

Les flux de capitaux privés vers les économies de marché émergentes

Jean-François Perrault, département des Relations internationales

- *Après avoir atteint, en 1996, des niveaux sans précédent dans l'histoire récente, les flux nets de capitaux privés vers les économies de marché émergentes (EME) sont tombés à près de zéro en 2000. Depuis la crise asiatique de 1997, les banques internationales ont fortement réduit leurs engagements à l'égard des EME, entraînant ainsi une baisse marquée des prêts qu'elles consentent à ces pays.*
- *Dans les années 1970 et 1980, les flux de capitaux privés vers les EME étaient concentrés en Amérique latine. Au cours de la décennie 1990, ils ont été dirigés en grande partie vers les EME de l'Asie et de l'Europe.*
- *Les années 1990 ont marqué le passage à des formes d'entrées de capitaux non génératrices d'endettement, et les investissements directs sont devenus la principale source d'argent frais des EME. Il importe de souligner que les investissements directs sont demeurés considérables après les crises que les EME ont connues en 1997 et en 1998. Par opposition, on a observé des sorties d'autres types de capitaux, en particulier les prêts interbancaires.*
- *Les attentes de rendements élevés ont été à l'origine de la hausse des flux de capitaux privés vers les EME. Au cours des années 1990, ces flux ont été stimulés par la libéralisation économique et financière, l'adoption de politiques macroéconomiques saines en apparence et, dans certains cas, l'offre de garanties explicites ou implicites par les gouvernements.*
- *Malgré le recul récent des flux de capitaux vers les EME, les données des 30 dernières années indiquent que les marchés des capitaux de ces économies ont gagné en profondeur et en résilience : non seulement les investissements privés sont plus diversifiés que jamais sur le plan géographique, mais les prêteurs et les instruments utilisés pour diriger les capitaux vers les EME le sont également.*

Les années 1990 ont été turbulentes pour de nombreuses économies de marché émergentes (EME). Ces dernières se sont progressivement intégrées à l'économie mondiale et ont vu leur activité économique croître rapidement à la faveur d'une augmentation spectaculaire des entrées de capitaux privés. Malheureusement, la dépendance excessive envers le financement international de pays mal préparés à gérer des flux importants de capitaux a fréquemment causé des problèmes et mené à des crises financières très coûteuses sur le plan de la production.

Le présent article retrace l'évolution des flux de capitaux vers les EME depuis les premiers chocs pétroliers, au début des années 1970, jusqu'à 2000. L'accent est mis sur la dernière décennie, ainsi que sur la nature changeante de ces flux en fait d'ampleur, de répartition géographique, de type d'instruments et de pays d'origine. L'article traite également du rôle que la transformation du bassin d'investisseurs a joué dans le développement des flux de capitaux et donne un aperçu des facteurs qui ont alimenté la croissance des flux privés durant les années 1990.

Les marchés des capitaux des EME ont considérablement progressé au cours des 30 dernières années, gagnant en profondeur et en résilience malgré les crises financières récentes. Contrairement à ce qui s'est fait dans la décennie 1970, les banques internationales ne procurent plus qu'une fraction du financement des EME. Les emprunteurs se sont diversifiés géographiquement, et on tend maintenant à privilégier les instruments d'investissement non générateurs de dettes.

Évolution des flux de capitaux vers les EME depuis 30 ans

À la suite des chocs pétroliers survenus dans les années 1970, de nombreuses banques commerciales

Quelques précisions sur les données utilisées dans le présent article

Il n'existe pas de source unique de données sur les flux de capitaux vers les EME. Le présent article fait appel à des données complémentaires de plusieurs organismes internationaux. Les données relatives aux flux de capitaux privés par destination et par grand type de financement présentées au Tableau 1 et illustrées aux Graphiques 1 et 2 sont tirées de la base de données des *Perspectives de l'économie mondiale* du Fonds monétaire international (FMI). Les données plus détaillées sur les composantes des investissements bruts de portefeuille (Tableau 2) proviennent de divers numéros de la publication du FMI intitulée *International Capital Markets*. Les données portant sur la répartition

sectorielle des flux de capitaux privés (Tableau 3) sont extraites de la publication de la Banque des Règlements Internationaux (BRI), intitulée *Activité bancaire et financière internationale* (section « Marchés des titres de dette »). Les données relatives à l'origine des flux de capitaux privés sont tirées d'autres sources. Les données sur les investissements directs (Tableau 4) proviennent de l'*Annuaire des statistiques d'investissement direct international* de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE). Les données relatives à la provenance des crédits bancaires aux EME (Tableau 5) sont tirées de la publication de la BRI intitulée *Activité bancaire et financière internationale* (annexe statistique).

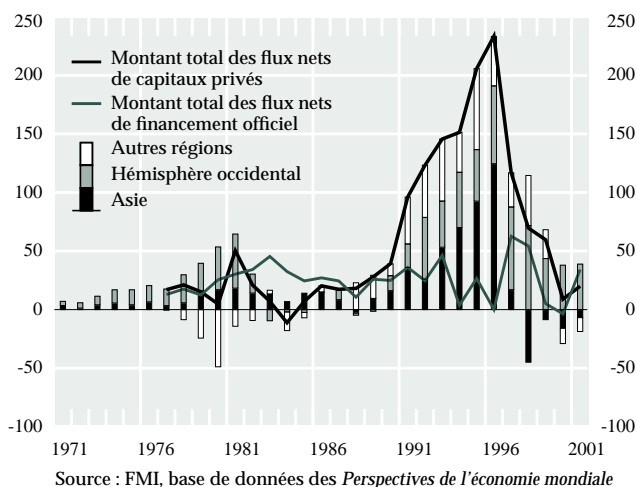
internationales se sont vu confier, par les producteurs pétroliers, des dépôts considérables, les fameux « pétrodollars ». Ces fonds ont été réacheminés en partie vers les gouvernements des EME par l'intermédiaire de prêts consortiaux, généralement assortis de taux d'intérêt variables. Grâce à la hausse soutenue des prix des produits de base et à l'amélioration des termes de l'échange qui en a résulté pour les pays bénéficiaires durant cette période, ces derniers ont pu assurer sans difficulté le service de ces prêts. Les flux nets de capitaux privés se sont donc accrus presque sans interruption dans les années 1970, la majeure partie étant dirigée vers l'Amérique latine sous forme de prêts bancaires (Graphique 1 et Tableau 1). En 1981, les flux nets de capitaux privés ont culminé à 49,8 milliards de dollars É.-U.

Au début des années 1980, cependant, les prix des produits de base ont brusquement chuté, les taux d'intérêt internationaux ont atteint des sommets sans précédent, et l'activité a fortement ralenti dans les pays industrialisés. Cette conjonction de facteurs a mis de nombreuses EME en difficulté financière. Plusieurs pays de l'Amérique latine ont décrété un moratoire sur le remboursement de leur dette, le premier ayant été le Mexique en août 1982. Les flux financiers vers les EME se sont taris, et les flux nets de capitaux privés sont devenus négatifs en 1984.

Graphique 1

Flux nets de capitaux privés vers les EME par région géographique

En milliards de dollars É.-U.



Les prêteurs officiels, principalement le Fonds monétaire international (FMI) et les banques de développement, ont pris la relève dans une grande mesure. Tout au long de la décennie 1980, le FMI a

Tableau 1
Flux nets de capitaux privés vers les EME

En milliards de dollars É.-U.

	Moyenne				2000
	1971- 1979	1980- 1989	1990- 1999	1971- 1999	
Ensemble des économies de marché émergentes					
Flux nets de capitaux privés	17,8	16,3	124,0	63,3	8,9
Investissements directs privés nets	3,6	11,9	89,4	36,0	146,2
Investissements de portefeuille privés nets	0,5	5,0	48,1	23,2	-4,3
Autres flux nets	11,7	-0,7	-13,5	-4,6	-133,0
Asie					
Flux nets de capitaux privés	5,6	11,4	38,2	18,8	-16,0
Investissements directs privés nets	1,3	4,7	39,5	15,6	46,8
Investissements de portefeuille privés nets	0,1	1,1	11,9	4,5	3,7
Autres flux nets	4,2	5,6	-13,2	-1,3	-66,4
Hémisphère occidental (Amérique latine et Caraïbes)					
Flux nets de capitaux privés	12,7	9,0	46,8	23,2	37,9
Investissements directs privés nets	2,6	5,5	30,8	13,3	62,5
Investissements de portefeuille privés nets	0,2	0,4	23,9	8,5	4,6
Autres flux nets	9,9	3,1	-7,9	1,4	-29,2
Europe					
Flux nets de capitaux privés	s.o.	s.o.	12,3	s.o.	2,2
Investissements directs privés nets	s.o.	s.o.	10,4	s.o.	22,5
Investissements de portefeuille privés nets	s.o.	s.o.	6,8	s.o.	,3
Autres flux nets	s.o.	s.o.	-4,8	s.o.	24,7
Autres EME (Afrique et Moyen-Orient)					
Flux nets de capitaux privés	-0,6	-4,1	26,7	8,9	-15,2
Investissements directs privés nets	-0,3	1,6	8,7	-3,3	14,4
Investissements de portefeuille privés nets	0,2	3,5	5,5	3,4	-16,9
Autres flux nets	-2,4	-9,3	12,4	0,1	-12,7
Pour mémoire : flux net de financement officiel vers les EME					
	14,3	28,1	28,4	7,2	-3,6

Source : FMI, base de données des *Perspectives de l'économie mondiale*.

lancé plusieurs nouveaux mécanismes de crédit destinés aux pays en développement fortement endettés. Dans la foulée des programmes du FMI, les créanciers bilatéraux officiels ont rééchélonné les paiements qui leur étaient dus sous l'égide du Club de Paris. Même s'il y a eu plusieurs rééchélonnements de prêts arrivant à échéance, les efforts des institutions officielles pour encourager les banques commerciales à accorder de nouveaux prêts aux EME ont été peu fructueux. De nombreux pays ont pris du retard sur le service de leur dette. L'échec des mesures visant à ranimer le financement privé en faveur des EME dans les années 1980 a amené de nombreux observateurs à qualifier cette période de « décennie perdue », car l'incapacité des EME d'accéder aux marchés

internationaux des capitaux a entravé l'activité économique dans un certain nombre de ces pays¹.

L'adoption du plan Brady, en 1989, a permis aux pays aux prises avec une crise d'endettement de restructurer leur dette en convertissant leurs prêts bancaires existants en obligations garanties assorties d'un escompte substantiel ou de taux d'intérêt inférieurs à ceux du marché². Le plan Brady, en plus d'alléger le fardeau des débiteurs touchés, a mené à la création de titres de dette plus liquides et, par conséquent, plus facilement négociables. Ce fut l'élément catalyseur du développement du marché des obligations souveraines des EME.

Les flux financiers vers les EME ont rapidement repris après les conversions opérées dans le cadre du plan Brady au début des années 1990. Cette période a notamment été marquée par la poussée des apports de capitaux vers les EME d'Asie, malgré les taux d'épargne intérieure déjà élevés sur ce continent (Tableau 1). Certains économistes lient ce phénomène aux facteurs qui sont à l'origine du « miracle asiatique », à savoir le niveau élevé des dépenses en éducation et la solidité des politiques macroéconomiques. Selon cette école de pensée, le niveau d'instruction supérieur de la main-d'œuvre asiatique et la vigueur du contexte macroéconomique et institutionnel de ce continent auraient fait en sorte que le rendement attendu des projets d'investissement en Asie était supérieur à celui de projets menés ailleurs dans le monde, justifiant ainsi l'apport de capitaux. D'autres économistes soutiennent un point de vue complémentaire, selon lequel l'afflux de capitaux en Asie résulterait en grande partie de l'effondrement de l'économie japonaise à la fin des années 1980. Les institutions financières nippones, à la recherche de meilleures occasions de placement, auraient alors investi massivement dans les économies de l'Asie orientale³. D'autres observateurs (comme Dooley, 2000) font toutefois remarquer que les entrées de capitaux ont été stimulées par l'offre de garanties implicites ou explicites qui ont eu pour effet de réduire le risque perçu à l'égard des investissements sur les marchés émergents.

1. Pour de plus amples renseignements sur la crise d'endettement des EME, voir Powell (1990).

2. Les obligations Brady étaient adossées à des obligations spéciales à coupon zéro du Trésor américain.

3. Voir King (2001). D'après cette école de pensée, les prêts des banques japonaises à des débiteurs asiatiques ont été aussi excessifs que ceux qui ont mené à la débâcle du marché nippon de l'immobilier à la fin des années 1980. Les flux financiers en provenance du Japon ont créé, sur les marchés financiers de la Thaïlande et peut-être d'autres pays, des bulles dont l'éclatement ultérieur a déclenché la crise asiatique.

Peu importe la raison, il est généralement reconnu, en rétrospective, que l'Asie a reçu des montants trop élevés de capitaux jusqu'en 1996. Cet excès a entraîné l'apparition de bulles immobilières dans certains pays, la surévaluation des taux de change réels et le gonflement des prix des actifs financiers dans la majeure partie de la région. Les germes de la crise asiatique de 1997 étaient semés.

Les entrées de capitaux ont également repris dans d'autres régions du monde durant la première moitié des années 1990. Le volume du financement qui s'est canalisé vers l'Amérique latine a été plusieurs fois supérieur à celui enregistré dans la décennie 1980, en partie grâce à la mise en œuvre de politiques économiques en harmonie avec les lois du marché. De plus, les flux vers les économies de transition de l'Europe centrale et orientale ont pris de l'ampleur à mesure que ces économies se libéralisaient. Les investisseurs ont rapidement tiré profit non seulement de la privatisation des entreprises d'État, mais aussi de la présence d'une main-d'œuvre instruite et de la proximité de l'Europe occidentale. C'est ainsi que les économies de transition ont reçu d'importants capitaux tout au long de la période.

Après avoir atteint un sommet de près de 250 milliards de dollars É.-U. en 1996, les flux de capitaux vers les EME ont brusquement ralenti pendant le reste de la décennie (Graphique 1). Ce ralentissement s'explique par l'éclatement de la bulle asiatique, en 1997, et l'apparition de crises en Russie (1998) et au Brésil (1999). La demande de capitaux étrangers a également diminué du fait que, en partie à cause de la crise asiatique, les balances courantes des pays asiatiques sont passées abruptement d'une position déficitaire à des excédents considérables. En 2000, les flux nets de capitaux privés vers les EME étaient tombés à moins de 10 milliards de dollars É.-U. Comme au milieu des années 1980, cette baisse a été partiellement compensée par une augmentation des prêts du FMI et des banques de développement. Ces prêts ont culminé à un peu plus de 60 milliards de dollars É.-U. en 1997.

Composition des flux de capitaux

Étant donné l'émergence d'un marché actif des obligations émises par les EME à la suite de l'adoption du plan Brady, l'évolution de la conjoncture en Asie ainsi qu'en Europe centrale et orientale au début des années 1990 et l'expérience que les grandes banques internationales et commerciales ont connue dans les années 1980, ces dernières se sont retirées du financement à court terme des balances des paiements. Leur

retrait a modifié progressivement la composition des flux de capitaux.

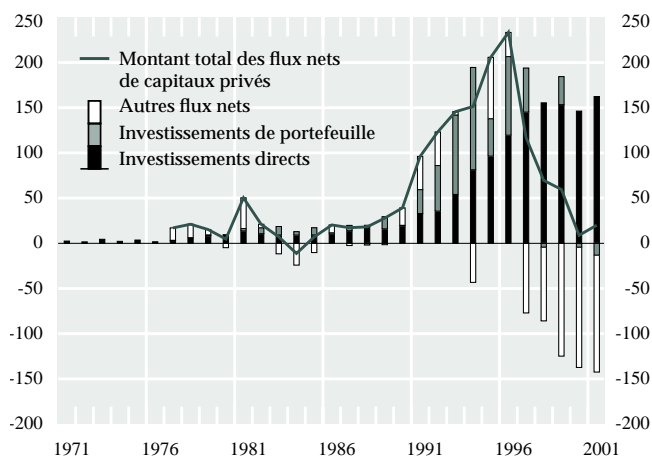
Comme l'indiquent le Graphique 2 et le Tableau 1, les prêts bancaires, qui constituent les « autres flux nets », ont affiché une grande volatilité ces dernières années. Alors qu'ils représentaient une part importante des entrées de capitaux au début des années 1990, ils ont brutalement diminué après la crise asiatique de 1997-1998. Ces flux se sont inversés depuis 1997, les banques internationales ayant limité leurs engagements à l'égard des EME, principalement en réduisant leur exposition au risque interbancaire.

Les investissements de portefeuille (c'est-à-dire les investissements en obligations et en actions) ont été la principale source de financement dont disposaient les EME dans la première moitié des années 1990 (Graphique 2). On peut voir, au Tableau 2, que les obligations formaient la majeure partie des flux bruts d'investissements de portefeuille. Ce tableau montre aussi que les investissements en actions ont bondi de près de 2 000 % de 1990 à 1999.

La décennie 1990 a également été marquée par une hausse considérable des flux d'investissements directs. Ces derniers, qui ne constituaient qu'une faible part de l'ensemble des flux de capitaux privés au début des années 1990, sont désormais la principale source de financement des EME. Les investissements directs dans les EME se distinguent notamment par leur

Graphique 2
Flux nets de capitaux privés vers les EME
par type de financement

En milliards de dollars É.-U.



Source : FMI, base de données des *Perspectives de l'économie mondiale*

Tableau 2

Flux bruts d'investissements de portefeuille de 1990 à 1999

En milliards de dollars É.-U.

	1990	1995	1999
Obligations	8,5	59,2	87,0
Actions	1,2	10,0	23,2
Total	9,7	69,2	110,2
Pourcentage d'obligations	88,0	86,0	79,0
Pourcentage d'actions	12,0	14,0	21,0

Source : FMI, *International Capital Markets* (divers numéros)

résilience puisque, malgré les crises qui ont frappé l'Asie, la Russie et le Brésil, ils ont bel et bien augmenté.

Conjuguée à l'importance croissante des investissements en actions, la prépondérance des investissements directs signifie que la vaste majorité des flux nets de financement privé vers les EME sont maintenant non générateurs d'endettement⁴. En cela, la période des années 1990 se différencie des précédentes. En outre, ces flux étant de longue durée par nature, on peut en déduire que les investisseurs sont davantage disposés à engager des fonds pour de longues périodes dans les EME. Cela pourrait être le fruit de certains des efforts que ces pays ont déployés pour rendre leurs économies plus attractives pour les investisseurs à long terme.

Conjuguée à l'importance croissante des investissements en actions, la prépondérance des investissements directs signifie que la vaste majorité des flux nets de financement privé vers les EME sont maintenant non générateurs d'endettement.

Répartition sectorielle des flux

De façon générale, les gouvernements des EME ont été les principaux emprunteurs sur les marchés des titres de dette internationaux. Les statistiques de la BRI

4. Les flux non générateurs d'endettement ne créent aucune obligation fixe de service de la dette.

rèvelent que la part de la dette internationale contractée par les gouvernements et les organismes gouvernementaux des EME a progressé de près de dix points de pourcentage depuis 1993 (Tableau 3)⁵. Cette hausse s'est accompagnée d'un recul de la part des institutions financières et d'une légère augmentation de celle des sociétés non financières.

Les données du Tableau 3 s'appliquant à l'ensemble des EME masquent d'importantes différences régionales dans la répartition sectorielle des flux. Dans les EME européennes, la majeure partie des investissements de portefeuille ont servi à financer des activités gouvernementales tandis que, dans la région Asie et Pacifique, ces activités ont drainé moins du tiers de ces investissements. En Amérique latine et dans les Caraïbes, le pourcentage des investissements de portefeuille dirigés vers les administrations publiques s'est accru rapidement, passant de moins de 25 % en 1993 à plus de 50 % six ans plus tard. En 1999, le secteur des institutions financières était celui qui recevait la plus petite part des investissements de portefeuille dans les trois régions.

Tableau 3

Répartition sectorielle de l'endettement international

En pourcentage du total

	1993	1996	1999	Moyenne 1993 à 1999
Ensemble des économies de marché émergentes^a				
Gouvernements et organismes gouvernementaux	41	44	51	45
Institutions financières	26	23	14	21
Sociétés non financières	33	33	34	34
Europe				
Gouvernements et organismes gouvernementaux	84	93	81	86
Institutions financières	15	6	8	10
Sociétés non financières	1	2	11	4
Asie et Pacifique				
Gouvernements et organismes gouvernementaux	37	27	32	31
Institutions financières	23	29	20	25
Sociétés non financières	40	44	48	45
Amérique latine et Caraïbes				
Gouvernements et organismes gouvernementaux	23	46	54	41
Institutions financières	33	22	14	23
Sociétés non financières	44	32	32	36

Source : BRI, *Activité bancaire et financière internationale* (section « Marchés des titres de dette »).

Les données se fondent sur les valeurs de fin d'année et comprennent les encours des obligations, des effets et des instruments du marché monétaire internationaux.

a. Y compris les marchés émergents de l'Europe, de la région Asie et Pacifique et de l'Amérique latine. Les données relatives aux marchés émergents de l'Afrique et du Moyen-Orient sont incluses dans les chiffres globaux, mais elles ne sont pas ventilées. Les pourcentages ayant été arrondis, leur somme pourrait ne pas égaler 100.

5. Les données ne sont disponibles qu'à partir de 1993.

La valeur de l'endettement du secteur financier s'est relativement maintenue depuis la crise asiatique. Néanmoins, les institutions financières de nombreuses EME ont reçu de généreux investissements directs étrangers, dont les statistiques de la BRI ne font pas état⁶. De plus, comme ces institutions affichent un taux élevé de propriété étrangère, les transferts de capitaux entre institutions mères et filiales ou succursales n'ont pas été pris en compte dans les statistiques sur l'endettement international.

Fait intéressant, le Tableau 3 permet de retracer l'origine de chacune des crises financières récentes. La crise asiatique a été causée par l'endettement des sociétés, tant financières que non financières; les données du Tableau 3 indiquent que ce secteur était effectivement le plus endetté à l'époque. En ce qui concerne l'Amérique latine et la Russie, la forte dette des gouvernements était le principal motif d'inquiétude sur les marchés financiers dans les années 1990. Ici encore, le Tableau 3 confirme que la dette du secteur public était la plus lourde dans ces régions.

Provenance des flux de capitaux privés Investissements directs étrangers

De 1990 à 1998, les États-Unis ont été la principale source d'investissements directs étrangers dans les EME (Tableau 4)⁷. La majeure partie de leurs capitaux ont été dirigés vers les pays de l'Amérique latine, avec lesquels les États-Unis entretiennent des liens commerciaux et historiques étroits. En général, les flux d'investissements directs étrangers ont tendance à aller de pair avec les relations commerciales ou historiques. C'est ainsi que les pays européens membres du G7 sont les principaux investisseurs directs sur les marchés émergents de l'Europe tandis que, dans la région Asie et Pacifique, c'est le Japon. La provenance des flux de capitaux privés est largement déterminée par la proximité géographique, les similitudes culturelles et la disponibilité de l'information.

6. Les statistiques de la BRI sur les titres de dette internationaux excluent également les prêts bancaires.

7. Plusieurs raisons expliquent les différences entre les données du Tableau 4 et celles du Tableau 1. Premièrement, le Tableau 4 présente des flux bruts, et le Tableau 1, des flux nets. Deuxièmement, le Tableau 4 se limite aux flux d'investissements directs de six pays, alors que le Tableau 1 englobe les flux de capitaux en provenance de toutes les régions. Troisièmement, les données du Tableau 4 se fondent sur la balance des paiements du ou des pays créanciers, et celles du Tableau 1, sur la balance des paiements des pays bénéficiaires. Ces sources de données peuvent présenter des écarts importants et bien documentés.

De 1990 à 1998, les États-Unis ont été la principale source d'investissements directs étrangers dans les EME.

Les investissements directs étrangers de l'Europe dans les EME ont progressé de plus de 350 % de 1990 à 1998. Cette augmentation est attribuable en partie à la perspective de l'entrée de pays de l'Europe orientale au sein de l'Union européenne et à l'intégration grandissante de ces pays à l'Europe occidentale. De nombreuses entreprises de l'Europe occidentale, attirées par la main-d'œuvre spécialisée et le niveau relativement bas des salaires dans les économies de marché émergentes européennes, y ont établi des installations de production. Les pays développés de ce continent ont également investi massivement en Amérique latine, particulièrement dans le secteur financier et dans celui des télécommunications, qui connaît une croissance rapide (surtout au Brésil).

Tableau 4
**Provenance des investissements directs étrangers
dans les EME**

En milliards de dollars É.-U.

	1990	1994	1998 ^a	Moyenne 1990 à 1998
Ensemble des économies de marché émergentes ^b	29,6	53,1	57,3	49,4
Pays européens membres du G7	5,4	10,5	19,1	13,1
États-Unis	13,3	26,9	24,9	22,7
Japon	11,0	15,7	13,3	13,6
Europe	0,3	1,6	6,2	2,5
Pays européens membres du G7	0,3	0,8	5,3	1,8
États-Unis	0,0	0,9	0,9	0,7
Japon	0,0	0,0	0,1	0,0
Asie et Pacifique	11,3	24,5	11,1	19,4
Pays européens membres du G7	1,2	3,9	0,1	4,1
États-Unis	2,9	10,8	4,7	6,7
Japon	7,2	9,8	6,4	8,7
Amérique latine et Caraïbes	16,6	23,4	29,6	22,7
Pays européens membres du G7	2,8	4,4	9,3	5,0
États-Unis	10,1	13,8	13,9	13,4
Japon	3,6	5,2	6,3	4,3

Source : OCDE, données de l'*Annuaire des statistiques d'investissement direct international*.

Les données sont agrégées sur la base des taux de change moyens annuels.

a. Données les plus récentes

b. Y compris les marchés émergents de l'Europe, de la région Asie et Pacifique et de l'Amérique latine. Les données relatives aux marchés émergents de l'Afrique et du Moyen-Orient sont incluses dans les chiffres globaux, mais elles ne sont pas ventilées.

Secteur bancaire

La provenance géographique des flux bancaires vers les EME est semblable à celle des investissements directs étrangers. Le Tableau 5 présente la proportion des concours octroyés par les principaux créanciers bancaires aux EME, en pourcentage des prêts bancaires totaux obtenus par celles-ci. Les statistiques de la BRI indiquent que, de 1990 à 1999, la plupart des prêts bancaires qui ont été consentis aux EME l'ont été par des banques européennes. La situation n'a rien d'étonnant dans le cas des EME d'Europe, d'Afrique et du Moyen-Orient, vu les liens commerciaux et coloniaux qui unissent ces régions à l'Europe occidentale. Ce qui surprend davantage, c'est l'importance des prêts octroyés par les banques européennes aux pays de l'Amérique latine et des Caraïbes. Les banques européennes, particulièrement celles de l'Espagne, ont résolument intensifié leurs activités en Amérique latine tout au long des années 1990, comme en témoigne la progression constante du pourcentage des prêts accordés par les banques européennes aux pays de l'Amérique latine⁸.

De 1990 à 1999, les banques japonaises ont été les principaux bailleurs de fonds des pays d'Asie même si, comme le montre le Tableau 5, leurs concours ont chuté de façon spectaculaire après la crise asiatique.

Tableau 5

Provenance des prêts bancaires consentis aux EME

En pourcentage des prêts bancaires totaux

	1990	1995	1999	Moyenne 1990 à 1999
Europe				
Ensemble des économies de marché émergentes	42	49	59	50
Afrique et Moyen-Orient	49	60	57	56
Asie et Pacifique	23	33	48	34
Europe	65	79	80	76
Amérique latine et Caraïbes	39	49	58	49
Amérique du Nord				
Ensemble des économies de marché émergentes	18	17	17	17
Afrique et Moyen-Orient	10	9	13	10
Asie et Pacifique	13	11	11	12
Europe	5	6	7	6
Amérique latine et Caraïbes	32	35	28	32
Japon				
Ensemble des économies de marché émergentes	26	22	12	20
Afrique et Moyen-Orient	11	7	6	9
Asie et Pacifique	52	43	27	42
Europe	20	7	3	9
Amérique latine et Caraïbes	19	7	4	10

Source : BRI, *Activité bancaire et financière internationale* (annexe statistique). Données disponibles à partir de 1990 seulement.

8. Les banques espagnoles tirent maintenant la majeure partie de leurs bénéfices de leurs activités en Amérique latine.

Proportionnellement, les prêts des banques nippones sont tombés, dans la foulée de cette crise et de problèmes financiers intérieurs, à moins de la moitié de leur niveau de 1990. Au cours de la décennie 1990, le pourcentage des prêts octroyés aux EME par les banques nord-américaines s'est maintenu à environ 17 % de l'ensemble des concours bancaires internationaux obtenus pour ces pays.

Transformation du bassin des investisseurs

Comme les instruments financiers utilisés, le bassin des investisseurs ciblant les EME s'est également transformé ces dernières années, ce qui a des implications pour les flux financiers futurs. Durant les années 1970 et 1980, les prêts bancaires consortiaux constituaient la principale source de financement des EME. Le développement des marchés boursiers et obligataires de ces économies devait toutefois préluder à l'apparition, dans les années 1990, de nouveaux types d'investisseurs appartenant essentiellement à deux grandes catégories : les investisseurs multi-marchés et les investisseurs spécialisés. Ceux de la première catégorie ne sont généralement pas restreints dans leurs choix. Moyennant un niveau de risque donné, ils cherchent à maximiser le rendement des fonds qu'ils investissent, dans les pays industriels comme dans les économies émergentes. Les flux financiers afférents aux investisseurs multi-marchés tendent donc à être plus volatils, puisque les fonds sont transférés d'un actif à un autre avec relativement peu de contraintes. De nombreux fonds spéculatifs se livrent à des investissements multi-marchés. Les investisseurs spécialisés, en revanche, s'imposent eux-mêmes des restrictions en matière de catégorie d'actifs (p. ex., actions ou obligations) ou de secteur géographique. Ils peuvent choisir de viser les marchés émergents en général, ou s'assujettir à des contraintes plus précises (p. ex., les actions brésiliennes). Les investisseurs spécialisés qui placent de l'argent dans des fonds « marchés émergents » sont nombreux à suivre l'évolution d'indices obligataires ou boursiers relatifs à ces marchés, comme l'indice EMBI+ de JP Morgan, ou les divers indices de Morgan Stanley Capital International⁹.

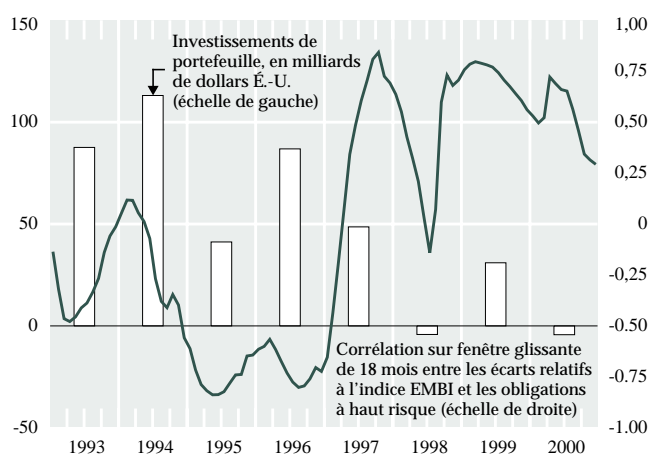
9. Les investisseurs spécialisés bénéficient néanmoins d'une grande latitude en ce qui concerne leurs choix de placement. Ceux qui visent une région particulière (p. ex., l'Europe centrale) doivent décider dans quel instrument ou dans quel pays investir, sur la foi de leurs analyses. Les investisseurs qui suivent les indices obligataires relatifs aux marchés émergents doivent être attentifs aux risques souverains et considérer l'opportunité d'augmenter ou de réduire la proportion des titres de certains pays au sein de leur portefeuille. Ceux qui se concentrent sur un seul pays doivent décider si leur investissement prendra la forme d'espèces, d'actions ou de titres à court ou à long terme.

Bien que les investisseurs spécialisés aient toujours le loisir de liquider leurs positions, c'est souvent aux investisseurs multi-marchés, compte tenu de leurs objectifs à court terme, qu'on attribue le caractère volatil des investissements de portefeuille vers les marchés émergents¹⁰. On ne dispose pas de données de qualité sur le bassin des investisseurs actifs dans les EME, mais les observations empiriques laissent croire que les investisseurs multi-marchés y sont moins présents aujourd'hui qu'à la fin des années 1990¹¹.

En règle générale, les deux catégories d'investisseurs cherchent à diversifier les risques auxquels ils s'exposent. Les investisseurs multi-marchés, par exemple, pourront choisir d'investir une partie de leurs fonds sur des marchés financiers présentant une faible covariation. Les mouvements de portefeuille vers les EME ont parfois donné lieu à un synchronisme apparent entre les mouvements des écarts sur prêts souverains aux EME et ceux des marchés boursiers et des indices représentatifs du rendement des investissements à haut risque dans les économies avancées. Il en est résulté une diminution du rendement des investissements telle que le rapport risque-bénéfices pourrait ne plus justifier des investissements dans les EME pour les investisseurs multi-marchés (l'investissement dans des actifs des EME impliquant une diversification moindre des risques). Cette tendance est illustrée au Graphique 3, qui rend compte des flux nets d'investissements de portefeuille vers les EME par rapport à la corrélation sur fenêtre glissante de 18 mois entre l'indice obligataire des marchés émergents de JP Morgan (EMBI) et l'écart entre les obligations à rendement élevé (et à haut risque) des États-Unis et les bons du Trésor américain. Cette corrélation (et, partant, la diversification des risques) s'étant relâchée, les investissements de portefeuille vers les EME ont diminué¹². Vu les liens de plus en plus étroits qui unissent les marchés financiers des économies avancées et ceux des EME, et compte tenu des possibilités moindres de diversification des

Graphique 3

Corrélation entre l'indice EMBI et les écarts relatifs aux titres à risque élevé de sociétés américaines



Sources : FMI, base de données des *Perspectives de l'économie mondiale*, et JP Morgan

risques, certains observateurs estiment que la baisse des investissements de portefeuille vers les EME pourrait être permanente.

Quels facteurs déterminent les flux de capitaux vers les EME?

[Parmi les facteurs susceptibles d'influer sur l'offre de possibilités d'investissement dans les EME], il y a le contexte macro-économique intérieur, les restrictions à l'entrée de capitaux imposées par les autorités et les politiques pouvant avoir une incidence sur le degré de risque perçu à l'égard de tels investissements.

10. Le Graphique 2 montre clairement que le crédit bancaire (« autres flux nets ») a aussi été volatil au fil des ans.

11. Par exemple, une étude récente de JP Morgan révèle que les fonds spéculatifs détiennent aujourd'hui 10 % des titres de dette provenant des marchés émergents. Au moment de la défaillance de la Russie, cette proportion se situait entre 35 et 40 %.

12. Cet exemple est purement illustratif, car le niveau des investissements de portefeuille dans les EME a aussi été influencé par d'autres facteurs, notamment la crise asiatique.

À l'exception notable de certaines économies asiatiques, les EME sont généralement en présence d'une épargne intérieure faible au regard de possibilités d'investissement qui sont avantageuses et qui offrent les taux de rendement qu'exigent les investisseurs étrangers. Ces taux exigés dépendent du rendement

d'autres projets d'investissement, corrigé en fonction des risques. Pour les bailleurs de fonds étrangers, les facteurs susceptibles d'influer sur l'offre de possibilités d'investissement dans les EME, et l'attrait que celles-ci présentent, sont notamment le contexte macro-économique intérieur, les restrictions à l'entrée de capitaux imposées par les autorités et les politiques pouvant avoir une incidence sur le degré de risque perçu à l'égard de tels investissements. L'afflux de capitaux étrangers est fonction des taux de rendement offerts dans les pays créanciers et du cadre réglementaire qui y prévaut.

Facteurs propres aux débiteurs

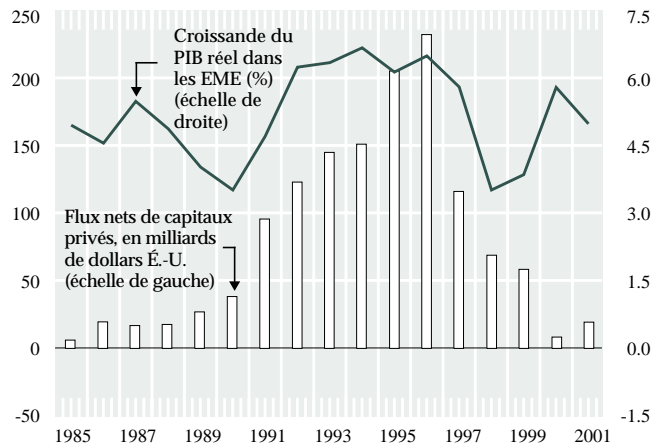
Les investisseurs étrangers peuvent décider d'investir dans les EME pour profiter des conditions macro-économiques locales ou pour établir à l'étranger des installations de production à faible coût, en vue de l'exportation des produits. Lorsque le taux de croissance du PIB est élevé, le rendement attendu des investissements locaux est également élevé, ce qui favorise l'afflux de capitaux étrangers. Les entreprises investissent aussi dans les EME pour bénéficier d'une main-d'oeuvre qualifiée et bon marché. En pareils cas, la production est habituellement exportée vers les économies avancées. Le Graphique 4 fait clairement ressortir qu'il existe un lien entre le taux de croissance dans les EME et les entrées nettes de capitaux privés¹³.

L'assouplissement des politiques à l'égard de la propriété étrangère et de la privatisation a aussi favorisé les investissements étrangers dans les EME. À la faveur du vent de libéralisation qui a soufflé à la fin des années 1980 et tout au long de la décennie suivante, les autorités de nombreuses EME, en Europe de l'Est notamment, ont décidé de réduire sensiblement l'intervention de l'État dans l'économie. Dans le cadre de vastes programmes de privatisation, de nombreuses nations ont vendu des sociétés d'État à des investisseurs nationaux et étrangers. Non seulement ces transactions ont-elles créé des flux de capitaux au moment de l'achat ou de l'investissement initial, mais, dans bien des cas, les opérations de recapitalisation et d'expansion des sociétés privatisées ont considérablement accru les entrées de fonds subséquentes.

13. Il peut aussi y avoir un lien de causalité inverse entre la croissance du PIB dans les EME et les entrées nettes de capitaux privés (la progression du PIB résulte de la hausse des entrées nettes de capitaux). Il est probable que les deux phénomènes se produisent concurremment : les mouvements de fonds sont plus élevés lorsque la croissance du PIB est forte, mais une croissance robuste dépend elle-même de l'entrée de capitaux.

Graphique 4

Flux nets de capitaux privés vers les EME



Source : FMI, base de données des *Perspectives de l'économie mondiale*

Les changements qu'apporte une EME à ses cadres juridique et financier influent également sur les investissements de capitaux privés qui y seront faits, en réduisant les frais de transaction ou le niveau de risque associé aux investissements chez elle. Certains pays ont modifié leur système juridique de manière que le droit à la propriété y soit plus formellement reconnu. D'autres ont choisi de libéraliser les opérations en capital. Grâce à la libéralisation, les étrangers peuvent plus facilement et à moindres frais investir dans les EME et en retirer leur argent¹⁴. Plus récemment, une tendance à ouvrir les marchés financiers nationaux a été observée dans les EME. Certains pays ont ainsi pu se doter de marchés financiers plus profonds et offrir aux investisseurs de meilleurs moyens de se protéger (notamment par des opérations de couverture).

Cependant, les politiques gouvernementales peuvent aussi donner lieu à des entrées de capitaux excessives ou injustifiées. Comme on l'a signalé précédemment, la fourniture aux investisseurs étrangers de garanties implicites ou explicites — un taux de change fixe, par exemple — atténue le degré de risque perçu à l'égard des investissements et fera donc augmenter les flux de capitaux¹⁵. Toutes choses égales par ailleurs, une

14. La libéralisation des flux de capitaux a permis aux caisses de retraite privées de certaines EME d'investir dans les actifs des économies avancées, ce qui a fait diminuer les flux nets d'investissements de portefeuille vers les EME. Cette tendance devrait se poursuivre dans un avenir prévisible.

15. Bien que cela soit difficile à vérifier empiriquement, on estime que la fourniture de telles garanties a constitué un problème sérieux, en particulier dans certaines EME d'Asie.

intervention stérilisée sur le marché des changes contribue aussi à l'accroissement des flux de capitaux. Comme, lors d'une telle intervention, la banque centrale neutralise l'effet expansionniste que les entrées de capitaux ont sur la base monétaire, les taux d'intérêt intérieurs demeurent inchangés. Résultat, les actifs des EME restent tout aussi attrayants, et les mouvements de capitaux se poursuivent.

L'obtention d'informations sur les projets d'investissement dans les EME s'avère problématique. Cette difficulté a pour effet de restreindre l'apport de capitaux étrangers, car elle fait grimper les frais de transaction et accroît les risques. Il en résulte une propension à privilégier le marché intérieur, un phénomène qui se traduit, chez les investisseurs, par des portefeuilles de placement beaucoup moins diversifiés, géographiquement parlant, que ce qu'ils devraient être en théorie. Encore récemment, le manque d'informations constituait un grave problème dans de nombreuses EME, ce qui explique en partie pourquoi les prêts bancaires constituaient la principale source de financement dont disposaient ces économies avant l'adoption du plan Brady¹⁶. Grâce au développement des technologies de l'information et des communications au cours des années 1990, il est maintenant plus facile et moins coûteux d'évaluer et de surveiller des investissements dans les EME, de sorte que les investisseurs peuvent quantifier plus aisément les risques auxquels ils s'exposent. Bien qu'il soit difficile, empiriquement, de documenter le lien entre les progrès des secteurs de l'information et des communications et l'accroissement des flux de capitaux dans les années 1990, il est logique de croire que ce lien existe bel et bien¹⁷. Les efforts déployés récemment par les autorités des EME afin de favoriser la diffusion de données économiques et financières à jour, fiables et complètes pourraient être rentables dans l'avenir, en permettant des entrées plus massives de capitaux étrangers.

Vu l'insuffisance de l'information et le manque de transparence des politiques gouvernementales, il est parfois difficile, pour les investisseurs, d'évaluer les risques et d'y attacher un prix, particulièrement en période de bouleversements. Les longs délais de

publication de l'information (voire l'absence pure et simple de celle-ci) ainsi que la diffusion de données économiques fondamentales erronées compliquent également la tâche des investisseurs désireux d'évaluer soigneusement le risque lié à des projets d'investissement précis.

Facteurs propres aux créanciers

D'un point de vue théorique, les taux d'intérêt internationaux corrigés en fonction du risque (c.-à-d. les taux d'intérêt en vigueur dans les pays industriels) sont l'un des principaux facteurs qui ont une influence fondamentale sur les flux de capitaux. Quand ils doivent décider où placer leur argent et dans quels actifs, les investisseurs avisés comparent les taux de rendement de toute une gamme d'options. Si les taux d'intérêt sont faibles sur les marchés internationaux de capitaux, les investisseurs rechercheront généralement des moyens d'obtenir un meilleur rendement, tout en tenant compte du risque lié à leur investissement. On a donc pu déterminer qu'il existait une relation inverse entre les taux d'intérêt américains (souvent utilisés comme approximation des taux d'intérêt internationaux) et les flux de capitaux vers les EME, quoique cette relation soit loin d'être constante¹⁸.

La modification du cadre réglementaire de nombreux pays industriels a aussi permis aux investisseurs de diversifier davantage leurs portefeuilles, et donc d'investir dans des pays où les taux de rendement sont supérieurs. Au Canada, par exemple, le gouvernement a haussé à 30 %, en 2001, la proportion maximale d'avoirs étrangers que les Canadiens peuvent détenir dans un régime enregistré d'épargne-retraite (cette limite était de 20 % dans les années 1990).

Problème de contagion

Pendant la majeure partie des années 1990, les flux financiers vers les différentes EME ont été en corrélation étroite. On s'attend à ce que les prix des actifs des EME évoluent de façon similaire, jusqu'à un certain point, puisque les marchés financiers internationaux sont de plus en plus intégrés et que les EME sont, à l'occasion, influencées par des chocs communs. Toutefois, il semble que cette covariation ait parfois été excessive, compte tenu des liens économiques et financiers traditionnels¹⁹. Cela s'expliquerait en partie par des

16. Bien que la situation se soit beaucoup améliorée durant les années 1970 et 1980, le manque d'information demeure un grave problème dans la plupart des EME. C'est pour cette raison, entre autres, que l'instauration de normes et de codes internationaux dans les EME est devenue un enjeu récemment.

17. La principale difficulté, en ce qui concerne l'établissement de ce lien empirique, tient à la mesure et à la quantification de l'avance de la technologie dans les domaines de l'information et des communications.

18. Voir, par exemple, Calvo, Leiderman et Reinhart (1993), Fernandez-Arias (1996) et Milesi-Ferretti et Razin (1998).

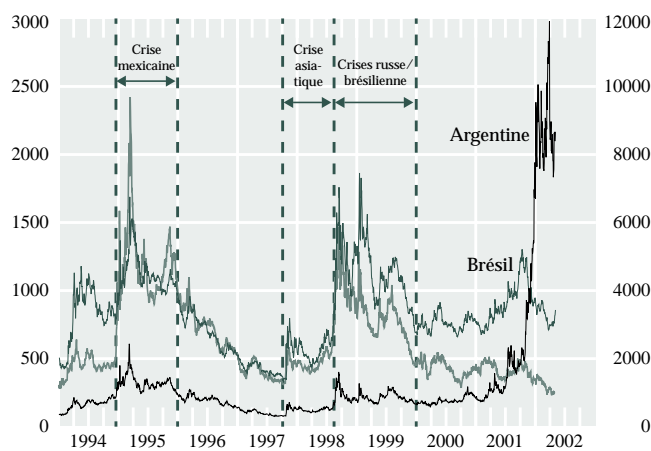
19. Voir l'étude de Kruger, Osakwe et Page (1998) pour de plus amples renseignements à propos du lien entre les données économiques fondamentales et le phénomène de la contagion.

politiques gouvernementales opaques, telles que la pratique dite d'« arrimage souple » de la monnaie. Le phénomène de la contagion (souvent assimilé à ces corrélations excessives) a constitué l'une des caractéristiques fondamentales des marchés internationaux de capitaux dans les années 1990 et a été à l'origine de graves perturbations dans certains cas²⁰. Comme le montre le Graphique 5, les écarts relatifs aux obligations ont, dans certaines EME, été en corrélation croissante ou excessive durant les crises financières indiquées.

Graphique 5

Écarts sur certaines obligations Brady latino-américaines

En points de base



Source : JP Morgan

L'effet de contagion semble s'être atténué dernièrement. Les investisseurs étant plus avertis, les écarts relatifs aux obligations dans les EME ont moins tendance à enregistrer des variations similaires²¹. Il se pourrait que le plus grand discernement dont les investisseurs font preuve à l'égard des risques soit le

20. La définition du concept de « contagion » ne fait pas l'unanimité. Néanmoins, on s'accorde généralement pour dire qu'elle consiste en une interdépendance excessive des marchés financiers compte tenu des variables fondamentales de l'économie. Voir Masson (1998).

21. Voir l'étude du FMI (2001a, p. 20).

résultat des politiques macroéconomiques généralement saines que de nombreuses EME ont pratiquées à la suite des crises asiatique, russe et brésilienne, et des mesures prises pour améliorer l'architecture financière internationale, en particulier l'adoption plus généralisée de régimes de changes flexibles et les réformes ayant amélioré la transparence des politiques monétaires et budgétaires dans ces pays. La disponibilité accrue de renseignements précis et à jour, conjuguée à de meilleures politiques macroéconomiques, devrait permettre aux investisseurs d'affiner encore plus leur analyse des risques. Ainsi le problème de la contagion, en tant que déterminant des flux de capitaux privés vers les EME, devrait diminuer en importance dans l'avenir.

Le phénomène de la contagion [...] a constitué l'une des caractéristiques fondamentales des marchés internationaux de capitaux dans les années 1990 et a été à l'origine de graves perturbations dans certains cas.

Conclusion

Le profil des flux de capitaux vers les EME s'est sensiblement transformé au cours des 30 dernières années. Les emprunteurs des EME se sont diversifiés géographiquement et comptent aujourd'hui davantage sur le financement obligataire que sur les prêts bancaires, comme c'était le cas il y a trois décennies. Les investissements directs sont devenus la source première de financement. Si les gouvernements restent les principaux emprunteurs, le secteur des entreprises non financières tend aussi à devenir un bénéficiaire important des flux de capitaux privés. À la faveur de ces changements, auxquels s'ajoutent l'amélioration récente des normes de qualité et de transparence des données ainsi qu'une réglementation et une supervision financières plus efficaces, les marchés de capitaux des EME ont gagné en profondeur et en résilience. Les flux de capitaux privés devraient continuer de contribuer au développement économique de ces pays.

En règle générale, les flux de capitaux privés vers les EME sont déterminés par les niveaux de rendement et de risque anticipés, lesquels évoluent de pair avec la libéralisation économique et financière, les perspectives de croissance, les politiques macroéconomiques en vigueur et le développement des technologies de l'information et des communications.

Tributaires des marchés internationaux de capitaux pour une partie de leurs besoins de financement, les EME doivent continuer de mettre en place des politiques qui leur permettent de tirer le meilleur parti de cette

situation. Ces politiques devraient viser à stimuler les flux de capitaux à longue échéance, favoriser un climat macroéconomique et financier sain, et faire en sorte que les bailleurs de fonds internationaux puissent compter sur une meilleure diffusion de l'information et sur une plus grande transparence afin de pouvoir juger des perspectives générales de l'économie des pays où ils envisagent d'investir²².

22. Pour un examen détaillé des implications de la nouvelle architecture financière internationale, voir l'étude de Powell (2001).

Ouvrages et articles cités

- Berg, A. et C. Patillo (1998). « Are Currency Crises Predictable? A Test. », document de travail n° 98/154, Fonds monétaire international.
- Banque des Règlements Internationaux (2001). *Rapport trimestriel BRI, Activité bancaire et financière internationale* (septembre).
- Calvo, G., L. Leiderman et C. Reinhart (1993). « Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: The Role of External Factors », *Staff Papers* du FMI, vol. 40, p. 108-151.
- Dooley, M. (1999). « Are Capital Inflows to Developing Countries a Vote for or against Economic Policy Reforms? ». In : *The Asian Financial Crisis: Causes, Contagion and Consequences*, publié sous la direction de P.-R. Agénor, M. Miller, D. Vines et A. Weber, Cambridge, Cambridge University Press.
- Fernandez-Arias, E. (1996). « The New Wave of Private Capital Inflows: Push or Pull? », *Journal of Development Economics*, vol. 48, p. 389-418.
- Fonds monétaire international (2001a). *Emerging Market Financing: Quarterly Report on Developments and Prospects* (août).
- (2001b). *International Capital Markets: Developments, Prospects, and Key Policy Issues* (août).
- (2001c). *Perspectives de l'économie mondiale : la révolution des technologies de l'information* (octobre).
- King, M. (2001). « Who Triggered the Asian Financial Crisis? », *Review of International Political Economy*, vol. 8, p. 438-466.
- Kruger, M., P. Osakwe et J. Page (1998). « Fundamentals, Contagion, and Currency Crises: An Empirical Analysis. », document de travail n° 98-10, Banque du Canada.
- Masson, P. (1998). « Contagion: Monsoonal Effects, Spillovers and Jumps Between Multiple Equilibria », document de travail n° 98/142, Fonds monétaire international.
- Milesi-Ferretti, G. M. et A. Razin (1998). « Current Account Reversals and Currency Crises: Empirical Regularities », document de travail n° w6620, National Bureau of Economic Research.
- Organisation de coopération et de développement économiques (2000). *Annuaire des statistiques d'investissement direct international*.
- Powell, J. (1990). « Nouvelles stratégies en matière de dette internationale », *Revue de la Banque du Canada* (décembre), p. 3-25.
- (2001). « La réforme du système financier international », *Revue de la Banque du Canada* (printemps), p. 7-19.