée des marchés d'actifs ne leur permettent pas d'intermédiaire dans des conditions satisfaisantes l'épargne domestique, surtout en présence du niveau extrêmement élevé des taux d'épargne (en particulier en Asie), pour de nombreuses raisons : transition démographique en cours, état rudimentaire des sys-

**Tableau 4. Pays émergents et en développement : flux de capitaux privés (milliards de dollars).**

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
<b>Afrique</b>								
Flux nets de capitaux privés	1,7	6,5	5,7	7	16	30,5	39,6	47,1
Entrées	10,7	19,5	17,6	22,2	30,1	49,7	71,3	73
Sorties	-8,9	-12,1	-11,6	-13,7	-12,5	-17,4	-29,8	-23,6
<b>Europe centrale et orientale</b>								
Flux nets de capitaux privés	38,6	11,1	53,7	53,3	74,3	118	120,4	170,5
Entrées	48,6	20,4	55	63,8	103,9	139	175,6	211,2
Sorties	-9,9	-9,3	-1,3	-10,5	-29,6	-21,1	-55,2	-40,7
<b>Communauté des États indépendants</b>								
Flux nets de capitaux privés	-27,4	6,9	15,6	18,4	6,7	32,5	57,9	115,1
Entrées	-2,2	10,8	22,3	46	66,2	112	163,1	261,4
Sorties	-25,2	-3,9	-6,7	-27,6	-59,5	-79,9	-105	-146
<b>Pays émergents d'Asie</b>								
Flux nets de capitaux privés	5,3	23	23,6	64,5	146,6	90,8	47,9	193,5
Entrées	138,7	47,9	63,6	208	308,1	367	512	719,9
Sorties	-133	-30,2	-39,9	-147,7	-164	-279	-464	-527
<b>Moyen-Orient</b>								
Flux nets de capitaux privés	-5,3	-7,4	-22,3	2,3	-17	-56,7	-43,4	-21
Entrées	41,1	-3,8	-11,9	31,9	57,1	69,9	131,2	159,4
Sorties	-46,4	-4,1	-10,3	-29,4	-74	-125	-175	-180
<b>Hémisphère occidental (continent américain)</b>								
Flux nets de capitaux privés	61,9	39,3	13,6	23	15,2	36,7	9,5	99,7
Entrées	84,8	70	27	46,8	65	88,5	108	208,9
Sorties	-23	-30,6	-13,4	-23,7	-49,8	-51,8	-98,5	-109

Source : FMI (2008).

tèmes de protection sociale, d'assurance retraite, de financement du chômage ou des dépenses de santé. Ces facteurs justifient, dans un certain nombre de pays d'Asie ou du Moyen-Orient, l'ampleur des exportations d'épargne, par le jeu des comportements d'allocation des portefeuilles privés ou sous la forme d'une accumulation de réserves en devises.

Il est à retenir que l'immobilisation d'une grande partie de leur épargne en réserves dont le rendement est relativement faible présente un "coût d'opportunité" non négligeable. Il leur serait

donc recommandé d'investir à long terme une partie significative de ces excédents dans leurs propres économies (qui connaissent des taux de croissance élevés), réduisant ainsi le montant des excédents courants.

En effet, malgré leurs excédents courants, nous avons vu que les pays émergents demeurent encore importateurs nets de capitaux privés en provenance des pays industrialisés pour assurer leur croissance. Certains d'entre eux exportent aussi des capitaux, notamment de l'Asie vers l'Afrique et l'Amérique latine, pour s'assurer des sources d'appro-

visionnement en matières premières. Mais, en termes nets, les pays émergents sont de gros importateurs de capitaux privés.

Par ailleurs, ils connaissent des problèmes qui s'ajoutent à ceux du ralentissement de l'économie occidentale. Leur très forte croissance a été accompagnée par des tensions sur les prix : de l'immobilier, des actifs financiers et des matières premières. Ces tensions commencent à se manifester sur les prix de détail, notamment sur les prix alimentaires (graphique 7).

Le fait que les pays émergents soient importateurs nets de capi-

## Prédominance des IDE dans les flux de capitaux privés

**Une caractéristique importante de la vague actuelle d'entrées de capitaux privés est la prédominance des flux nets d'IDE dans les flux "financiers", aux côtés des investissements de portefeuille.**

### ■ Les investissements de portefeuille

L'euphorie caractérisant les marchés de capitaux dans un grand nombre de pays émergents est alimentée par les sorties élevées orientées vers les marchés développés (en 2006, les sorties de capital sous la forme d'investissements de portefeuille dépassaient les entrées de 103,8 milliards de dollars). Plus récemment, la tendance est à la baisse, une des causes probables étant les inquiétudes sur la croissance globale.

Les marchés d'actions des pays émergents sont encore corrélés à ceux des pays de l'Ouest et notamment des États-Unis. Selon le FMI, ce phénomène est asymétrique, les corrélations se révélant plus prononcées dans les périodes de récession que dans les phases de croissance. Les phases de contraction apparaissent donc les plus synchronisées.

Selon le *Global Financial Stability Report* du FMI (2008), les pays les plus avancés (États-Unis, Canada,

Japon, Royaume-Uni et zone euro) ont enregistré en 2006 des entrées d'investissement de portefeuille de 2 556,8 milliards de dollars et des sorties pour un montant de 1 602,6 milliards de dollars. Pour les pays émergents et en développement, les entrées s'élèvent à 211,9 milliards de dollars et les sorties à 401,6 milliards de dollars.

### ■ Les Investissements Directs Étrangers (IDE)

Selon le *Global Financial Stability Report* du FMI (2008), les pays les plus avancés (États-Unis, Canada, Japon, Royaume-Uni et zone euro) ont enregistré en 2006 des entrées d'IDE de 631,7 milliards de dollars et des sorties pour un montant de 879,2 milliards de dollars. Pour les pays émergents et en développement, les entrées s'élèvent à 464,4 milliards de dollars et les sorties à 213,3 milliards de dollars.

Les IDE orientés vers les pays émergents connaissent une hausse prononcée (graphique 6). Ils ont représenté 309,9 milliards de dollars en 2007, par rapport à 251,1 milliards de dollars en 2006. Ce sont les pays émergents d'Asie qui enregistrent les entrées les plus élevées d'IDE, en légère baisse (à 90,5 milliards de dollars) par rapport à 2006 (97,4 milliards de dollars), se concentrant dans

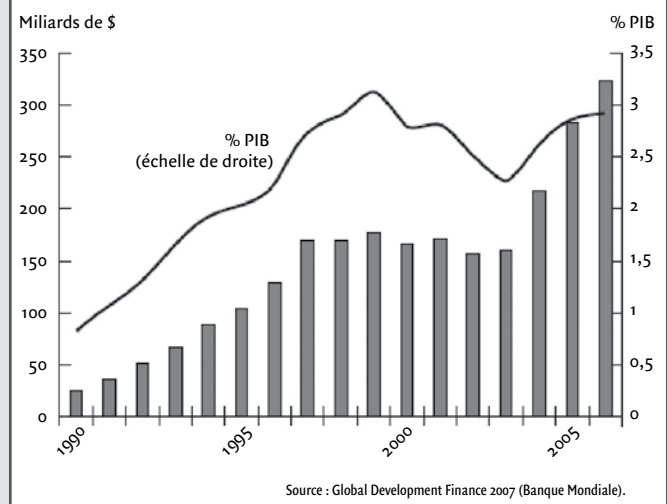
le secteur manufacturier (pour l'exportation), mais ils deviennent globalement répartis avec l'ouverture du secteur domestique des services, les étrangers ciblant le marché domestique.

Le gain le plus élevé, par région, en termes d'IDE, est projeté pour le Moyen-Orient et l'Afrique du Nord, fait qui n'est pas surprenant, vu la forte hausse du prix du pétrole (IIF, 2008). Les IDE ont représenté 15,3 milliards de dollars en 2006, pour atteindre 20,4 milliards en 2007.

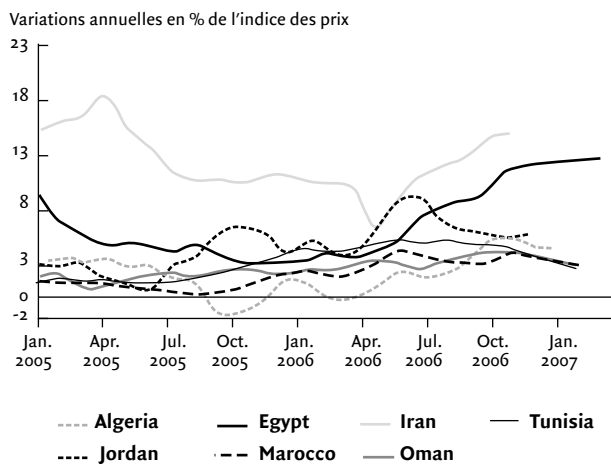
Selon le *Rapport sur l'investissement dans le monde* de la CNUCED (2007),

le montant global des fusions et acquisitions transfrontières est passé de 716 milliards de dollars en 2005 à 880 milliards de dollars en 2006 (+22 %) ; l'évolution est plus marquée dans les pays en transition (+45 %) et les pays émergents (+35 %) que dans les pays développés (+20 %) alors que les IDE représentent, respectivement, une part de marché des fusions et acquisitions globales de 3 %, 14 % et 83 %. En outre les fusions acquisitions concernent pour 10 % le secteur primaire, 31 % le secteur des biens manufacturés et 59 % les services.

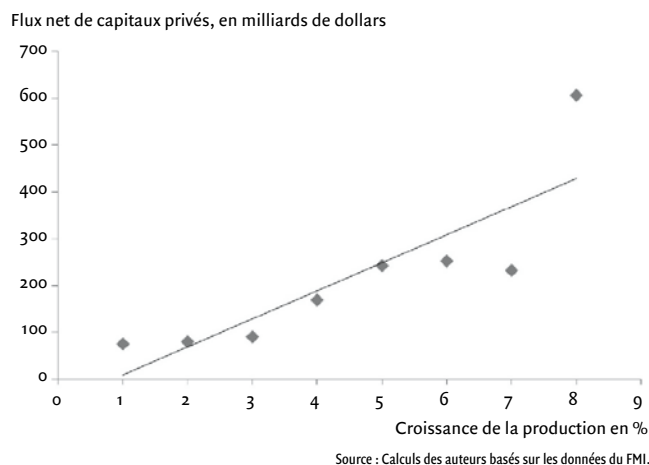
## 6. Les flux nets d'IDE destinés aux pays émergents



## 7. L'inflation dans les pays du Moyen-Orient et de l'Afrique du Nord



## 8. Croissance et flux nets de capitaux privés, 2000-2007



taux privés et exportateurs nets de capitaux publics pose un problème pour leurs perspectives de développement économique<sup>1</sup>. Comme l'indique le *Rapport sur la croissance* (2008) de la Banque Mondiale, "l'épargne étrangère est un substitut imparfait à l'épargne nationale, épargne publique comprise, pour financer les investissements dont une économie en pleine expansion a besoin". Les marchés bancaires et financiers domestiques ne sont en effet pas en mesure de transformer les fonds (publics) de court terme en capitaux (privés) à moyen ou long terme.

E. Prasad, R. Rajan et A. Subramanian [2007] ont tout récemment montré que, sur la période 1970-2004, le montant net de capitaux étrangers se dirigeant vers les PED à croissance élevée était inférieur à celui que reçoivent les PED à croissance moyenne ou faible. En étudiant le lien entre les soldes des paiements courants qui résultent de l'écart entre taux d'épargne et taux d'investissement domestiques, d'une part, et taux de croissance économique, d'autre part, ils obtiennent une corrélation positive, contraire à l'intuition théorique. Ce sont les PED qui ont relativement le moins recours à l'épargne étrangère et qui connaissent la croissance la plus élevée, comparativement à l'ensemble

des pays de même catégorie. Ce sont surtout les pays à taux d'investissement domestique très élevé qui s'en sortent le mieux, ce qui n'est guère étonnant, mais surtout, ce sont les pays dont les déficits courants sont les plus faibles, ou bien qui enregistrent en moyenne des excédents courants, et donc qui font le moins appel à l'épargne externe et aux entrées de capitaux, qui enregistrent les taux de croissance de longue période les plus élevés parmi les pays émergents et en développement. Au cours de la période 1985-1997, caractérisée par une véritable explosion des transferts d'épargne vers les pays émergents, la relation reste positive.

L'importance de ces flux financiers n'est néanmoins pas négligeable. À l'aide d'une régression simple, nous évaluons que la corrélation entre la croissance et les flux nets de capitaux privés dans les pays de notre échantillon est positive (graphique 8).

L'augmentation très sensible des entrées nettes de capitaux privés dans les pays émergents ces dernières années a replacé le problème de l'afflux massif de capitaux au cœur du débat économique. Le principal objectif de cet article était de tirer les leçons de l'expérience accumulée par les pays qui ont enregistré des entrées nettes de capitaux privés depuis vingt ans. ■

## Bibliographie

- ANIMA (2008), Investissement direct étranger vers MEDA en 2007, la bascule, mai 2008.
- Banque Mondiale (2007), *Global Development Finance*.
- Banque Mondiale (2008), *Rapport sur la croissance*, mai 2008.
- Cartapanis, André (2007), Les paradoxes de la relation entre globalisation financière et croissance, in « La lettre de Macrofi », Université de Poitiers, [http://sceco.univ-poitiers.fr/MACROFI/DocMacrofi/la\\_lettre\\_r.pdf](http://sceco.univ-poitiers.fr/MACROFI/DocMacrofi/la_lettre_r.pdf).
- CNUCED (2007), *Rapport sur l'investissement dans le monde*.
- De Larosière, Jacques (2008), *Pourquoi les pays émergents sont-ils épargnés par la crise financière?*, <http://www.canalacademie.com/Pourquoi-les-pays-emergents-sont-2860.html>
- FMI (2008), *Global Financial Stability Report*, avril 2008.
- FMI (2008), *Perspectives de l'économie mondiale*, avril 2008.
- FMI (2007), *Perspectives de l'économie mondiale*, octobre 2007.
- Institute of International Finance (2008), *Capital Flows to Emerging Market Economies*.
- Lucas, R. (1990), "Why doesn't capital flow from rich to poor countries?", *American Economic Review*, vol. 80, May.
- Prasad, E., Rajan, R. et Subramanian A. (2007), *Le paradoxe des flux de capitaux*, Finances & Développement (FMI).

1. Il est à noter que des régimes des changes contraignants réduisent en outre les sorties de capitaux privés de certains pays de notre échantillon.