



**Conférence  
des Nations Unies  
sur le commerce  
et le développement**

Distr.  
GENERALE

TD/B/COM.2/12  
TD/B/COM.2/EM.4/3  
18 juin 1998

FRANCAIS  
Original : ANGLAIS

CONSEIL DU COMMERCE ET DU DEVELOPPEMENT  
Commission de l'investissement, de  
la technologie et des questions  
financières connexes

**RAPPORT DE LA REUNION D'EXPERTS SUR LA CROISSANCE DES MARCHES NATIONAUX,  
EN PARTICULIER DANS LES PAYS EN DEVELOPPEMENT, ET SES LIENS AVEC LES  
INVESTISSEMENTS ETRANGERS DE PORTEFEUILLE**

tenue au Palais des Nations, à Genève,  
du 27 au 29 mai 1998

**TABLE DES MATIERES**

	<u>Page</u>
I. Conclusions concertées . . . . .	2
II. Résumé du Président . . . . .	4
III. Questions d'organisation . . . . .	9
<u>Annexe</u>	
Participation . . . . .	11

## I. CONCLUSIONS CONCERTÉES <sup>1</sup>

1. Après une discussion animée sur les liens entre la croissance des marchés financiers nationaux et les investissements étrangers de portefeuille, un consensus s'est dégagé sur les points suivants :

- i) Il a été reconnu que les investissements de portefeuille représentaient une source de financement de plus en plus importante pour les pays en développement et les pays en transition, ainsi que pour les pays industrialisés. De plus, la complexité croissante des systèmes financiers nationaux faisait que la distinction entre investissements étrangers directs et investissements étrangers de portefeuille avait tendance à s'estomper, les investisseurs directs pouvant recourir à des techniques d'ingénierie financière pour transformer leurs investissements étrangers directs en investissements plus liquides.
- ii) Si l'on voulait continuer de profiter des bienfaits de la libre circulation des capitaux, il fallait prendre des mesures aux niveaux national et international pour s'attaquer aux problèmes de l'instabilité financière et des méfaits socio-économiques des crises financières. Dans un monde de très grande mobilité des flux de capitaux et d'instabilité financière, des fondamentaux macro-économiques solides et des politiques monétaires et budgétaires appropriées étaient nécessaires, mais n'étaient pas suffisants en eux-mêmes pour attirer des investissements stables et éviter les turbulences financières.
- iii) Il a également été reconnu que l'existence d'un système financier fiable, encadré par une bonne réglementation et assorti d'une supervision efficace des activités du secteur bancaire ainsi que des secteurs des valeurs mobilières et des assurances, constituait un important préalable pour éviter les crises financières. On a souligné les avantages potentiels de principes internationaux reconnus, tels que les Principes fondamentaux pour un contrôle bancaire efficace du Comité de Bâle.
- iv) L'examen de l'actuel processus de libéralisation financière donnait à penser que les pays pouvaient préférer adopter une stratégie prudente et progressive de libéralisation financière intérieure et extérieure, selon leur niveau de développement et leur situation particulière, en analysant les conséquences de chaque étape de cette libéralisation avant d'aborder l'étape suivante.

---

<sup>1</sup>Adoptées par la Réunion d'experts à sa séance plénière de clôture, le 29 mai 1998.

- v) Les pays devaient également encourager l'épargne intérieure et le développement des marchés financiers et des investisseurs institutionnels nationaux, s'agissant notamment de mécanismes d'investissement collectif tels que fonds de pension et fonds communs de placement, de façon à ne pas être tributaires d'un financement extérieur de l'investissement. Cela contribuerait aussi à réduire les conséquences des crises financières internationales.
- vi) Le choix et le maintien d'un régime de change approprié, conforme à la situation de chaque pays, pouvaient également beaucoup aider à réduire l'instabilité financière.
- vii) Il fallait encourager la coopération régionale afin de renforcer la capacité des pays d'une même région de surmonter les problèmes d'instabilité financière. Cette coopération pourrait prendre la forme d'une coopération monétaire et financière, ainsi que d'une normalisation des règles d'information financière, des normes comptables et des règles d'exécution.
- viii) Il importait au plus haut point d'accroître la transparence de l'information aux niveaux macro-économique et micro-économique d'un pays. La transparence et la qualité de l'information financière concernant les opérateurs financiers et la normalisation des données statistiques et des états financiers étaient également primordiales.
- ix) Il était extrêmement important d'améliorer l'actuel système financier mondial face aux problèmes posés par la mondialisation des marchés de capitaux.
- x) Il était recommandé que la CNUCED continue d'examiner des mesures pouvant aider les pays en développement, en particulier les pays les moins avancés, à élaborer des politiques leur permettant d'attirer des flux d'investissements étrangers stables. Le secrétariat de la CNUCED devrait continuer de collaborer dans ce domaine avec d'autres institutions internationales et régionales compétentes.

## II. RESUME DU PRESIDENT

1. Il y a eu un large accord parmi les participants pour reconnaître la contribution des flux de capitaux et du commerce des actifs à l'épargne intérieure, au transfert de technologie et de savoir-faire et à l'amélioration de la gestion stratégique des entreprises. Il était toutefois nécessaire d'améliorer la compréhension des risques associés à la tendance générale à la libéralisation et à la mondialisation des marchés financiers, notamment avec l'intégration rapide des pays émergents à économie de marché dans le système financier mondial.

2. Il a généralement été reconnu que, étant donné l'évolution de la structure des marchés financiers internationaux, les investissements de portefeuille représentaient une source de financement extérieur de plus en plus importante pour les marchés émergents. Dans certains pays émergents à économie de marché, le développement des marchés financiers nationaux avait également permis une mobilisation croissante de l'épargne intérieure sur ces marchés.

3. Cependant, malgré l'appréciation positive portée sur les investissements de portefeuille à long terme, la forte volatilité de ce type d'investissement ne laissait pas d'être préoccupante. Des opinions divergentes ont été exprimées quant au rôle joué par les sociétés et investisseurs de portefeuille dans la récente crise financière en Asie de l'Est. D'un côté, ces investisseurs, en particulier les fonds communs de placement des Etats-Unis, semblaient avoir réagi de façon mesurée à la crise. Les responsables de ces fonds communs de placement n'avaient retiré, de façon ordonnée, qu'une faible proportion de leurs investissements sur les marchés émergents, et les achats et les ventes effectués par les gérants de portefeuille, bien que corrélés à la rentabilité, semblaient avoir été relativement limités par rapport à la forte volatilité des marchés. D'un autre côté, il a été noté que le retrait soudain et général de capitaux au cours de la crise par des pays apparemment dotés de fondamentaux sains avait fortement perturbé les systèmes financiers nationaux en provoquant des mouvements brutaux de liquidités et une forte baisse des cours des valeurs boursières.

4. L'application, aux niveaux national et régional, de nouvelles mesures a été proposée pour remédier à l'instabilité des investissements de portefeuille :

- i) Encouragement à la création de sociétés d'investissement à capital fixe - par opposition aux fonds communs de placement ouverts - où les investissements étaient relativement stables, puisqu'ils n'étaient pas assujettis à des obligations d'amortissement. Les investisseurs risquaient toutefois d'être moins tentés d'investir dans de telles sociétés, dont les parts avaient tendance à se négocier avec une décote.
- ii) Emission de certificats mondiaux ou américains de titres en dépôt et autres instruments analogues de portée régionale, par exemple un certificat de dépôt d'Asie du Sud-Est, dans le contexte d'une économie régionale plus forte et plus stable. Certains

participants ont fait valoir que les émissions de certificats américains de dépôt et de certificats mondiaux de dépôt ne contribuaient pas au développement des marchés financiers nationaux. Ces certificats pouvaient réduire l'instabilité des flux d'investissement, mais les opérations d'arbitrage faisaient que les marchés locaux ne pouvaient être complètement protégés des effets de l'instabilité des prix.

- iii) Incitations spéciales visant à encourager les investisseurs étrangers de portefeuille à conserver leurs investissements dans un pays pendant une période minimale (de six mois à un an). Pour être efficaces, ces incitations devraient être appliquées simultanément par des pays voisins ou à un niveau régional. Quelques pays appliquaient un traitement fiscal différencié en fonction de la durée de l'investissement. Toutefois, ces incitations fiscales pouvaient ne pas avoir d'effets positifs sur l'investissement à long terme, car les décisions de vente obéissaient souvent à des motifs qui l'emportaient sur les considérations fiscales. Il a été souligné que les incitations fiscales et le respect d'une période minimale d'investissement devraient s'appliquer de la même façon aux investisseurs étrangers et aux investisseurs nationaux. Toutefois, les fonds communs de placement des Etats-Unis étant de par la loi tenus d'amortir leurs valeurs dans un délai de trois à sept jours, l'imposition d'une période minimale ne pourrait que fortement les décourager d'investir. Quelques pays obligeaient les investisseurs étrangers à constituer des réserves, ce qui équivalait en fait à appliquer un impôt.
- iv) Mobilisation de l'épargne intérieure au moyen de dispositions législatives et d'incitations appropriées, afin de réduire la dépendance à l'égard des capitaux étrangers. Le développement d'investisseurs institutionnels nationaux tels que fonds de pension et fonds communs de placement contribuerait notamment à accroître le taux d'épargne intérieur.
- v) Instauration d'un dialogue avec les gestionnaires de fonds, afin de les amener à considérer les marchés émergents comme des partenaires à long terme.
- vi) Instauration d'une coopération monétaire régionale, qui contribuerait à limiter le désalignement des monnaies dans une région, réduisant ainsi le risque d'attaques spéculatives. La création d'un système de parités reposant sur un panier de monnaies pour les pays d'une même région a été proposée afin de réduire les risques de dévaluation compétitive. En outre, il serait intéressant d'adopter, dans un premier temps au niveau régional, des normes et règles communes en matière d'établissement de rapports financiers, de publication d'informations par les entreprises, d'éthique commerciale et d'application des règlements.

- vii) Stabilisation des taux de change réels à un niveau approprié, considérée comme un élément essentiel (signal positif) pour encourager des investissements de qualité. Une certaine flexibilité des taux de change nominaux éliminerait la garantie implicite contre le risque de change inhérente à un strict système de taux de change fixes, chose particulièrement souhaitable lorsqu'il est extrêmement onéreux pour le gouvernement d'un pays de défendre sa monnaie. Une instabilité excessive des taux de change pouvait être préjudiciable au commerce extérieur et alourdir les coûts des entreprises, obligées de se protéger contre les fluctuations de change.

5. Il a également été noté que, sur les marchés relativement sophistiqués, la distinction entre investissements à long terme et investissements à court terme (par exemple, entre investissements directs et flux de capitaux à court terme) n'était pas très nette, les investisseurs étrangers directs pouvant utiliser des techniques d'ingénierie financière complexes pour rendre leurs investissements plus liquides. Cela n'éliminait toutefois pas les différences fondamentales entre investissements étrangers directs et investissements de portefeuille, à savoir que les premiers impliquaient un engagement à long terme, tandis que les seconds étaient attirés par les gains financiers procurés par les variations des prix des actifs.

6. Concernant les crises financières, il a été relevé que les coûts sociaux et économiques pour les pays touchés étaient extrêmement élevés. A cet égard, des fondamentaux sains étaient essentiels pour réduire le risque d'être exposé à des turbulences financières. Toutefois, à la suite de récentes crises financières, l'éventail des critères concernant les fondamentaux avait été élargi, au-delà des facteurs macro-économiques traditionnels, à de nouveaux éléments tels que la santé des marchés financiers nationaux, la qualité de la réglementation et du contrôle du secteur bancaire, la législation sur les faillites et les règles d'application des textes.

7. Les discussions sur le financement du développement ont montré qu'un bon système financier devait permettre d'atteindre trois objectifs aux niveaux national et international : 1) accumulation effective et répartition efficace de l'épargne; 2) mise en place de sauvegardes et de protections contre les chocs, et capacité de réagir efficacement aux crises; et 3) promotion de flux réguliers et ordonnés de ressources financières privées vers les pays en développement. Il fallait, non pas rechercher un système parfait avant que d'avoir défini les conditions permettant de réaliser ces trois objectifs, mais bien plutôt mettre en place ce qui semblerait être un système raisonnablement satisfaisant, puis l'améliorer ensuite progressivement.

8. Le premier objectif n'impliquait pas nécessairement une libéralisation financière, qui pouvait en fait dans certaines circonstances donner des résultats désastreux, mais il pouvait nécessiter une restructuration du système financier. Concernant le deuxième objectif, l'application de mesures de sauvegarde nécessiterait un système de garantie des dépôts, un prêteur de dernier recours, des lignes de crédit d'urgence, ainsi que la constitution de réserves officielles suffisantes, y compris une nouvelle orientation de la gestion des réserves en devises compte tenu de la plus grande mobilité des

capitaux. Au niveau international, il faudrait aussi prévoir un prêteur de dernier recours, tel que le Fonds monétaire international et, dans certains cas, la Banque des règlements internationaux. La poursuite des trois objectifs devrait également s'inscrire dans un cadre de réglementation et de contrôle adéquat.

9. Quant à la question de savoir si un contrôle bancaire suffisant pouvait empêcher l'apparition de bulles financières, il a été fait observer que de bonnes conditions macro-économiques, associées à un contrôle bancaire satisfaisant, pouvaient dans une certaine mesure réduire la fréquence de ces bulles financières spéculatives, sans pouvoir toutefois les éliminer complètement. Il a également été souligné que si le coût du contrôle bancaire était effectivement élevé, l'expérience avait montré que le coût d'un contrôle insuffisant était encore plus élevé.

10. Cinq conditions préalables à un contrôle bancaire efficace ont été relevées :

- i) Des politiques macro-économiques équilibrées et viables;
- ii) Une infrastructure publique développée, comprenant un système de droit commercial, des principes et des règles comptables bien définis, des mécanismes de vérification indépendants et un système de paiement et de compensation sûr et efficace pour le règlement des transactions financières;
- iii) Une discipline de marché effective, qui dépendait d'une information correcte des acteurs du marché, d'incitations financières appropriées à une bonne gestion, et de dispositions et mécanismes empêchant que les investisseurs ne soient à l'abri des conséquences de leurs propres décisions;
- iv) L'existence de procédures pour un règlement efficace des problèmes dans le secteur bancaire;
- v) Des mécanismes assurant un niveau suffisant de protection systémique.

11. Le contrôle ne pouvait ni ne devait être une garantie de non-défaillance des banques. Dans une économie de marché, les défaillances faisaient partie de la prise de risque. L'application du contrôle était l'aspect le plus délicat, et il représentait un processus qui, par nature, pouvait être relativement long, en fonction des conditions initiales existant dans un pays. Les principes de base étaient constitués par un ensemble de principes directeurs visant à définir le cadre général d'un contrôle bancaire efficace, que chaque pays devait compléter en fonction des conditions et des risques qui lui étaient propres. Dans certains pays, une grande partie des conditions juridiques et institutionnelles nécessaires à l'application efficace de ces principes directeurs existaient déjà, et l'application intégrale pourrait en être relativement rapide. Dans d'autres pays, cela pourrait nécessiter un certain nombre de modifications d'envergure qui demanderaient plus de temps, s'agissant par exemple des modifications à apporter à la législation (code des

obligations, droits de propriété, mécanismes de nantissement, dispositions concernant l'insolvabilité et les défaillances), et des mesures à prendre pour accroître le nombre de praticiens confirmés du marché dans les domaines du droit, de la comptabilité, de l'analyse du crédit et de la gestion des risques, et d'organismes du secteur privé (par exemple, agences de notation, analystes privés).

12. Toutes les banques devaient être soumises à un contrôle effectif, où qu'elles se trouvent, y compris donc les banques installées dans des centres financiers extraterritoriaux. La question a été posée de savoir si la fonction de contrôle bancaire devait être confiée à la banque centrale; la plupart des pays considéraient qu'il était plus approprié et plus efficace qu'il en soit ainsi. Le contrôle devait concerner non seulement les banques, mais aussi les institutions financières non bancaires, notamment les deux autres principaux piliers de tout système financier, à savoir les maisons de titres et les compagnies d'assurance.

13. Il a été largement reconnu qu'un système de garantie des dépôts était nécessaire, malgré le risque d'aléa moral qui pouvait en découler. Plusieurs questions concernant la conception d'un tel système ont été soulevées, telles que celles de la rémunération sur commission, du financement public, des garanties publiques et de la participation d'institutions étrangères.

14. Outre les questions relatives au contrôle et au cadre juridique du système financier, les experts ont souligné l'intérêt, pour réduire les risques de turbulences financières, de procéder à une libéralisation prudente et progressive des secteurs financiers intérieur et extérieur. Il a été généralement reconnu que la libéralisation du commerce devait précéder la libéralisation financière intérieure, laquelle serait suivie de la libéralisation du compte de capital. Il a été noté que plusieurs pays qui avaient adopté des mesures de contrôle des flux de capitaux à court terme figuraient parmi ceux qui étaient les moins touchés par les crises financières. Il ne fallait toutefois pas que ces contrôles retardent la mise en oeuvre des politiques et des réformes nécessaires dans le secteur financier.



### III. QUESTIONS D'ORGANISATION

#### A. Convocation de la Réunion d'experts

1. Conformément à la recommandation formulée par la Commission de l'investissement, de la technologie et des questions financières connexes à la séance de clôture de sa deuxième session le 3 octobre 1997<sup>2</sup>, la Réunion d'experts sur la croissance des marchés financiers nationaux, en particulier dans les pays en développement, et ses liens avec les investissements étrangers de portefeuille a été convoquée au Palais des Nations, à Genève, du 27 au 29 mai 1998; elle a été ouverte le 27 mai par M. Rubens Ricupero, Secrétaire général de la CNUCED.

#### B. Election du bureau

(Point 1 de l'ordre du jour)

2. A sa séance d'ouverture, la Réunion d'experts a élu le bureau ci-après :

<u>Président</u> :	M. Franz Nauschnigg	(Autriche)
<u>Vice-Président/Rapporteur</u> :	M. Paul Melly	(Kenya)

#### C. Adoption de l'ordre du jour

(Point 2 de l'ordre du jour)

3. A la même séance, les participants ont adopté l'ordre du jour provisoire distribué sous la cote TD/B/COM.2/EM.4/1. L'ordre du jour de la Réunion se lisait donc comme suit :

1. Election du bureau
2. Adoption de l'ordre du jour
3. La croissance des marchés financiers nationaux, en particulier dans les pays en développement, et ses liens avec les investissements étrangers de portefeuille
4. Adoption d'un texte reprenant les résultats de la Réunion

#### D. Documentation

4. Pour l'examen de la question de fond inscrite à son ordre du jour (point 3), la Réunion d'experts était saisie d'un rapport du secrétariat de la CNUCED intitulé "La croissance des marchés financiers nationaux, en particulier dans les pays en développement, et ses liens avec les

---

<sup>2</sup>Voir le rapport de la Commission de l'investissement, de la technologie et des questions financières connexes sur sa deuxième session (TD/B/44/14-TD/B/COM.2/7), par. 51.

investissements étrangers de portefeuille : questions à examiner"  
(TD/B/COM.2/EM.4/2).

**E. Adoption du rapport**

(Point 4 de l'ordre du jour)

5. A sa séance de clôture, le 29 mai 1998, la Réunion d'experts a adopté les conclusions concertées reproduites dans la section I plus haut, et a autorisé le Président à établir un résumé des travaux de la Réunion (voir la section II plus haut).

Annexe

**PARTICIPATION \***

1. Des experts des Etats membres de la CNUCED ci-après ont participé à la Réunion :

Algérie	Namibie
Autriche	Niger
Bangladesh	Nigéria
Bélarus	Ouganda
Bénin	Pakistan
Brésil	Pérou
Canada	Philippines
Chine	Pologne
Costa Rica	République de Corée
Cuba	République démocratique du Congo
Egypte	République de Moldova
Espagne	République tchèque
Etats-Unis d'Amérique	Roumanie
Fédération de Russie	Royaume-Uni de Grande-Bretagne et d'Irlande du Nord
France	Sénégal
Grèce	Slovaquie
Hongrie	Soudan
Inde	Sri Lanka
Indonésie	Suisse
Iran (République islamique d')	Thaïlande
Italie	Trinité-et-Tobago
Jamaïque	Tunisie
Japon	Turquie
Jordanie	Uruguay
Kenya	Venezuela
Liban	Yémen
Malaisie	
Mexique	

2. Les organismes intergouvernementaux ci-après étaient représentés à la Réunion :

Agence de coopération culturelle et technique  
Banque interaméricaine de développement  
Communauté andine  
Groupe des Etats d'Afrique, des Caraïbes et du Pacifique  
Ligue des Etats arabes  
Organisation arabe du travail  
Organisation de coopération et de développement économiques  
Organisation de la Conférence islamique

---

\*La liste des participants porte la cote TD/B/COM.2/EM.4/INF.1.

3. Une institution spécialisée et une organisation apparentée étaient représentées à la Réunion :

Fonds monétaire international  
Organisation mondiale du commerce

4. Les organisations non gouvernementales ci-après étaient représentées à la Réunion :

Catégorie générale

Association mondiale des petites et moyennes entreprises  
Fédération mondiale des associations pour les Nations Unies  
Institut mondial des caisses d'épargne  
International South Group Network  
Réseau du tiers monde

**Intervenants**

M. Charles Freeland, Secrétaire général adjoint, Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, Banque des règlements internationaux

M. Hans Genberg, professeur à l'Institut universitaire de hautes études internationales, Directeur du Centre international pour les études monétaires et bancaires, Genève

M. Gerry Helleiner, professeur d'économie à l'Université de Toronto (Canada), coordonnateur du projet de recherche du Groupe des 24

Mme Mary Podesta, conseillère principale, Investment Company Institute, Washington D.C. (Etats-Unis d'Amérique)

M. Mitchell A. Post, Vice-Président adjoint à la recherche et chef économiste adjoint, Investment Company Institute, Washington D.C. (Etats-Unis d'Amérique)

M. Perfecto Yasay, Jr., Président de la Commission philippine des opérations de bourse.

-----