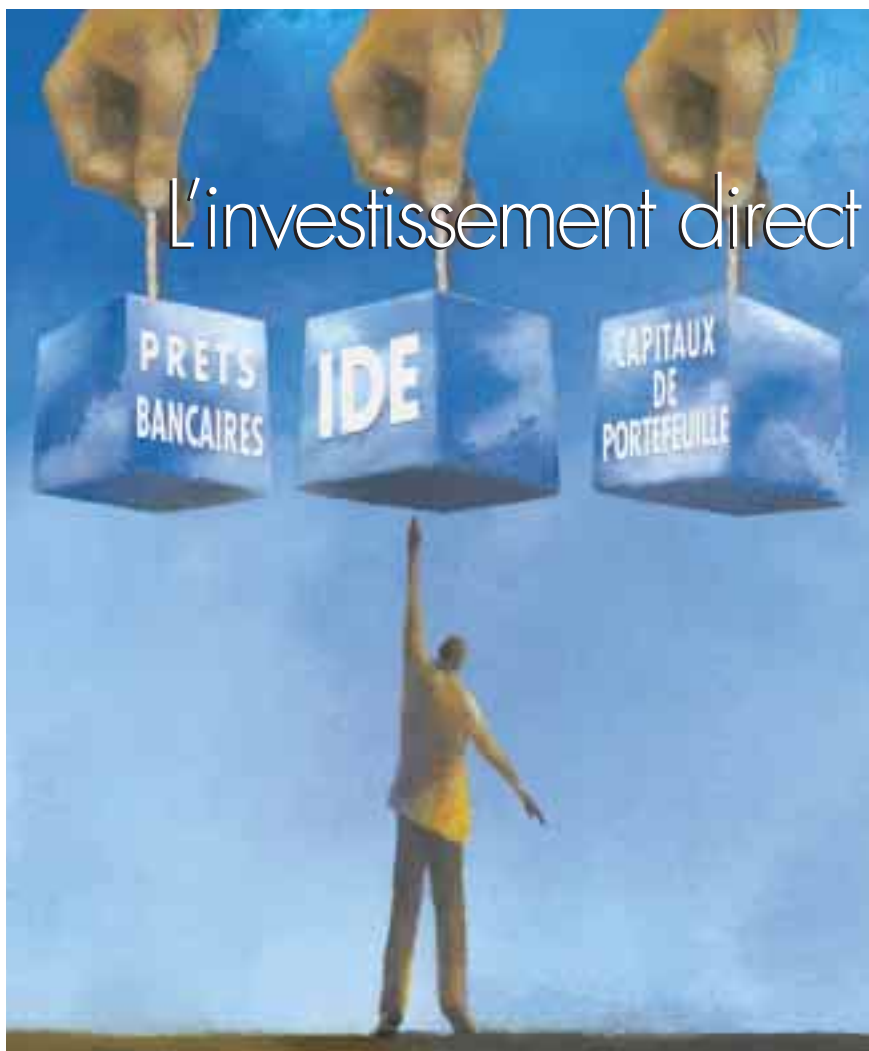


L'investissement direct étranger est-il



La résilience de l'investissement direct étranger dans les crises financières peut amener les pays en développement à y voir la forme la plus désirable d'apports de capitaux privés. Malgré les preuves substantielles que l'IDE est bénéfique pour les pays hôtes, ceux-ci doivent évaluer soigneusement, et sans se leurrer, son impact potentiel.

Prakash Loungani et Assaf Razin

L'INVESTISSEMENT direct étranger (IDE) a fait preuve de résilience dans le contexte des crises financières. Dans les pays est-asiatiques, par exemple, il a été remarquablement stable durant les crises financières mondiales de 1997–98, tandis que d'autres formes d'apports de capitaux privés — capitaux de portefeuille et dette et, en particulier, les entrées à court terme — refluait massivement (Dadush, Dasgupta et Ratha, 2000; Lipsey, 2001). On a pu constater la même résilience pendant la crise mexicaine de 1994–95 et celle de la dette latino-américaine des années 80.

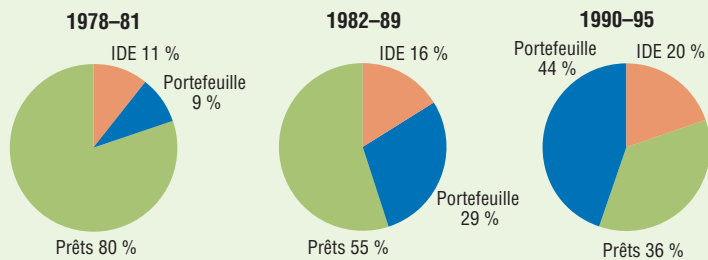
Cette résilience pourrait inciter bien des pays en développement à privilégier l'IDE relativement à d'autres formes de flux de capitaux, perpétuant une tendance observée de longue date (graphique 1). La préférence pour l'IDE à d'autres formes de capitaux privés est-elle justifiée? Le présent article apporte des éléments de réponse tirés de récentes études théoriques et empiriques de ses effets sur l'investissement et la croissance dans les pays en développement.

Pour la liberté des flux de capitaux

Les économistes tendent à être favorables à la liberté des flux internationaux de capitaux, car

elle permet d'obtenir le meilleur taux de rendement. Les flux de capitaux libres de restrictions peuvent présenter plusieurs autres avantages, comme le note Feldstein (2000). Premièrement, les flux internationaux de capitaux réduisent les risques pour leurs détenteurs en leur permettant de diversifier leurs prêts et investissements. Deuxièmement, l'intégration mondiale des marchés de capitaux peut contribuer à la

Graphique 1
La part des prêts bancaires dans les apports de capitaux a diminué au profit de l'IDE et des investissements de portefeuille



Source : d'après Bosworth and Collins (1999).

bénéfique aux pays en développement?

diffusion de pratiques optimales en matière de gouvernement d'entreprise, de règles comptables et d'application de la loi. Troisièmement, la mobilité des capitaux dans le monde limite la mesure dans laquelle les gouvernements peuvent mener de mauvaises politiques.

Outre ces avantages, qui s'appliquent en principe à toutes sortes d'entrées de capitaux privés, Feldstein (2000) et Razin et Sadka (à paraître) notent que les gains procurés par l'IDE aux pays hôtes peuvent revêtir bien d'autres formes :

- L'IDE permet des transferts de technologie — en particulier sous forme de nouveaux types d'intrants de capital fixe — que les investissements financiers ou le commerce des biens et services ne peuvent assurer. L'IDE peut aussi promouvoir la concurrence sur le marché intérieur des intrants.

- L'IDE s'accompagne souvent de programmes de formation du personnel des nouvelles entreprises, ce qui contribue au développement des ressources humaines du pays hôte.

- Les bénéfices engendrés par l'IDE augmentent les recettes fiscales du pays hôte.

Certes, les pays choisissent souvent de renoncer à une partie de ces recettes quand ils réduisent les impôts sur les bénéfices des sociétés pour attirer l'IDE. Ainsi la forte diminution des recettes fiscales de ce type dans certains des pays membres de l'OCDE est peut-être imputable à cette concurrence (voir l'article de Reint Gropp et Kristina Kostial dans ce numéro).

L'IDE devrait donc, en principe, contribuer de ces diverses façons à l'investissement et à la croissance dans les pays hôtes.

IDE et autres apports

Malgré les solides arguments théoriques en faveur de la libre circulation des capitaux, on a maintenant tendance à penser que bien des flux de capitaux privés présentent des risques par ailleurs. Hausmann et Fernández-Arias (2000) tentent d'expliquer pourquoi maints pays hôtes, même quand ils sont favorables aux entrées de capitaux, considèrent les flux de dette

internationaux, en particulier à court terme, comme du «mauvais cholestérol» :

«[Les prêts à court terme de l'étranger] sont motivés par des considérations spéculatives fondées sur les différentiels de taux d'intérêt et les anticipations en matière de taux de change, et non par des considérations à long terme. Leurs mouvements résultent souvent de distorsions relevant de l'aléa moral comme les garanties implicites du taux de change ou le fait que les gouvernements sont prêts à renflouer le système bancaire. Ils sont les premiers à se précipiter vers la sortie en cas de difficultés et ont été responsables des cycles expansion-récession des années 90.»

En revanche, l'IDE est considéré comme du «bon cholestérol» en raison de ses avantages susmentionnés. Un autre avantage est que l'IDE est solidement installé et ne peut pas quitter le pays aussi facilement aux premiers signes de difficultés. Contrairement à la dette à court terme, les investissements directs dans un pays sont immédiatement réévalués en cas de crise.

Observations récentes

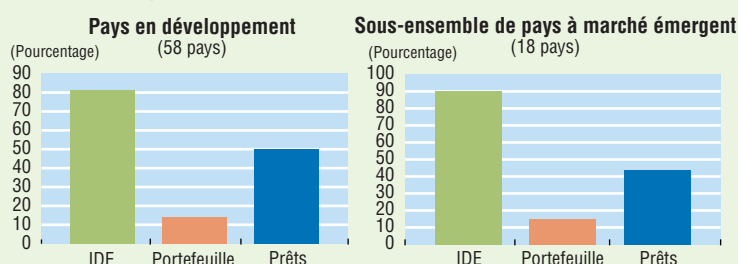
Dans quelle mesure l'observation des faits confirme-t-elle ces effets bénéfiques supposés de l'IDE?

Une étude exhaustive de Bosworth et Collins (1999) démontre les effets des entrées de capitaux sur l'investissement intérieur pour 58 pays en développement entre 1978 et 1995. L'échantillon couvre la quasi-totalité de l'Amérique latine et de l'Asie, ainsi que de nombreux pays africains. Les auteurs distinguent trois types d'entrées : IDE, placements de portefeuille et autres flux financiers (prêts bancaires principalement).

Bosworth et Collins constatent que, pour une augmentation de 1 dollar des apports de capitaux, les investissements intérieurs augmentent d'environ 50 cents. (Les entrées de capitaux et l'investissement intérieur sont exprimés en pourcentage du PIB.) Cette observation masque toutefois des différences significatives entre les types d'apports. L'IDE semble produire une augmentation de l'investissement intérieur de 1 pour 1, les entrées de capitaux de portefeuille semblent n'avoir pratiquement aucun effet sensible sur l'investissement, et les prêts ont un effet intermédiaire. Ces résultats se vérifient à la fois pour l'échantillon de 58 pays et pour un sous-ensemble de 18 pays à marché émergent (graphique 2). Bosworth et Collins concluent en ces termes : «Ces avantages des apports de capitaux suffisent-ils pour compenser les risques évidents de la décision de laisser les marchés allouer librement les capitaux parmi les pays en développement? La réponse est, semble-t-il, résolument oui pour l'IDE.»

Borensztein, De Gregorio et Lee (1998) constatent que l'IDE favorise la croissance économique quand le niveau d'éducation dans le pays hôte — mesure de la capacité d'ab-

Graphique 2
L'IDE a plus d'effet que les prêts ou les investissements de portefeuille sur l'investissement intérieur

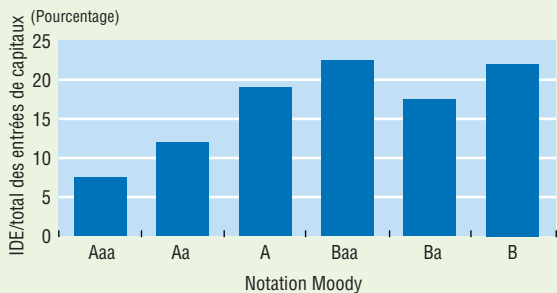


Source : d'après Bosworth et Collins (1999).

Note : Chaque barre représente l'effet estimé des flux de capitaux indiqués sur l'investissement intérieur.

Par exemple, pour chaque dollar d'IDE, l'investissement intérieur augmente d'environ 80 cents dans les pays en développement, soit 80 % du montant d'IDE (panneau de gauche).

Graphique 3
La part de l'IDE est plus forte dans les pays dont le crédit est moins bien noté



Source : Albuquerque (2000).

sorption — est élevé. Le rapport de la Banque mondiale *Global Development Finance* (2001) résume les conclusions de plusieurs autres études sur les liens entre les flux de capitaux privés et la croissance et fournit de nouvelles données sur l'existence de ces liens. (On en trouvera un résumé dans l'article de Deepak Mishra, Ashoka Mody et Antu Panini Murshid dans le présent numéro.)

Des raisons d'être circonspect?

Malgré les faits présentés dans de récentes études, d'autres travaux indiquent que les pays en développement doivent veiller à ne pas trop seurrer quant aux avantages de l'IDE.

Une forte part d'IDE est-elle signe de faiblesse? Hausmann et Fernández-Arias (2000) tentent d'expliquer pourquoi une forte part d'IDE dans le total des apports de capitaux peut être signe de faiblesse, et non de force, du pays hôte.

Un aspect frappant des flux d'IDE est que leur part dans le total des entrées est plus forte dans les pays à plus haut risque, d'après la notation du crédit des pays pour la dette souveraine (publique) ou d'après d'autres indicateurs du risque-pays (graphique 3). Certaines données indiquent aussi que la part de l'IDE est plus forte dans les pays où la qualité des institutions est plus médiocre. Comment expliquer ces constatations apparemment paradoxales? Une explication est que l'IDE tend plus que d'autres formes de flux de capitaux à aller à des pays où les marchés font défaut ou sont inefficients. Dans ces conditions, les investisseurs étrangers préfèrent opérer directement au lieu de s'en remettre aux marchés financiers, fournisseurs ou institutions juridiques du pays. Pour Albuquerque (2000), cela signifie, du point de vue de la politique économique, que «les pays qui essaient d'élargir leur accès aux marchés internationaux de capitaux doivent se concentrer sur la mise en place de dispositifs d'application crédibles au lieu de s'employer à attirer davantage d'IDE».

Dans la même veine, Hausmann et Fernández-Arias (2000, p. 5) suggèrent que «... les pays se concentrent sur l'amélioration du contexte de l'investissement et du fonctionnement des marchés. Ils en seront sans doute récompensés par des investissements de plus en plus efficaces ainsi que par une augmentation des entrées de capitaux.» S'il est fort probable que l'IDE représente une plus large part des entrées de capitaux dans les pays où les politiques et les institutions sont faibles, il ne faut pas pour autant blâmer l'IDE. Car, sans lui, les pays hôtes pourraient bien être beaucoup plus pauvres.

Bradage, sélection adverse et endettement. L'IDE n'est pas seulement un transfert de propriété de résidents nationaux à résidents étrangers, mais aussi un système qui permet aux investisseurs étrangers d'exercer leur capacité de gestion et de contrôle dans les entreprises des pays hôtes — c'est-à-dire un système de gouvernement d'entreprise. Le transfert de contrôle n'est pas toujours bénéfique aux pays hôtes en raison des circonstances dans lesquelles il s'opère, de problèmes de sélection adverse ou d'un endettement excessif.

Krugman (1998), notant que le transfert s'effectue parfois en pleine crise, s'interroge :

«Le transfert du contrôle associé à l'investissement étranger est-il approprié dans ces circonstances? Autrement dit, les entreprises étrangères prennent-elles le contrôle des entreprises intérieures parce qu'elles ont des compétences qui leur permettent de mieux les gérer, ou simplement parce qu'elles ont de l'argent que les autres n'ont pas?... Le bradage des entreprises locales et de leurs actifs représente-t-il une charge pour les pays qui les abritent, en plus du fardeau de la crise elle-même?»

Même en dehors de ces situations de bradage, le pays hôte ne bénéficiera pas forcément de l'IDE, comme le montrent Razin, Sadka et Yuen (1999) et Razin et Sadka (à paraître). Avec l'IDE, les investisseurs étrangers obtiennent des informations cruciales sur la productivité des entreprises qu'ils contrôlent. Ils ont ainsi un avantage sur les épargnants nationaux «non informés», auxquels l'achat d'actions dans les entreprises ne confère aucun contrôle. Profitant de ces informations d'initiés, les investisseurs directs étrangers tendront à conserver les entreprises très productives dans leur portefeuille et à en garder le contrôle, et à vendre les entreprises peu productives aux épargnants non informés. Comme dans d'autres cas de sélection adverse, ce processus peut conduire les investisseurs directs étrangers à surinvestir.

Un endettement excessif peut aussi limiter les avantages de l'IDE. Typiquement, les investissements effectués dans les pays par les sociétés d'IDE sont financés en grande partie par des capitaux empruntés sur le marché intérieur. Par conséquent, la part de l'investissement intérieur financée par l'épargne étrangère sous forme d'IDE n'est peut-être pas aussi importante qu'il n'y paraît : l'investisseur pouvant rapatrier l'emprunt, les gains liés à l'IDE peuvent être réduits du montant de l'emprunt contracté dans le pays par les entreprises étrangères.

Rapatriement de l'IDE? Les récentes études montrent aussi sous un jour nouveau les observations sur la stabilité de l'IDE. S'il est vrai que les machines sont solidement installées, donc difficiles à sortir, les transactions financières peuvent permettre de rapatrier l'IDE. Par exemple, la filiale étrangère peut emprunter contre sa garantie dans le pays et reprêter l'argent à la société mère. De même, du fait qu'une part importante de l'IDE représente une dette interne de la société, la société mère peut en demander le remboursement à bref délai.

Autres considérations. Il y a d'autres cas dans lesquels l'IDE peut ne pas être bénéfique aux pays hôtes — par exemple, quand l'investissement est centré sur des marchés intérieurs protégés par de hautes barrières tarifaires ou non tarifaires. Dans ces circonstances, l'IDE peut renforcer l'action des

lobbys cherchant à perpétuer la mauvaise allocation des ressources. On peut aussi assister à une perte de concurrence intérieure résultant d'acquisitions étrangères, par rachat ou à la suite de faillites, qui conduisent à un regroupement des producteurs intérieurs.

Conclusion

La théorie économique aussi bien que les faits observés donnent à penser que l'IDE est bénéfique pour les pays hôtes en développement. Mais des études récentes font aussi ressortir des risques potentiels : l'IDE peut être rapatrié par des transactions financières; il peut être excessif du fait de la sélection adverse ou du bradage d'entreprises; ses avantages peuvent être limités par l'endettement; enfin, une forte part d'IDE dans le total des entrées de capitaux dans un pays peut refléter la faiblesse, et non la force, de ses institutions. Bien qu'il reste à démontrer les effets réels de ces risques potentiels, ils semblent justifier une certaine circonspection à l'égard de l'impact probable de l'IDE. Il convient donc de recommander aux pays en développement de s'attacher à améliorer le climat de l'investissement pour tous les types de capitaux, nationaux ou étrangers. **F&D**

Bibliographie :

Rui Albuquerque, 2000, "The Composition of International Capital Flows: Risk Sharing through Foreign Direct Investment," *Bradley Policy Research Center Working Paper No. FR 00-08* (Rochester, New York: University of Rochester).

Banque mondiale, 2001, "Coalition Building for Effective Development Finance," in *Global Development Finance* (Washington).

Eduardo Borensztein, José De Gregorio, and Jong-Wha Lee, 1998, "How Does Foreign Direct Investment Affect Growth?" *Journal of International Economics*, Vol. 43, p. 115-35.

Barry P. Bosworth and Susan M. Collins, 1999, "Capital Flows to Developing Economies: Implications for Saving and Investment," *Brookings Papers on Economic Activity*:1, *Brookings Institution*, p. 143-69.



Prakash Loungani (à gauche) est assistant du Directeur au Département des relations extérieures du FMI.



Assaf Razin est professeur d'économie à l'université de Tel Aviv et à l'université Cornell et est actuellement professeur invité à l'université Stanford.

Uri Dadush, Dipak Dasgupta et Dilip Ratha, 2000, «La dette à court terme et les récentes crises financières», *Finances & Développement*, vol. 37 (décembre), p. 54-57.

Martin Feldstein, 2000, "Aspects of Global Economic Integration: Outlook for the Future," *NBER Working Paper No. 7899* (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).

Ricardo Hausmann and Eduardo Fernández-Arias, 2000, "Foreign Direct Investment: Good Cholesterol?" *Inter-American Development Bank Working Paper No. 417* (Washington).

Paul Krugman, 1998, "Firesale FDI," *Working Paper*, Massachusetts Institute of Technology; également disponible sur le site <http://web.mit.edu/krugman/www/FIRESALE.htm>.

Robert E. Lipsey, 2001, "Foreign Direct Investors in Three Financial Crises," *NBER Working Paper No. 8084* (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).

Assaf Razin and Efraim Sadka (à paraître), *Labor, Capital and Finance: International Flows* (New York and Cambridge, England: Cambridge University Press).

Assaf Razin, Efraim Sadka, and Chi-wa Yuen, 1999, "Excessive FDI under Asymmetric Information," *NBER Working Paper No. 7400* (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).



Économie et coopération vont de pair

La coopération est indispensable au succès d'une économie mondialisée. Les monnaies et les économies de nos pays, de même que nos vies, sont unies par des liens d'interdépendance. Nous vous invitons à en découvrir toute la signification en visitant le Centre d'accueil du FMI, qui présente des rétrospectives historiques, films documentaires, forums économiques et séances d'information. Vous y trouverez aussi une librairie.



Centre d'accueil du FMI

Pour plus de renseignements sur nos programmes et expositions, téléphonez au (202) 623-6869, ou consultez notre site www.imf.org

720 19th Street, N.W. Washington, DC 20431 (U.S.A.)