



Conférence
des Nations Unies
sur le commerce
et le développement

Distr.
GENERALE

TD/B/COM.2/EM.4/2
19 mars 1998

FRANÇAIS
Original : ANGLAIS

CONSEIL DU COMMERCE ET DU DEVELOPPEMENT

COMMISSION DE L'INVESTISSEMENT, DE LA TECHNOLOGIE
ET DES QUESTIONS FINANCIERES CONNEXES

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
Genève, 27-29 mai 1998

Point 3 de l'ordre du jour provisoire

LA CROISSANCE DES MARCHES FINANCIERS NATIONAUX, EN PARTICULIER
DANS LES PAYS EN DEVELOPPEMENT, ET SES LIENS AVEC
LES INVESTISSEMENTS ETRANGERS DE PORTEFEUILLE

Questions à examiner

Note du secrétariat de la CNUCED

TABLE DES MATIERES

	<u>Paragrapes</u>
I. Introduction	1 - 6
II. La transformation des marchés financiers	7 - 25
III. Investissements de portefeuille et développement des marchés financiers	26 - 35
IV. Les marchés et les données économiques fondamentales : causes d'instabilité	36 - 52
V. Questions de politique générale	53 - 57

I. INTRODUCTION

1. Les années 90 marquent le début d'une nouvelle ère de mobilité des capitaux, les fonds privés jouant un rôle croissant dans le financement des marchés émergents. Ce nouveau système de transferts financiers privés se caractérise notamment par le fait que les flux de capitaux ont de plus en plus tendance à passer par le marché des valeurs mobilières et que les investissements de portefeuille deviennent une importante source de financement extérieur. Pour la période 1990-1996, la valeur cumulée des investissements de portefeuille réalisés dans les marchés émergents a été plus ou moins égale à celle de l'investissement étranger direct (IED), soit 410 milliards de dollars environ, ce qui représente approximativement 40 % du montant total des apports de capitaux privés ¹.

2. Cette évolution des flux de capitaux a été influencée par un certain nombre de facteurs ², notamment l'essor des marchés financiers émergents et le vaste mouvement de libéralisation et de mondialisation des marchés des capitaux. Entre 1987 et 1996, la capitalisation boursière des marchés émergents a augmenté de près de 600 % et sa part dans la capitalisation boursière mondiale est passée de près de 4 % à 11 %. Fin 1996, plus de 20 000 sociétés étaient cotées et leurs titres négociés sur les marchés financiers émergents. Certaines d'entre elles ont réussi en outre à lever des fonds sur les marchés internationaux des capitaux en émettant des obligations ou des actions.

3. L'intégration des marchés émergents au système financier international peut procurer des avantages considérables, à savoir : permettre aux pays concernés de mobiliser une épargne supplémentaire à l'étranger pour financer leurs investissements; favoriser le développement d'institutions et de marchés financiers nationaux; promouvoir le transfert de compétences technologiques en matière de gestion financière; enfin, améliorer la gestion des entreprises grâce à une meilleure information financière et à des normes comptables plus efficaces. Toutefois, comme l'a montré l'évolution récente des marchés émergents, l'intégration rapide aux marchés mondiaux des capitaux s'accompagne de risques de crises ou de turbulences financières. La mobilité des capitaux réduit l'autonomie des pays en matière de politique et l'économie nationale est plus exposée aux réactions des marchés.

4. Les flux de capitaux privés sont devenus plus instables, les pays ayant tendance à privilégier les emprunts à court terme, soit en recourant au crédit bancaire soit en émettant des bons de caisse. Les investissements de portefeuille ont également contribué à accroître l'instabilité de ces flux, les investisseurs pouvant facilement se défaire de leurs actifs sur les marchés des valeurs mobilières. L'évolution en dents de scie des flux de capitaux, se caractérisant par des épisodes de surchauffe suivis de retraits généralisés et soudains des investissements étrangers, peut considérablement perturber les systèmes financiers nationaux. Elle peut entraîner non seulement des variations brutales des liquidités, mais aussi des fluctuations des prix des actifs ayant pour effet de transmettre rapidement les ondes de choc d'une crise financière d'un marché émergent à l'autre.

5. Le rôle croissant que jouent les investissements de portefeuille comme source de financement pose un certain nombre de problèmes en matière de politique. Les responsables de l'élaboration des politiques se doivent d'examiner les questions ci-après, se rapportant à la gestion des flux de capitaux, et qui intéressent un grand nombre de pays en développement et de pays en transition :

- Comment attirer des flux de capitaux plus stables ? Suffit-il de bonnes données économiques fondamentales pour conserver la confiance des marchés ? Ou faut-il prendre des mesures plus interventionnistes afin de gérer ces flux ?
- Dans quelle mesure les pays devraient-ils renforcer leurs marchés financiers, en particulier le secteur bancaire, avant de s'ouvrir à l'investissement étranger ?
- Quelles dispositions peut-on prendre au niveau international pour rendre les courants de capitaux moins instables ?

6. Avant d'examiner ces questions, auxquelles on ne peut sans doute pas apporter de solution simple, il serait nécessaire de mieux comprendre certains facteurs, notamment : les éléments qui déterminent le comportement des investisseurs, l'influence que les investissements de portefeuille exercent sur la croissance des marchés financiers nationaux ainsi que le rôle joué par les marchés et les données économiques fondamentales dans l'instabilité des investissements.

II. LA TRANSFORMATION DES MARCHES FINANCIERS

7. Comme on l'a vu, une grande partie des flux de capitaux privés passe désormais par le marché des valeurs mobilières : en 1996, la part des prêts consortiaux dans le montant total des capitaux à moyen terme levés par les pays émergents sur les marchés financiers internationaux n'a été que de 26 %, le reste revenant aux investissements de portefeuille en actions et en obligations ³. Ce phénomène dénote une profonde transformation structurelle des marchés internationaux des capitaux et le rôle croissant des investisseurs institutionnels.

Titrisation

8. Le terme "titrisation" ⁴ désigne le processus consistant à lever des fonds grâce à l'émission de titres de créance et d'actions susceptibles d'être négociés sur les marchés des capitaux. L'investisseur ou le prêteur détient ainsi une créance négociable sur l'emprunteur ou la société émettrice, qu'il peut vendre quand bon lui semble sur les marchés. Les prêts bancaires sont en revanche des actifs généralement conservés jusqu'à leur échéance par les établissements financiers classiques.

9. La titrisation résulte en partie du fait que les acteurs ont plus facilement accès à l'information, ce qui réduit les obstacles à leur entrée sur les marchés. Elle contribue également à réduire le coût des capitaux levés par les entités économiques. La forte expansion des marchés des valeurs mobilières est due à la participation accrue des investisseurs

institutionnels. Le processus de titrisation est en outre amplifié par la dissociation des différents types de risques de marchés des produits financiers dérivés de plus en plus complexes pouvant désormais être négociés.

10. La titrisation et la mondialisation des marchés financiers peuvent certes élargir les sources de financement et permettre d'accéder à moindres frais aux marchés internationaux des capitaux, mais seul un petit nombre d'emprunteurs peuvent en profiter. Autre problème : les flux d'investissement risquent d'être plus instables et les fluctuations du prix des actifs plus importantes, ce qui alourdit d'autant les pertes subies et peut compromettre la viabilité de certains acteurs du marché. Par ailleurs, les risques de contagion d'une crise financière sont plus élevés, l'onde de choc d'une baisse des prix pouvant se propager rapidement d'un marché à l'autre.

11. La titrisation des flux de capitaux a d'autres incidences. Sauf dans le cas des fonds de couverture de risque, qui peuvent avoir un fort coefficient d'endettement (puisqu'ils ont recours aux prêts bancaires pour financer leurs placements), les investisseurs en valeurs de portefeuille épongent en général à l'aide de leurs propres ressources les pertes occasionnées par une baisse du cours des actions et des obligations. La menace qui pèse sur la stabilité du système financier international n'est pas d'ordre systémique car les pertes sont, en fin de compte, réparties entre un grand nombre d'investisseurs privés⁵. En outre, les investissements réalisés sur les marchés émergents ne représentent très souvent qu'une faible part du portefeuille des principaux fonds de placement. Il est peu probable que l'ensemble des petits porteurs demandent, sous l'effet de la panique, le rachat de leurs parts des fonds de placement, certaines obligations contractuelles étant prévues en la matière, notamment dans le cas de sociétés d'investissement à capital fixe⁶. Les pertes subies peuvent ainsi être annulées ou étalées sur une période plus longue. Même si elles ne risquent pas de déstabiliser le système financier international, il reste néanmoins nécessaire de veiller à la transparence des activités d'investissement, en particulier dans le cas des fonds de couverture, et d'imposer aussi d'imposer des normes de fonds propres plus strictes aux banques d'affaires et aux investisseurs institutionnels.

12. Autre conséquence pour les emprunteurs, le recours aux investissements de portefeuille permet un processus plus rapide d'ajustement aux crises de liquidité, les fonds étant retirés dans des délais relativement courts. Dans le cas de placements obligataires, les créances sont plus difficiles à renégocier car les détenteurs d'obligations sont très éparpillés. Toutefois, l'expérience du Mexique et celle des pays d'Asie de l'Est (notamment la République de Corée, la Malaisie et la Thaïlande) montrent que, dans une situation où les marchés mondiaux sont très liquides, et tant que les données économiques fondamentales sont jugées acceptables par les investisseurs, les investissements de portefeuille se redressent rapidement en raison des perspectives de bénéfice offertes par le faible cours des actions.

Rôle croissant des investisseurs institutionnels

13. L'institutionnalisation de l'épargne et de l'investissement dans les pays développés a également contribué à l'expansion des investissements de portefeuille. Les investisseurs institutionnels (sociétés d'assurance vie, caisses de retraite et fonds de placement), en particulier dans les pays

membres de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE), détiennent de plus en plus d'actifs, ce qui accroît la liquidité des marchés des valeurs mobilières et influe dans une large mesure sur leur fonctionnement.

14. Le montant total des actifs détenus par les investisseurs institutionnels dans les principaux pays membres de l'OCDE s'élevait à 24 300 milliards de dollars en 1995 (soit 106,5 % du total de leur PIB) ⁷, tandis que la capitalisation boursière mondiale approchait les 18 000 milliards de dollars, dont 1 900 milliards pour les marchés émergents. Selon des estimations de l'OCDE, la valeur des actifs détenus par l'ensemble des fonds de placement atteignait 5 200 milliards de dollars en 1995, soit une hausse de 19 % au cours de la période 1990-1995, 236 milliards étant investis dans des fonds de couverture de risque. En 1996, les actifs des fonds communs de placement étaient estimés à 6 400 milliards de dollars au niveau mondial, dont 3 500 milliards de dollars pour les seuls fonds enregistrés aux Etats-Unis ⁸. En décembre 1997, le montant des disponibilités supplémentaires investies dans les fonds enregistrés aux Etats-Unis était estimé à 21 milliards de dollars, portant ainsi la valeur liquidative des actifs détenus par ces derniers à 4 500 milliards de dollars ⁹. On s'attend à une accentuation de cette tendance en raison de l'évolution démographique des pays membres de l'OCDE. L'épargne investie dans les établissements non bancaires, qui offrent en général des taux de rendement plus élevés que les comptes de dépôt bancaires, devrait donc s'accroître.

15. Les investisseurs institutionnels proposent également des formules de placement qui permettent de choisir la durée de l'investissement et le type de risque encouru. Les catégories de placements proposées sont notamment ¹⁰ :

- les fonds de capital-risque;
- les sociétés d'investissement à capital fixe;
- les sociétés d'investissement à capital variable (ou fonds communs de placement);
- les fonds de couverture de risque.

16. Les fonds de couverture de risque sont sans doute ceux qui revêtent le caractère le plus spéculatif : ils prennent des risques élevés sur les marchés des changes, des obligations et des actions, et ont un fort coefficient d'endettement car ils empruntent des sommes considérables. Il existe un grand nombre de types de fonds communs de placement ¹¹, qui investissent dans des valeurs mobilières, un panachage de titres, ou le marché monétaire, en fonction des formules privilégiées en matière de risque et de rentabilité.

17. Les investisseurs institutionnels et plus particulièrement les fonds communs de placement ont diversifié leur portefeuille en investissant largement dans les marchés émergents. De fait, vu l'importance de leurs actifs, toute progression même très minime (en pourcentage) de la part de leur portefeuille investie dans les marchés émergents se traduit par une nette augmentation du montant des investissements réalisés dans ces marchés.

18. En 1996, 1 521 fonds mutuels mondiaux, régionaux et nationaux, dont 298 sociétés d'investissement à capital fixe et 1 223 fonds communs de placement avaient investi dans les marchés émergents, 139 milliards de dollars au total ¹². En octobre 1997, leur nombre était passé à 1 453 et la valeur totale de leurs investissements était descendue à 122 milliards de dollars. Cette diminution de la valeur liquidative est une conséquence directe de la crise financière dans les pays d'Asie de l'Est, la valeur des fonds investis en Asie ayant enregistré une baisse plus sensible que celle des fonds placés dans d'autres régions, passant de 68 à 38 milliards de dollars.

Gestion de portefeuille

19. Vu le rôle déterminant que les investisseurs institutionnels jouent sur les marchés internationaux des capitaux, il importe de comprendre leur stratégie d'investissement afin de pouvoir en évaluer les incidences sur le fonctionnement des marchés ¹³. A cet égard, une distinction doit être faite entre investisseurs institutionnels et spécialistes de la gestion de fonds, lesquels mettent au point des stratégies de répartition des actifs et prennent des décisions en matière d'investissement.

20. Les banques se sont largement orientées vers le marché des fonds de placement et proposent à leurs clients différents types de produits. D'aucuns ont fait valoir que, les activités bancaires étant réglementées de manière plus stricte que les fonds de placement (normes de fonds propres et de liquidité), elles avaient considérablement développé leurs activités de gestion de fonds de placement afin de se procurer de nouvelles recettes sous forme de commissions.

21. Sous l'effet des changements et des regroupements institutionnels, le nombre d'acteurs du marché pouvant influencer de manière notable sur l'évolution des prix des actifs a diminué. Les fusions et acquisitions ont concentré le portefeuille d'actifs entre les mains de quelques gestionnaires de premier plan. On estime à 4 200 milliards de dollars la valeur des actifs des dix principaux gestionnaires de fonds au niveau mondial ¹⁴. Cette tendance s'explique par la vive concurrence régnant dans ce secteur d'activité et par la nécessité de réduire les coûts à la suite des importants investissements réalisés dans les technologies de l'information.

22. Les stratégies d'investissement et d'intervention des différents types de fonds de placement peuvent avoir une influence déterminante sur les marchés des capitaux, en particulier sur les moins liquides d'entre eux. Par exemple, les fonds communs de placement sont tenus de racheter à tout moment les parts émises si le souscripteur le demande. Ces droits de remboursement rendent les actifs des souscripteurs très liquides. Les fonds communs de placement peuvent parfois prendre des engagements à vue (assimilables à des dépôts) à l'égard de leurs souscripteurs, en garantissant un capital minimum sur les placements, payable au comptant et à brève échéance, indépendamment de la valeur des actifs sur lesquels sont adossés les titres. La liquidité des actifs des fonds communs de placement a plusieurs conséquences. En cas de crise, les petits porteurs risquent d'effectuer des retraits massifs qui peuvent contraindre ces fonds à liquider leurs investissements sur plusieurs marchés, exerçant un effet de boule de neige dans divers secteurs et pays.

23. Les fonds de couverture de risque ont été accusés d'avoir déclenché une crise des changes par des positions qui anticipaient un réalignement des parités monétaires¹⁵. Caractérisés par un fort coefficient d'endettement, ils sont prêts à prendre des risques importants pour faire apparaître les faiblesses d'une monnaie. Ainsi, lorsque le marché juge la politique ou la structure financière d'un pays inadaptée ou insuffisante, la monnaie de ce dernier peut subir de fortes attaques spéculatives.

24. D'autres stratégies d'investissement et de transaction expliquent aussi le comportement "grégaire" des investisseurs institutionnels. Les évaluations périodiques des résultats opérées par les gestionnaires de fonds, par rapport aux indicateurs du marché peuvent susciter des réactions similaires. Par ailleurs, les institutions tirent des enseignements de leurs transactions respectives, ce qui peut les amener à prendre des décisions analogues. Les investisseurs institutionnels peuvent réagir de la même manière à des nouvelles qui peuvent entraîner des modifications importantes dans la composition des portefeuilles en faveur ou, au contraire, au détriment de certains marchés ou de certains pays.

25. A cet égard, le rôle joué par les agences de notation est très controversé. Les informations que celles-ci diffusent ont une influence déterminante sur les possibilités des pays à marché émergent d'accéder aux marchés internationaux de capitaux. Les événements récents, notamment en Asie de l'Est, ont montré qu'elles n'avaient pas été capables de prévoir la crise et l'avaient ensuite aggravée en revoyant brutalement à la baisse la cote de crédit de certains pays. Il serait souhaitable que les agences de notation et les pays emprunteurs entretiennent un véritable dialogue afin de veiller à l'exactitude des informations divulguées.

III. INVESTISSEMENTS DE PORTEFEUILLE ET DEVELOPPEMENT DES MARCHES FINANCIERS

26. Les investissements de portefeuille prennent la forme d'achats d'obligations et d'actions émises par les sociétés ou les gouvernements sur les marchés financiers. La plupart du temps, les obligations sont émises sur les marchés internationaux tandis que la majorité des actions achetées par les investisseurs étrangers sont proposées sur les marchés nationaux. Les sociétés des marchés émergents font de plus en plus appel aux marchés financiers internationaux en introduisant leurs titres sur les principales bourses étrangères et en émettant des certificats internationaux ou américains de dépôt. Les investisseurs sont attirés par des entreprises prospères et par des marchés boursiers en expansion. S'il est vrai que la faiblesse des taux d'intérêt internationaux a joué un rôle important dans l'augmentation des investissements de portefeuille réalisés dans les marchés émergents, les taux de rendement plus élevés de ces marchés et l'amélioration de leur infrastructure ont également incité les investisseurs étrangers à les privilégier résolument et durablement dans la diversification de leur portefeuille.

27. L'expansion des marchés boursiers s'inscrit dans le cadre d'une démarche générale visant à mettre en place un système financier diversifié répondant aux besoins respectifs des emprunteurs et des investisseurs. Les marchés boursiers permettent de diversifier l'actionnariat des entreprises (notamment dans le cas d'une privatisation), de partager plus efficacement les risques et

d'assainir la structure financière des sociétés en améliorant leur ratio d'endettement. En outre, le prix des actifs leur fournit un moyen de contrôle sur lesdites sociétés. En effet, dans un marché "efficace", il joue un rôle d'indicateur pour la répartition des capitaux et le contrôle des sociétés. Vu que le prix des actifs tient compte des informations disponibles, il importe que les acteurs du marché puissent obtenir des renseignements précis et à jour afin de les analyser. Une instabilité excessive des prix, qui ne correspond pas aux variations des données économiques fondamentales ¹⁶, empêche le prix des actifs de jouer son rôle d'indicateur. Par ailleurs, la solidité du secteur bancaire est la condition sine qua non de l'émergence et du développement de marchés financiers, ne serait-ce que parce que les banques jouent un rôle essentiel dans le règlement et la cession des valeurs mobilières.

28. Ainsi qu'il ressort d'une étude de la CNUCED ¹⁷, les gestionnaires de fonds internationaux de placement en actions tiennent compte des six facteurs ci-après (par ordre décroissant de fréquence) dans leurs décisions d'investissement :

- Potentiel de croissance du marché, qui permet d'en mesurer les atouts;
- Existence d'un cadre favorable aux investisseurs étrangers (notamment la stabilité macro-économique) et facilités de rapatriement du produit des placements;
- Possibilité de disposer d'informations financières adéquates et fiables, et normes applicables à la divulgation de ces informations;
- Stabilité politique et qualité du système de règlement;
- Champ d'application de la réglementation du marché boursier : cotation, modalités d'achat/vente, de compensation et de règlement, activités des intermédiaires financiers, dispositions visant à assurer l'intégrité et la stabilité du marché ainsi qu'à protéger les investisseurs, etc. La façon dont cette réglementation est appliquée doit également être prise en considération;
- Stabilité de la monnaie et liquidité du marché des valeurs mobilières. Une monnaie relativement stable protège les investisseurs des risques de change et facilite la planification en réduisant le risque de fluctuations brutales des parités. Le degré de liquidité du marché des titres est généralement un facteur important car il permet souvent aux investisseurs de se désengager en liquidant leurs placements.

29. L'investissement étranger de portefeuille peut lui-même contribuer de diverses manières au développement des marchés locaux de valeurs mobilières. Premièrement, en apportant des capitaux d'appoint qui complètent l'épargne intérieure, il permet de réduire les coûts de financement, ce qui stimule l'émission de titres et l'expansion des entreprises. Deuxièmement, en rendant

les marchés locaux plus liquides, il peut atténuer l'instabilité liée à l'étroitesse de ces marchés. Troisièmement, il peut améliorer la gestion des sociétés dans la mesure où les investisseurs étrangers sont plus exigeants en matière d'information financière. Quatrièmement, il contribue aussi à renforcer les marchés nationaux de valeurs mobilières, dès lors que les investisseurs étrangers réclament des informations à jour et de qualité, une meilleure protection des actionnaires minoritaires et une réglementation plus adaptée du marché et des transactions. Enfin, il peut favoriser la création de nouvelles institutions et de nouveaux services (gestion d'actifs, activités de banque d'affaires, services de garde de titres, etc.), le transfert de technologie et la formation de personnel local. Autant d'éléments qui contribuent au renforcement des systèmes financiers nationaux et à la compétitivité du marché des capitaux, ce qui rend les entreprises nationales moins tributaires des crédits bancaires (et améliore leur ratio d'endettement).

30. On constate que la capitalisation boursière et le taux de rotation des titres ont davantage augmenté dans les pays qui ont accueilli les volumes les plus élevés d'investissements de portefeuille en actions que dans les autres. Les introductions en bourse ont également été plus nombreuses pendant cette période d'afflux de capitaux ¹⁸.

31. Il reste que l'investissement étranger peut rendre le prix des actifs plus instable sur les marchés financiers nationaux. Comme on a pu l'observer, la période postérieure à l'afflux de capitaux privés enregistré en 1993 a été marquée par une plus forte instabilité des cours boursiers dans la majorité des marchés émergents ayant accueilli un volume important d'investissements étrangers ¹⁹. Même s'il n'est pas tout à fait certain que cette instabilité accrue soit due uniquement au renforcement de la présence des investisseurs étrangers sur les marchés nationaux, une corrélation positive entre les investissements étrangers de portefeuille en actions et l'instabilité des cours boursiers a été observée dans certains pays. Ce phénomène peut s'expliquer par le fait que les entrées et sorties massives d'investissements étrangers peuvent avoir un impact important sur le prix des actifs, surtout sur des marchés insuffisamment développés. La liquidité accrue des marchés réduit les coûts de transaction et facilite la prise et la liquidation de positions. L'instabilité peut également résulter d'une asymétrie de l'information ou d'un comportement grégaire. Les gestionnaires de portefeuille, qui gèrent des placements réalisés dans le monde entier, n'ont pas toujours accès à des informations détaillées et précises sur les marchés émergents. Les fluctuations de prix peuvent être amplifiées par cette asymétrie de l'information, les investisseurs étrangers réagissant parfois de manière excessive à tout changement survenant sur ces marchés. L'évaluation des résultats des fonds de placement par rapport aux indicateurs de marché et le recours aux informations des mêmes agences de notation peuvent également favoriser un comportement grégaire.

32. Plus les prix des actifs sont instables, plus la prime de risque et, partant, le coût du capital sur les marchés financiers locaux augmentent. Des crises de liquidité peuvent même survenir. Le développement des marchés boursiers locaux est freiné car les sociétés sont moins nombreuses à vouloir être cotées. Du fait de l'instabilité, les prix des actifs jouent également un moindre rôle dans l'affectation des capitaux aux fins les plus productives.

33. Pour contrebalancer l'influence des investisseurs étrangers, l'une des solutions consiste à renforcer les investisseurs institutionnels nationaux. Ces derniers, grâce aux ressources importantes qu'ils peuvent alors mobiliser, sont en mesure de stabiliser le marché en cas de liquidation massive d'actifs par des investisseurs étrangers.

34. Mis à part le caractère volatil des prix des actifs, l'instabilité des flux financiers peut se manifester sous la forme de cycles de surchauffe accompagnés de fortes fluctuations du prix des actifs. D'où une grave récession économique lors de l'éclatement d'une bulle financière. Le retrait massif des investissements étrangers entraîne une baisse du prix des actifs et porte atteinte à la solidité du système financier national. Les institutions financières risquent de se trouver face à une crise de liquidité et de subir de lourdes pertes financières. Le coût des emprunts augmente et l'instabilité accrue alimente l'incertitude économique, ce qui aggrave la récession. Enfin, les fortes hausses des taux d'intérêt à court terme visant à défendre la monnaie dépriment encore plus les marchés boursiers.

35. Comme on pourra le constater plus loin, en l'absence de données fondamentales satisfaisantes et d'un cadre prudentiel et réglementaire solide régissant le secteur financier, la libéralisation des flux financiers accroît le risque de cycles de surchauffe provoqués par des entrées de capitaux excessives, dépassant les capacités d'absorption des pays d'accueil. En outre, elle rend ceux-ci plus sensibles aux perturbations extérieures et contribue à une propagation rapide des crises financières d'un marché à l'autre.

IV. LES MARCHES ET LES DONNEES ECONOMIQUES FONDAMENTALES : CAUSES D'INSTABILITE

36. La transformation structurelle des marchés financiers internationaux, notamment le processus de titrisation et l'influence croissante des fonds communs de placement, pourrait se traduire par une plus grande instabilité des flux de capitaux. Cependant, cela ne sera pas nécessairement le cas si l'environnement économique reste lui-même stable.

37. Les années 90 ont été marquées par une forte progression des flux de capitaux privés vers les marchés émergents, mais également par des manifestations récurrentes de crises financières généralisées et profondes, au Mexique, en 1994-1995, et actuellement en Asie de l'Est. La crise en Asie de l'Est semble davantage s'étendre et avoir des incidences plus importantes sur l'économie mondiale que la crise mexicaine antérieure. L'une et l'autre ont commencé par une attaque spéculative sur les monnaies. La crise des marchés des changes s'est rapidement étendue aux marchés boursiers et le risque de contagion s'est révélé d'autant plus élevé que la crise s'est rapidement propagée (par le biais des prix des actifs).

38. Les mesures prises par les pays touchés pour défendre leur monnaie ont en peu de temps épuisé leurs réserves de change, ce qui a provoqué une crise aiguë de liquidité, les sources de capitaux à court terme s'étant brusquement tarées. Dans le cas du Mexique, la crise résultait principalement du fait que les investisseurs de portefeuille n'avaient pas reconduit les bons de caisse émis par le Gouvernement (tesobonos). En ce qui concerne les pays d'Asie de l'Est, elle a été provoquée par le refus des banques de refinancer des crédits à court terme au profit d'emprunteurs du secteur privé.

39. Dans un cas comme dans l'autre, les investisseurs en valeurs de portefeuille (fonds communs de placement et fonds de couverture) ont été accusés d'avoir un comportement allant dans le sens de la conjoncture, ce qui a contribué à exacerber la crise de liquidité. Le rôle des fonds de couverture de risque dans l'intensification des attaques de caractère spéculatif contre les monnaies a, en particulier, été largement mis en cause ²⁰. Cependant, il a par ailleurs été affirmé que les fonds placés dans les marchés émergents n'avaient pas modifié l'investissement d'une manière susceptible d'exacerber les fluctuations des prix. Selon une source d'informations ²¹, les fonds de placement ont souvent acquis des actions lorsque les cours étaient en baisse pour les revendre lorsque ceux-ci augmentaient, contribuant ainsi à stabiliser les marchés.

40. De fait, les investissements de portefeuille peuvent se redresser rapidement après les premières ondes de choc. Au Mexique, des sorties considérables de capitaux se sont produites au dernier trimestre de 1994 et au cours des trois premiers trimestres de 1995; au dernier trimestre de 1995, les investissements de portefeuille s'étaient en grande partie redressés et ils ont crû fortement en 1996 et au premier trimestre de 1997. De même, les placements en valeurs de portefeuille faisaient apparaître des signes de reprise dans certains pays d'Asie de l'Est au début de 1998 ²². L'embellie constatée sur les marchés boursiers asiatiques a contribué à consolider la monnaie de ces pays.

41. Au cours des récentes crises monétaires, les investissements de portefeuille se sont montrés très instables. Dans une situation se caractérisant par une dépréciation des monnaies et l'absence de mécanismes de couverture permettant de réduire les risques de fluctuation des prix ou les risques de change, les investisseurs se sont retirés de ces marchés dans un mouvement de panique. Ce faisant, ils ont contribué à accentuer la baisse du cours des monnaies et des prix des actifs. Cependant, à mesure que ceux-ci diminuaient, les possibilités de bénéfices se sont accrues, surtout lorsque la crise de liquidité s'est atténuée et que les données économiques fondamentales se sont améliorées.

42. L'instabilité des flux de capitaux est ainsi associée à des cycles de surchauffe des marchés intérieurs. Il importe donc de comprendre les mécanismes et les causes de ces cycles afin de définir des politiques appropriées permettant de remédier aux problèmes créés par de telles fluctuations.

Données économiques fondamentales et dilemmes de politique générale

43. De fréquentes crises financières peuvent tenir à la faible marge de manoeuvre dont les pays en développement et les pays en transition disposent dans un contexte mondial caractérisé par la libéralisation des échanges commerciaux et des flux de capitaux. D'où un double dilemme pour les décideurs lorsqu'il s'agit d'analyser les causes de ces crises.

Flux de capitaux et données économiques fondamentales :

44. Dans un monde où les capitaux privés se déplacent d'un marché à l'autre, le volume des flux de capitaux est fonction d'un certain nombre de facteurs, notamment le niveau des taux d'intérêt intérieurs (par rapport à ceux des marchés étrangers) et la solidité des données fondamentales de l'économie ²³

(qu'il s'agisse de la perspective d'une croissance soutenue, permettant un rendement plus élevé du capital, ou d'une expansion vigoureuse des exportations, garantissant des apports suffisants de devises pour rémunérer le capital étranger). Un taux élevé d'épargne intérieure constitue également une garantie qui permettra d'amortir éventuellement tout renversement passager des flux de capitaux. En outre, un environnement macro-économique stable contribuera à réduire les risques de fluctuation des prix des actifs.

45. Cependant, en cas de liquidités abondantes sur les marchés internationaux de capitaux, ceux-ci tendent à déborder dans des pays dont les données économiques fondamentales semblent suffisamment solides (forte croissance du PIB et des exportations, taux élevé d'épargne intérieure et stabilité macro-économique), mais où la suraccumulation de capital peut créer des problèmes susceptibles de déboucher sur une crise financière :

- Appréciation de la monnaie en valeur réelle, d'où une moindre compétitivité des exportations;
- Excès de liquidité du marché financier, ce qui peut gonfler le prix des actifs sur les marchés immobilier et boursier ou entraîner un volume excessif de prêts au profit de projets à risques ou improductifs. Si la réglementation et l'encadrement de l'activité bancaire et financière sont insuffisants et si les modalités de financement et de contrôle des entreprises laissent à désirer, l'excès de liquidité se traduira rapidement par des difficultés financières affectant les banques et les sociétés locales, surtout si les taux d'intérêt intérieurs doivent ensuite être relevés pour attirer des flux de capitaux.

46. En l'occurrence, le dilemme se résume à la question suivante : comment des pays recevant d'importants apports de capitaux peuvent-ils éviter que ceux-ci ne créent des conditions susceptibles d'aboutir à une crise monétaire, et est-il possible de déterminer en quoi consiste un niveau supportable d'apports de capitaux ?

Mobilité des capitaux, taux de change et autonomie monétaire intérieure

47. Le second dilemme qui se présente sur le plan des orientations concerne le choix de la politique de change. Il est très difficile de préserver tout à la fois la libre circulation des capitaux, l'autonomie monétaire intérieure et un taux de change fixe. De nombreux pays ont, par exemple, opté pour un taux de change fixe en tant qu'instrument monétaire de lutte contre l'inflation. Or, la stabilité du taux de change peut encourager des apports supplémentaires de capitaux qui, s'ils ne sont pas neutralisés, augmenteront la masse monétaire et, par un effet inflationniste, contribueront à majorer le taux de change réel. Des taux de change fixes peuvent également favoriser des emprunts massifs dans des monnaies étrangères dans les cas où les taux d'intérêt intérieurs sont plus élevés que les taux étrangers, surtout lorsque les emprunteurs nationaux ne prévoient pas de risque de change.

48. A l'inverse, un système de taux de change flottant peut susciter d'autres types de problèmes. En pareil cas, le taux de change fluctue en fonction des variations des mouvements de capitaux et peut nuire à

l'affectation de ressources au profit du secteur des biens et services marchands. De surcroît, si le renversement des flux de capitaux est suffisamment prononcé (pour des raisons n'ayant parfois aucun rapport avec l'état de l'économie intérieure), le taux de change peut déraiper de manière inéluctable.

Attaques spéculatives et contagion

49. L'attaque contre les monnaies du Mexique et des pays d'Asie de l'Est s'explique par le fait que les marchés jugeaient ces monnaies surévaluées en raison de la persistance de déficits élevés de la balance courante (du moins dans le cas du Mexique et de la Thaïlande). La soudaineté et l'ampleur de cette attaque et la forte dépréciation monétaire qui en est résultée sont les signes d'une forte instabilité des flux de capitaux. Ces crises monétaires ont immédiatement entraîné un fléchissement des marchés boursiers, exerçant un effet négatif supplémentaire sur l'économie.

50. D'aucuns ont fait valoir que les attaques spéculatives contre les monnaies ne font qu'avancer dans le temps la nécessité d'un ajustement de la politique générale dans les pays touchés et que les spéculateurs se contentent de déceler dès le début des problèmes que les pays devront résoudre de toute façon. Dans quelques cas, il a été constaté que, en prenant rapidement des mesures d'ajustement, les pays avaient réussi à réduire au minimum les effets d'attaques spéculatives. Cela étant, l'ampleur de ces attaques et le brutal processus d'ajustement qui en est résulté se sont révélés très coûteux pour l'économie des pays visés et la communauté internationale, car il a fallu utiliser une part considérable des réserves, ainsi que des liquidités supplémentaires (fournies par la communauté internationale), afin de défendre les monnaies, tandis que la population locale a dû payer un lourd tribut sur les plans économique et social.

51. En outre, les pays voisins ont été rapidement touchés. Le risque de contagion peut résulter de divers facteurs :

- un effet régional ²⁴ (parce que des pays voisins sont classés dans la même catégorie de risque ou qu'on s'attend à une modification des taux de change pour des raisons de compétitivité, ou encore parce que les liens commerciaux et financiers intrarégionaux sont très étroits);
- la similitude des structures économiques ou des grandes orientations;
- la faiblesse des données économiques fondamentales;
- les imperfections du marché : la première réaction des investisseurs est de se retirer des marchés émergents dans un mouvement de panique, en dépit de la solidité des données économiques fondamentales.

52. Tout porte à croire que l'effet de contagion d'une crise peut s'avérer important au niveau régional ou sous-régional ²⁵.

V. QUESTIONS DE POLITIQUE GENERALE

53. Du fait de la libéralisation mondiale des flux de capitaux et de l'abondance de liquidités sur les marchés financiers internationaux, il est désormais plus facile de se procurer des fonds, mais ceux-ci sont en même temps plus volatils. La mobilité des capitaux a réduit l'autonomie de tous les pays en matière de politique intérieure, mais surtout celle des pays en développement et des pays en transition.

54. Les crises mexicaine et est-asiatique ont mis en évidence les inconvénients d'une suraccumulation de capitaux dans un environnement caractérisé par la faiblesse du cadre réglementaire applicable aux systèmes financiers intérieurs et un encadrement insuffisant de l'activité des entreprises. Vu que, dans les pays en développement, les marchés financiers s'orientent vers une libéralisation accrue des flux de capitaux (notamment en s'ouvrant encore plus à l'investissement étranger) ²⁶, il est devenu plus difficile de gérer ces flux. Deux problèmes particuliers doivent être traités : comment réduire l'instabilité des mouvements de capitaux (et son incidence sur la stabilité des prix des actifs intérieurs) et comment éviter des cycles de surchauffe en freinant les entrées excessives de capitaux. Ces problèmes fort complexes devront sans doute faire l'objet de diverses mesures, aux niveaux tant national qu'international. Un certain nombre de questions méritent à cet égard d'être prises en considération.

55. Concernant le problème de l'instabilité, il y a lieu de s'interroger sur :

- l'importance que revêt la mise en place d'une base intérieure suffisamment solide d'investisseurs institutionnels (caisses de pension, sociétés d'assurance, fonds de placement, etc.);
- d'autres points tout aussi importants : a) établissement d'un cadre législatif réglementaire clairement défini pour les sociétés (publication des résultats, prescriptions pour l'introduction en bourse, normes de comptabilité, etc.), les intermédiaires du marché et d'autres institutions non bancaires (telles que les courtiers, les organismes de notation et les investisseurs institutionnels); et b) mise en commun des informations sur les meilleures pratiques à adopter pour développer et réglementer les marchés financiers;
- l'opportunité d'adopter des mesures propres à conférer un caractère plus stable aux apports de capitaux : application d'un coefficient de réserves obligatoires, délai minimum pour le rapatriement des capitaux, impôt sur les plus-values ou sur le chiffre d'affaires.

56. S'agissant de la suraccumulation de capitaux, il conviendrait d'étudier les questions ci-après :

- Quels seraient les avantages et les inconvénients de mesures directes, temporaires ou permanentes, visant à contrôler les entrées de capitaux, notamment les emprunts à court terme des banques et des institutions non bancaires locales ?
- Quel serait le rôle du régime de change ?

57. Au niveau international, il ne semble pas que les récentes crises monétaires survenues sur les marchés naissants aient représenté un risque systémique pour la stabilité du système financier international, au même titre que la crise de la dette des années 80. Cependant, le risque de récession est élevé en raison du brutal processus d'ajustement subi par l'économie des pays en crise. Il faudrait donc envisager des moyens de prévenir la réapparition de crises de ce type. Par exemple, quelles mesures seraient à préconiser pour réduire l'instabilité des flux de capitaux et le comportement grégaire des investisseurs internationaux ? Faudrait-il exiger plus de transparence et d'informations concernant les opérations réalisées par les investisseurs institutionnels à l'aide d'emprunts ? S'avère-t-il nécessaire de réglementer les fonds communs de placement de la même façon que l'activité des banques, autrement dit par une réglementation de discipline financière imposant un niveau suffisant de fonds propres ? Quels mécanismes pourraient être mis en place pour faciliter une restructuration plus cohérente de la dette en cas de crise, lorsque les pays font largement appel aux obligations en tant que source de financement externe ?

NOTES

1. Source : Fonds monétaire international, *International Capital Markets*, novembre 1997, tableau 13, p. 28. Les marchés émergents comprennent des pays en développement, des pays en transition et d'autres pays et territoires (Hong Kong, Israël, Province chinoise de Taïwan, République de Corée, République populaire de Chine et Singapour).
2. Voir CNUCED : *World Investment Report 1997*, chap. III, "Foreign portfolio equity investment".
3. OCDE, *Tendances des marchés des capitaux*, No 68, novembre 1997. La part des prêts bancaires consortiaux dans le montant des capitaux levés par tous les pays était de 22 % en 1996.
4. Ce terme est employé ici au sens large. A l'origine, il s'appliquait uniquement au processus suivant lequel les actifs détenus par les banques traditionnelles ou les caisses d'épargne - principalement sous forme de prêts ou d'hypothèques - sont transformés en titres négociables. De manière plus générale, la titrisation désigne la tendance consistant à effectuer des opérations financières sur le marché des valeurs mobilières, ce qui laisse faire entrevoir une désintermédiation du système bancaire, les investisseurs et les emprunteurs "court-circuitant" les banques pour s'entendre directement entre eux. Voir : Banque des règlements internationaux : *Recent Innovations in International Banking*, avril 1986; Richard O'Brien, *Global Financial Integration: The End of Geography*, Londres, Royal Institute of International Affairs, 1992; FMI, *International Capital Markets*, novembre 1997, annexe VI.
5. Cet argument est analysé par Pier-Luigi Gilbert et Alfred Steinherr, "Private capital flows to emerging markets after the Mexican crises", dans G.A. Calvo, M. Goldstein et E. Hochreiter (dir. publ.), *Private Capital Flows to Emerging Markets after the Mexican Crisis* (Institute for International Economics, Washington D.C., septembre 1996).
6. L'édition de 1997 du *World Investment Report* (annexe C, p. 370 à 377) étudie les caractéristiques de différents mécanismes d'investissement en valeurs de portefeuille. Les sociétés d'investissement à capital fixe ne sont pas tenues de racheter les parts de leurs souscripteurs et, partant, de liquider leurs placements à bref délai. Agissant en principe dans une perspective à plus long terme, elles sont moins susceptibles de contribuer à l'instabilité causée par la vente soudaine et massive de titres que des sociétés d'investissement à capital variable.
7. Voir OCDE, "L'influence des investisseurs institutionnels sur les marchés de capitaux dans les pays de l'OCDE", *Tendances des marchés des capitaux*, No 68, novembre 1997, p. 15 à 60.
8. Investment Company Institute, *Mutual Fund Fact Book*, 1997.
9. Investment Company Institute, *Trends in Mutual Fund Investing*, décembre 1997.
10. L'édition de 1997 du *World Investment Report* (annexe C, p. 370 à 377) contient un examen détaillé des caractéristiques des fonds de capital-risque, des sociétés d'investissement à capital fixe ou à capital variable, des certificats américains d'actions étrangères, des obligations convertibles et des obligations assorties de bons de souscription d'action. Certains mécanismes sont plus adaptés que d'autres au niveau de développement de tel ou tel marché émergent et certains, dont les fonds de capital-risque et les

sociétés d'investissement à capital fixe semblent moins susceptibles de contribuer à l'instabilité des marchés en cas de vente massive et soudaine de titres.

11. Vingt et un types de fonds communs de placement peuvent être recensés, selon qu'ils investissent dans des actions (croissance ou capitalisation), des produits mixtes (actions et obligations), les obligations de collectivités locales ou des titres du marché monétaire. Voir Investment Company Institute, *Mutual Fund Fact Book*, 1997, p. 24 et 25.

12. Information recueillie par Micropal, base de données privée sur les fonds de placement sur les marchés émergents.

13. Cette section s'inspire largement d'un article de l'OCDE intitulé "L'influence des investisseurs institutionnels sur les marchés de capitaux dans les pays de l'OCDE", *Tendances des marchés des capitaux*, No 68, novembre 1997; les informations recueillies ont été complétées par des articles et des enquêtes sur la gestion de portefeuille parus dans des publications professionnelles ou par des rapports de banques privées et de sociétés d'investissement.

14. "A hurrying sickness", *Financial Times*, 10 décembre 1997, Jane Martinson.

15. Le rôle des activités spéculatives des fonds de couverture de risque dans le déclenchement de crises de change a été mis en lumière dans la crise du système monétaire européen survenue en 1992 et dans les attaques spéculatives dont les monnaies des pays d'Asie de l'Est ont récemment fait l'objet. Voir en particulier FMI, *International Capital Markets*, 1993 et 1997.

16. Les analystes financiers font généralement une distinction entre l'instabilité fondamentale et l'instabilité excessive. La première tient à des variations de la valeur fondamentale du titre, par exemple lorsque les prévisions de bénéfice changent. La deuxième se produit lorsque le cours varie pour des raisons n'ayant aucun rapport avec la valeur intrinsèque de l'action. Des bulles spéculatives peuvent être à l'origine d'une instabilité excessive lorsque les anticipations d'une hausse du cours de l'action ne sont pas justifiées par la perspective d'une amélioration des données fondamentales. Voir Joseph E. Stiglitz, "Symposium on bubbles", *Journal of Economic Perspectives*, No 4, printemps 1990.

17. Voir CNUCED, *Foreign Investment in LDCs: Prospects and Constraints* (UNCTAD/GDS/GFSB/2), 18 juin 1997.

18. Voir Banque mondiale, *Private Capital Flows to Developing Countries*, 1997. La Banque mondiale a constaté que les investissements étrangers de portefeuille avaient des retombées considérables sur le système financier, surtout en augmentant la liquidité du marché et le volume des transactions.

19. Voir CNUCED : "Foreign portfolio investment: implications for the growth of emerging capital markets" (UNCTAD/GDS/GFSB/3), à paraître. Sur les 11 pays ou territoires (Argentine, Brésil, Chili, Hong-kong, Inde, Malaisie, Mexique, Pakistan, Province chinoise de Taiwan, Singapour et Zimbabwe) pour lesquels des indices d'instabilité des rendements boursiers mensuels pendant la période 1987-1997 ont été calculés (en utilisant la méthode "ARCH"), seules la Province chinoise de Taiwan et l'Argentine n'ont pas enregistré d'instabilité accrue après 1993. La première contrôle l'investissement étranger sur le marché des actions tandis que la seconde a connu une très forte instabilité avant 1993 en raison de perturbations monétaires internes. D'autres études ont montré au contraire que le prix des actifs n'avait pas été plus instable dans les marchés émergents pendant la période marquée par d'importantes entrées de

capitaux. Il va sans dire que les résultats dépendent de la méthode utilisée pour évaluer l'instabilité. La plupart de ces études empiriques, réalisées en 1995-1996, couvraient la période qui a précédé les turbulences financières survenues sur les marchés émergents en 1995 et 1997. Voir, par exemple, Anthony Richards, "Volatility and predictability in national stock markets: How do emerging and mature markets differ?", FMI, document de travail 43, septembre 1996; Geert Bekaert et Campbell R. Harvey, "Emerging market volatility", National Bureau of Economic Research, document de travail 5307, Cambridge, Massachusetts, 1995; FMI, *International Capital Markets*, 1995.

20. Le FMI, notamment, a fait état du rôle de ces fonds dans la crise monétaire : "L'institutionnalisation croissante de l'épargne et la participation des investisseurs institutionnels sur les marchés internationaux ont largement alimenté la demande dont faisaient l'objet les titres des marchés émergents, mais elles ont également été propices à l'expansion des fonds spéculatifs à haut ratio d'endettement et des négociants pour compte propre, prêts à assumer des risques importants pour tirer parti des faiblesses des mécanismes de change" (FMI, *International Capital Markets*, 1997, p. 33).

21. John Rea, "US Emerging market funds: Hot money or stable source of investment capital?", *Investment Company Institute Perspective*, vol. 2, No 6, décembre 1996.

22. Le *Financial Times* a plusieurs fois signalé une relance des investissements de portefeuille en Asie : "Asia sounds wake-up call" (9 février 1998), "Fund managers recover faith in Asian equities" (10 février 1998) et "US investors target low-value Asia assets" (24 février 1998).

23. La question de la définition des variables économiques souhaitables dans tel ou tel pays aux fins d'une décision d'investissement fait l'objet de débats sans fin. Les organismes d'évaluation financière y incluent une longue liste de facteurs liés à divers sujets de préoccupation : risques politiques, structure du revenu et de l'activité économique, perspectives de croissance de l'économie, souplesse budgétaire, poids de la dette publique, stabilité des prix, capacité d'adaptation de la balance des paiements, endettement extérieur et liquidité. Voir par exemple Standard and Poors, "Sovereign credit rating: A primer", *Standard & Poor's Credit Week*, 16 avril 1997. Depuis peu, un autre facteur - à savoir la solidité du système financier intérieur - est également pris en considération. Cependant, des enquêtes réalisées auprès des gestionnaires de fonds ont montré qu'en général les principaux indicateurs sont la croissance du PIB et des exportations, la stabilité macro-économique et le taux d'épargne intérieure.

24. L'effet régional des deux crises est perceptible. Des graphiques représentant l'évolution des indices mensuels du rendement des actions sur les marchés boursiers locaux montrent clairement que, durant la crise mexicaine de 1994-1995, les indices des pays latino-américains ont accusé une baisse synchronisée, alors que les pays asiatiques n'ont pas été touchés. Au cours de la récente crise en Asie de l'Est, les indices des pays est-asiatiques ont nettement fléchi par rapport au début de 1997, tandis que les pays latino-américains ont affiché un redressement conjoncturel.

25. L'effet de contagion de la crise mexicaine a été analysé par Sara Calvo et Carmen M. Reinhart : "Capital Flows to Latin America: Is there evidence of contagion effects?" dans G.A. Calvo, M. Coldstein et E. Hochreiter (dir. publ.), *Private Flows to Emerging Markets after the Mexican Crisis*, Washington D.C., Institute for International Economics, septembre 1996. Concernant la récente crise en Asie, voir CNUCED, "Foreign portfolio investment: Implications for the growth of emerging capital markets" (UNCTAD/GDS/GFSB/3), à paraître.

26. Au lendemain de la crise monétaire, la plupart des pays d'Asie de l'Est ont adopté des mesures visant à libéraliser davantage leurs marchés financiers. La République de Corée, par exemple, a autorisé les investisseurs étrangers à accéder librement à ses marchés de capitaux, y compris le marché de l'argent à court terme.
