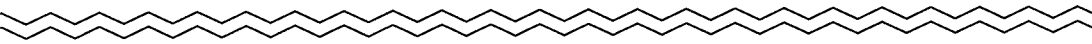


Conférence Per Jacobsson

**Le récent afflux de capitaux  
privés dans les pays en  
développement  
est-il durable?**



**Guillermo de la Dehesa**

Madrid • 1994

ISSN 0252-3086

Couverture réalisée par  
la Section des travaux graphiques

Traduction et composition :  
Bureau des services linguistiques  
du Fonds monétaire international

## Avant-propos

M. Guillermo de la Dehesa, Conseiller délégué de la Banco Pastor à Madrid, a donné le 2 octobre 1994, dans l'auditorium du Centre d'exposition Juan Carlos I à Madrid, la deuxième conférence Per Jacobsson de l'année, qui avait pour titre «Le récent afflux de capitaux privés dans les pays en développement est-il durable?». La séance était présidée par Sir Jeremy Morse, Président de la Fondation Per Jacobsson; la présente brochure en donne le compte rendu.

Les conférences Per Jacobsson sont organisées, d'ordinaire tous les ans, sous les auspices de la Fondation Per Jacobsson. Créée en 1964 en l'honneur de Per Jacobsson, troisième Directeur général du Fonds monétaire international, la Fondation a pour mission d'entretenir un débat international éclairé sur les questions d'actualité dans le domaine monétaire.

Les conférences sont publiées en anglais, en français et en espagnol et sont diffusées gratuitement par la Fondation. D'autres institutions se chargent parfois de publier les conférences en d'autres langues. On peut obtenir des renseignements complémentaires en s'adressant au Secrétaire de la Fondation.



# Table des matières

|                                                                                       | <i>Page</i> |
|---------------------------------------------------------------------------------------|-------------|
| Avant-propos .....                                                                    | iii         |
| Remarques liminaires                                                                  |             |
| <i>Sir Jeremy Morse</i> .....                                                         | 1           |
| Le récent afflux de capitaux privés dans les pays<br>en développement est-il durable? |             |
| <i>Guillermo de la Dehesa</i> .....                                                   | 3           |
| Questions et réponses .....                                                           | 34          |
| Biographie .....                                                                      | 43          |
| Les conférences Per Jacobsson .....                                                   | 44          |
| La Fondation Per Jacobsson : fondateurs,<br>Conseil d'administration et Bureau .....  | 46          |



# Remarques liminaires

**Sir Jeremy Morse**

Mesdames, Messieurs : Cette conférence de la Fondation Per Jacobsson me donne à nouveau le plaisir de vous accueillir. Nous sommes un peu en retard, car certains d'entre vous ont eu du mal à trouver l'auditorium, mais je crois qu'il serait bon d'ouvrir la séance sans plus attendre.

C'est au nom de la Fondation Per Jacobsson que Jacques Polak et moi-même vous souhaitons la bienvenue. Tout d'abord, je tiens à remercier nos hôtes espagnols, en particulier l'Asociacion Española de Banca Privada (l'Association espagnole des banques privées), dont le Président, José Luis Leal Maldonado, nous fait l'honneur de sa présence, de s'être chargée de réserver cet auditorium à notre intention et d'organiser la réception qui suivra. Je tiens également à adresser mes remerciements au personnel de l'IFEMA (Organisation des foires-expositions de Madrid) pour l'aide qu'il nous a apportée dans l'organisation de cette conférence.

Comme d'habitude, je ne ferai pas une longue présentation de notre conférencier puisque le programme comporte une note biographique. Vous serez sûrement frappés en la lisant par l'étendue des activités de M. de la Dehesa et des responsabilités qu'il a assumées à la Banque d'Espagne et dans trois ministères différents — il a notamment occupé le poste récent de Secrétaire d'Etat à l'économie et aux finances à une étape charnière de la déréglementation de l'économie espagnole — tout en restant très actif dans le monde universitaire avec de nombreuses publications et conférences.

La question dont M. de la Dehesa s'apprête à nous entretenir ne peut que captiver l'auditoire : l'afflux récent de capitaux privés dans les pays en développement est-il durable? Après les crises de la dette que nous avons vu les pays en développement traverser, et celles qu'ont connues les pays d'Europe de l'Est dans les années 30 et à nouveau dans les années 80, le reflux massif des capitaux vers ces pays est un sujet dont on peut discuter à perte de vue. Il s'agit des marchés privés, et quantifier ce qui est en train de se produire et ce qui se produira présente un réel défi. Vous avez la parole, Guillermo, et nous sommes tout ouïe.





# **Le récent afflux de capitaux privés dans les pays en développement est-il durable?**

**Guillermo de la Dehesa**

C'est pour moi à la fois un grand plaisir et un grand honneur de donner la Conférence Per Jacobsson cette année où non seulement nous célébrons le cinquantième anniversaire de la Conférence de Bretton Woods, mais où l'Assemblée des institutions de Bretton Woods se tient pour la première fois dans mon pays et ma ville.

C'est pourquoi je suis très reconnaissant à Sir Jeremy Morse et à Jacques Polak de m'avoir donné cette occasion unique de parler sur un sujet aussi crucial et passionnant que celui qu'ils m'ont proposé.

## **I. ANATOMIE DES AFFLUX**

Après presque dix ans durant lesquels les apports de capitaux privés dans les pays en développement ont plus ou moins stagné, les quatre dernières années ont été marquées par des afflux massifs vers ces pays. Les financements à long terme nets de source privée se sont élevés à 150 milliards de dollars en 1993, soit une augmentation de 53 % par rapport à 1992 et 2,7 fois plus qu'en 1990. Pour la période allant de 1990 à 1993, les apports de capitaux privés se sont chiffrés à 380 milliards de dollars, essentiellement sous forme d'investissements directs étrangers et d'obligations (tableau 1).

---

Je tiens à remercier Guillermo Calvo, Jorge Mariscal, Pedro Noyola et Rafael Repullo pour leurs commentaires. Manuel Guitián et Jacques Polak ont non seulement apporté une contribution importante à cette conférence sur le fond, mais ils en ont aussi amélioré la forme grâce à leur travail de révision approfondi. Je tiens aussi à remercier Alberto Pico pour son aide dans l'établissement de la bibliographie.

**Tableau 1. Apports de capitaux privés aux pays en développement**  
(Milliards de dollars E.U.)

|                         | 1990 | 1991 | 1992 | 1993  | 1990-93 |
|-------------------------|------|------|------|-------|---------|
| Prêts bancaires         | 20,9 | 26,9 | 17,0 | 18,7  | 83,5    |
| Obligations             | 6,1  | 12,4 | 23,7 | 59,5  | 101,7   |
| Titres de participation | 1,3  | 5,4  | 9,3  | 11,8  | 27,8    |
| Fonds de placement      | 3,5  | 1,1  | 1,4  | 4,1   | 10,1    |
| Investissements         |      |      |      |       |         |
| directs étrangers       | 22,8 | 33,1 | 44,0 | 56,5  | 156,4   |
| Total <sup>1</sup>      | 54,6 | 78,9 | 95,4 | 150,6 | 379,5   |
| Total, net <sup>2</sup> | 30,8 | 45,1 | 68,6 | 106,6 | 251,1   |

Sources : Fonds monétaire international, *Private Market Financing for Developing Countries*, divers numéros

<sup>1</sup>Les données relatives aux flux de capitaux de portefeuille et celles concernant les investissements directs étrangers ne devraient pas être additionnées étant donné que les premières ne sont disponibles qu'en termes bruts et les deuxièmes en termes nets (voir la note méthodologique à la fin du texte); elles constituent cependant les données les plus appropriées parmi les chiffres disponibles.

<sup>2</sup>Montants tirés de *Balance of Payment Statistics Yearbook*, Fonds monétaire international.

### *Volume et distribution géographique*

Bien entendu, ces chiffres très impressionnants en termes nominaux le sont moins lorsqu'ils sont exprimés en termes réels. Ajusté sur cette base, le volume actuel de ces flux n'est que légèrement supérieur à ce qu'il était au début des années 80, bien que leur composition soit très différente, comme on le verra tout à l'heure. La reprise des apports de source privée est néanmoins une excellente nouvelle pour un grand nombre de pays en développement qui ont été pendant si longtemps exclus des marchés internationaux des capitaux et n'ont pratiquement reçu que des financements de source officielle. Depuis 1982, les flux privés n'ont dépassé pour la première fois qu'en 1991 les apports de financement public du développement; en 1993, les flux de capitaux privés ont représenté le double des flux de capitaux publics.

La majeure partie de l'augmentation des apports de ressources privées est allée à un nombre relativement faible d'économies en développement (tableau 2) : 78 % du total sont allés à douze économies qui ont reçu respectivement plus de 10 milliards de dollars entre 1990 et 1993. Si l'on ajoute quatre autres économies qui ont

reçu plus de 5 milliards de dollars chacune, la part du total reçue par ce groupe atteint 83 %. Le groupe en question comprend 9 économies d'Asie, 5 pays d'Amérique latine et 2 pays d'Europe.

Le Mexique et la Chine ont été, de loin, les principaux bénéficiaires des apports de capitaux (à raison d'environ 50 milliards de

**Tableau 2. Principaux destinataires des flux de capitaux privés, 1990-93**  
(Milliards de dollars E.U., sauf indication contraire)

|             | Total | Prêts | Obligations | Titres de participation | Fonds de placement | Investissements directs étrangers | Pourcentage du total             |                                          |
|-------------|-------|-------|-------------|-------------------------|--------------------|-----------------------------------|----------------------------------|------------------------------------------|
|             |       |       |             |                         |                    |                                   | Flux de capitaux de portefeuille | Flux d'investissements directs étrangers |
| Mexique     | 52,8  | 2,8   | 22,8        | 9,3                     | 0,3                | 17,6                              | 66                               | 33                                       |
| Chine       | 49,2  | 10,1  | 4,5         | 3,0                     | 1,1                | 30,5                              | 38                               | 62                                       |
| Argentine   | 24,5  | 0,4   | 8,6         | 3,5                     | 0,1                | 11,9                              | 51                               | 49                                       |
| Corée       | 22,9  | 9,2   | 12,2        | 0,6                     | 0,9                | 0,0                               | 100                              | 0                                        |
| Indonésie   | 22,3  | 12,6  | 1,3         | 1,6                     | 0,3                | 6,3                               | 73                               | 27                                       |
| Malaisie    | 19,2  | 3,5   | 1,2         | 0,4                     | 0,3                | 13,8                              | 28                               | 72                                       |
| Turquie     | 19,0  | 7,1   | 8,2         | 0,3                     | 0,1                | 3,3                               | 83                               | 17                                       |
| Singapour   | 18,2  | 1,5   | 0,1         | 1,2                     | 0,0                | 15,4                              | 15                               | 85                                       |
| Thaïlande   | 18,1  | 8,3   | 3,0         | 0,9                     | 0,1                | 5,8                               | 68                               | 32                                       |
| Hongrie     | 14,7  | 0,6   | 8,1         | 0,2                     | 0,2                | 5,6                               | 62                               | 38                                       |
| Brésil      | 14,4  | 0,4   | 12,3        | 0,1                     | 0,1                | 1,5                               | 90                               | 10                                       |
| Hong Kong   | 13,6  | 4,8   | 6,2         | 2,6                     | 0,0                | 0,0                               | 100                              | 0                                        |
| Venezuela   | 9,5   | 2,4   | 4,0         | 0,3                     | 0,1                | 2,7                               | 72                               | 28                                       |
| Chili       | 5,4   | 0,7   | 0,7         | 0,4                     | 0,4                | 3,1                               | 43                               | 57                                       |
| Inde        | 5,4   | 0,9   | 1,3         | 0,5                     | 0,1                | 2,6                               | 52                               | 48                                       |
| Philippines | 5,3   | 0,7   | 1,3         | 0,6                     | 0,0                | 2,6                               | 51                               | 49                                       |

Sources : Fonds monétaire international, *Private Market Financing for Developing Countries*, divers numéros

dollars chacun). Mais en termes relatifs, compte tenu de la population de chaque économie, les principaux bénéficiaires au cours des quatre dernières années ont été Singapour avec 6.400 dollars par habitant, Hong Kong avec 2.300 dollars, la Hongrie avec 1.200 dollars, la Malaisie avec 1.000 dollars et l'Argentine avec 800 dollars.

Singapour et Hong Kong sont des cas particuliers pour deux raisons : premièrement, ils devraient être considérés comme des économies développées et non pas en développement et, deuxièmement, les entrées de capitaux qu'ils enregistrent tiennent en partie à la vigueur de leurs marchés financiers qui assurent l'intermédiation et l'acheminement de ces ressources vers d'autres pays, principalement les pays d'Asie du Sud et la Chine. Par exemple, les autorités chinoises ont choisi d'inscrire des entreprises à la cote à Hong Kong au lieu d'accéder directement aux marchés financiers par le biais de l'émission de certificats américains d'actions étrangères (ADR) ou de certificats de titres mondiaux en dépôt; la distinction entre les apports de ressources à la Chine et à Hong Kong est donc floue.

### *Composition*

On a pu observer deux grands changements dans la composition des flux de capitaux privés au cours des quatre dernières années par rapport aux périodes précédentes. Premièrement, les investissements directs étrangers ont été presque aussi importants que le total des investissements de portefeuille et, dans les investissements de portefeuille, les financements de source non bancaire ont été beaucoup plus importants que les prêts bancaires, comme on le voit au tableau 1. Deuxièmement, les emprunteurs privés l'ont emporté sur les emprunteurs souverains. Les premiers ont reçu près de 60 % du total des apports de capitaux privés ces dernières années, alors que leur part avait été clairement minoritaire durant les années 70 et 80.

Si les apports de capitaux de portefeuille ont fortement augmenté, le gonflement des investissements directs étrangers pendant les années 90 a été encore plus marqué. En termes réels, ces investissements dans les pays en développement ont représenté, sur une base nette, presque deux fois et demie le montant moyen enregistré durant les années 80. Là encore, comme dans le cas des investissements de portefeuille, ces flux d'investissements directs étrangers sont allés à un nombre relativement réduit de pays d'Asie, d'Amérique latine et d'Europe. Quinze pays ont reçu 82 % du total pour les pays en développement entre 1990 et 1993, et 56 % de ce total ont été répartis entre les cinq premiers (la Chine, le Mexique, la Malaisie, Singapour et l'Argentine).

La reprise simultanée des apports de capitaux de portefeuille et d'investissement direct tranche nettement avec ce que l'on avait observé durant les années 70 où l'afflux de capitaux de portefeuille, et en particulier de crédits bancaires, s'était accompagné d'une forte diminution des investissements directs.

### *Sources*

Un troisième élément nouveau et important de ce récent afflux a été l'élargissement de la base des investisseurs. Avant 1992-93, les pays en développement attiraient très peu de capitaux des investisseurs institutionnels des pays industrialisés, tels que caisses de retraite, fonds communs de placement et compagnies d'assurances. Dans certains pays, en Amérique latine notamment, les récents apports ont été essentiellement imputables au rapatriement de capitaux fugitifs par des particuliers fortunés ainsi qu'aux activités des fonds de placement à haut risque que sont les «*hedge funds*» et des spéculateurs surendettés. Depuis 1992, certains fonds communs de placement et caisses de retraite de pays d'Europe et des Etats-Unis ont porté à un niveau appréciable la part de leurs investissements dans les pays en développement. A la fin de 1993, la part moyenne des marchés «*émergents*» dans le portefeuille des investisseurs institutionnels dépassait 10 %, alors qu'elle n'était que de 2,5 % en 1989. Les fonds communs de placement régionaux et nationaux ont contribué dans une très large mesure à familiariser les investisseurs avec les marchés émergents.

Dans les principaux pays industrialisés, les préférences des investisseurs continuent de différer selon les pays. C'est ainsi que les investisseurs des Etats-Unis donnent la préférence aux pays d'Amérique latine et d'Asie et ceux du Royaume-Uni à l'Asie, tandis que les Allemands se concentrent sur l'Europe de l'Est et les Japonais sur les marchés d'Asie de l'Est et du Sud-Est.

Comme je l'ai dit, le rapatriement des capitaux fugitifs est resté un élément important de l'augmentation des entrées nettes de capitaux privés dans les pays en développement, surtout en Amérique latine et dans certains pays fortement endettés d'autres régions. Cet aspect du récent afflux de capitaux privés est très positif, et ce pour deux raisons : premièrement, parce qu'il montre que le retour de capitaux fugitifs est possible dès lors que les conditions intérieures et extérieures sont favorables; deuxièmement, parce que

dans beaucoup de pays en développement ce rapatriement a inversé le flux des ressources, à savoir les sorties nettes résultant de l'excédent des fuites de capitaux par rapport à l'accroissement de la dette extérieure, lesquelles avaient entraîné une diminution nette des importations, entravant la croissance des pays en question. Bien qu'il soit très difficile de produire des estimations exactes, il est fort possible que la fuite des capitaux ait fait perdre quelque 300 milliards de dollars aux pays en développement durant les années 70 et 80<sup>1</sup>. Comme je l'ai indiqué, les entrées de capitaux privés dans les pays en développement entre 1990 et 1993 ont atteint près de 400 milliards de dollars. Ces deux chiffres indiquent non seulement que le retour des capitaux fugitifs a atteint des proportions importantes du moins pour les principaux bénéficiaires de ces apports, mais aussi que, très probablement, les nouveaux investisseurs ont été attirés par les pays en développement.

## II. FACTEURS DE L'AFFLUX

Comment s'explique un accroissement aussi considérable des entrées de ressources privées dans ces pays? Les raisons sont aussi bien d'ordre extérieur que d'ordre intérieur.

### *Facteurs extérieurs*

Les principaux facteurs extérieurs ont été, premièrement, la forte réduction — la plus importante depuis les années 60 — des taux d'intérêt à court terme aussi bien pour le dollar que pour les autres monnaies, ce qui a abaissé le coût du service de la dette des pays en développement et les a aidés à améliorer leur solvabilité et leur cote de crédit. Cette évolution leur a permis de négocier des accords avec leurs créanciers et de réduire leurs déséquilibres budgétaires. Elle les a aussi incités à accroître leurs emprunts.

Deuxièmement, la crise économique dans les pays industrialisés ainsi que la baisse des taux d'intérêt à court terme ont entraîné une diminution du rendement relatif des capitaux et des investissements immobiliers dans ces pays. Cette évolution a incité les investisseurs des pays industrialisés à se tourner vers les économies en

---

<sup>1</sup> Claessens et Naude (1993).

développement, pour la plupart émergentes, qui offraient des rendements plus élevés et dont la solvabilité s'était améliorée, et les investisseurs des pays en développement à entreprendre de rapatrier leurs capitaux.

Troisièmement, la crise économique dans les pays industrialisés a coïncidé avec un alourdissement des déficits extérieurs courants de nombreux pays en développement d'Asie et d'Amérique latine. Cet alourdissement avait diverses causes : détérioration des termes de l'échange liée à la baisse du prix du pétrole et d'autres produits de base, décalages conjoncturels entre pays industrialisés et pays en développement, besoin accru de produits intermédiaires et de biens d'équipement importés pour la modernisation de la structure productive après de longues années de faibles investissements. Ces déficits extérieurs courants ont suscité d'importants apports de financement<sup>2</sup>.

Quatrièmement, la concurrence accrue et la mondialisation des marchés internationaux ont amené certaines entreprises industrielles et sociétés de services des pays industrialisés à transférer leur activités dans des pays émergents où les coûts de main-d'oeuvre étaient plus faibles.

Enfin, la libéralisation des marchés financiers intérieurs dans les pays industrialisés a permis aux emprunteurs souverains et aux sociétés privées des pays en développement d'accéder à ces marchés. Le règlement S et la règle 144A aux Etats-Unis illustrent bien cette tendance.

### *Facteurs intérieurs*

Pour ce qui est des causes internes, les entrées de capitaux ont été en partie liées à l'ampleur et au niveau du développement industriel et financier des pays émergents, mais aussi à la manière dont ces pays ont mené leur politique économique. Les écarts considérables dans les apports de capitaux entre les différents pays témoignent clairement de l'importance de ces facteurs intérieurs.

Les seize économies qui ont reçu les plus gros apports sont parvenues, à très peu d'exceptions près (comme le Brésil jusqu'à une date très récente), à un degré raisonnable de stabilité macroéco-

---

<sup>2</sup> Calvo, Leiderman et Reinhart (à paraître).

nomique, ont mis en oeuvre avec succès des programmes de stabilisation des prix fondés sur des politiques de finances publiques judicieuses, ont entrepris des réformes institutionnelles visant à libéraliser les marchés des facteurs (notamment ceux des capitaux et du travail), ont abaissé les obstacles au commerce et à l'investissement et, enfin, ont réalisé des progrès considérables dans la privatisation des actifs publics et la déréglementation des marchés financiers. Toutes ces mesures internes ont accru à la fois la crédibilité de leur politique et la rentabilité de leurs actifs et de leurs projets d'investissement. Mais certains pays qui, au lieu de procéder à l'ajustement budgétaire nécessaire, ont limité le crédit intérieur ou relevé les taux d'intérêt intérieurs ont aussi attiré des montants considérables de capitaux, certes très spéculatifs<sup>3</sup>. Cela n'est possible que dans le contexte d'un régime de taux de change stable. Car, dans certains de ces cas, le manque de crédibilité de la politique économique dû au fait que les programmes de stabilisation des prix ou de libéralisation du commerce n'étaient pas véritablement crédibles n'a pas empêché les rendements nominaux plus élevés sur les actifs financiers intérieurs d'attirer des apports de capitaux par trop importants.

Selon que les facteurs prédominants ont été des facteurs extérieurs, des facteurs intérieurs d'ordre structurel ou de pures considérations de taux d'intérêt, ils ont eu des effets différents sur le volume, la composition et la persistance des flux de capitaux privés, de même que sur l'économie intérieure des pays destinataires.

Lorsque les facteurs prédominants étaient extérieurs, les apports de capitaux ont eu tendance à être à court terme et fugaces, et à provoquer la surchauffe de l'économie intérieure. Dans les cas où les facteurs intérieurs d'ordre structurel ont prédominé, non seulement il n'y a pas eu de surchauffe, mais les apports de capitaux ont contribué à la stabilité macroéconomique et ils ont été généralement durables. Enfin, lorsque des taux d'intérêt élevés et attractifs découlant de politiques inconséquentes étaient les seuls facteurs d'ordre intérieur, les apports de capitaux ont été de nature spéculative et fugaces, ont eu peu d'effets sur l'investissement intérieur et la croissance et ont eu presque pour seul résultat d'accroître les

---

<sup>3</sup> Schadler, Carkovic, Bennett et Kahn (1993).



réerves en devises<sup>4</sup>. Cette augmentation des réserves officielles a aussi eu certains aspects positifs pour les pays qui appliquent un régime de taux de change fixe, car elle renforce la crédibilité de leur politique de stabilisation<sup>5</sup>.

### III. RÉACTIONS AUX AFFLUX DE CAPITAUX

#### *Avantages et inconvénients des afflux*

En règle générale, les apports de capitaux complètent l'épargne intérieure et, par conséquent, accroissent l'investissement et favorisent la croissance économique, mais ils peuvent aussi avoir des effets déstabilisateurs à court terme.

Ces apports augmentent les capitaux disponibles, en réduisent le coût, donnent aux investisseurs du pays bénéficiaire les moyens de mettre à exécution leurs décisions en matière d'investissement et permettent aux consommateurs du pays d'étaler leur consommation dans le temps.

Mais les apports de capitaux peuvent aussi avoir des effets préjudiciables sur l'économie. Premièrement, ils ont tendance à provoquer une appréciation du taux de change réel, laquelle entraîne une perte de compétitivité et un alourdissement des déficits commercial et courant, ce qui oblige les pays bénéficiaires à procéder à un ajustement intérieur afin de regagner leur compétitivité. La raison est simple : si l'accroissement de l'absorption intérieure entraîne de fortes dépenses dans le secteur des biens n'entrant pas dans le commerce extérieur, les prix relatifs de ce secteur augmenteront, le taux de change réel s'appréciera et les ressources se déplaceront vers ce secteur, ce qui conduira à une diminution du secteur des biens d'exportation et, par conséquent, à un accroissement du déficit commercial<sup>6</sup>.

En principe, les entrées de capitaux tendent, logiquement, à alourdir les déficits des transactions courantes en facilitant le transfert des biens et services qui sont la contrepartie matérielle de ces flux. Mais, en réalité, l'excédent du compte des mouvements de ca-

---

<sup>4</sup> Schadler, Carkovic, Bennett et Kahn (1993).

<sup>4</sup> Dooley, Fernández-Arias et Kletzer (1994).

<sup>6</sup> Calvo, Leiderman et Reinhart (1993).

pitaux a plus que compensé le déficit des transactions courantes, entraînant une augmentation des réserves en devises.

Les entrées de capitaux qui sont perçues comme étant de nature spéculative ou ayant un effet déstabilisateur, ou celles qui provoquent une surchauffe de l'économie, conduisent les autorités monétaires à en acheter une partie, ce qui entraîne une augmentation des réserves et de la masse monétaire. Pour éviter ce dernier effet, elles auront aussi tendance à en stériliser une partie en vendant des titres publics.

Ces apports de capitaux hautement spéculatifs ou réversibles peuvent aussi avoir des effets défavorables sur l'expansion du crédit intérieur et le système bancaire du pays. Les capitaux qui ne servent pas directement à financer les importations ou les investissements sont placés sous forme de dépôts bancaires, qui sont habituellement l'un des placements les plus attractifs pour les capitaux à court terme en raison de leur rendement nominal élevé. Ces nouveaux dépôts peuvent inciter les banques à accroître leur risque en augmentant leurs prêts à court terme au secteur privé intérieur, ce qui aboutit à un niveau d'emprunt excessif. La probabilité d'une crise financière s'en trouve accrue, non seulement parce que l'on peut s'attendre à une augmentation des prêts non productifs, mais aussi en raison du caractère éminemment réversible des flux de capitaux<sup>7</sup>.

### *Réactions des pouvoirs publics*

Les répercussions négatives des afflux de capitaux pour les économies destinataires, en particulier l'appréciation réelle de la monnaie, ont suscité des réactions diverses de la part des responsables de la politique économique des pays en développement. Les entrées de capitaux mettent ces derniers devant un dilemme qui oppose stabilisation des prix et compétitivité. L'appréciation de la monnaie favorise la stabilisation des prix, mais nuit à la compétitivité<sup>8</sup>. Face à ce dilemme, les pouvoirs publics ont, en principe, le choix entre laisser la monnaie s'apprécier, accumuler des réserves, ou conjuguer les deux.

---

<sup>7</sup> Calvo, Leiderman et Reinhart (1993).

<sup>8</sup> Larrain (1994).

Certains pays ont recouru à des contrôles des changes ou à des impôts sur les emprunts à court terme aux non-résidents (Chili, Colombie). Les effets de telles mesures ont toutefois été de courte durée, étant donné que les agents économiques ont trouvé des moyens de les contourner, en surfacturant et en sous-facturant les importations et exportations, par l'entremise des marchés financiers parallèles ou d'autres moyens<sup>9</sup>.

D'autres pays ont subventionné les exportations pour dédommager les exportateurs de l'appréciation réelle de leur monnaie. Mais une telle politique est contraire aux règles de l'Accord général sur les tarifs douaniers et le commerce (GATT) et incite à la riposte. D'autres pays encore (le Mexique, le Chili, la Thaïlande, etc.) ont libéralisé les importations afin d'accroître l'efficacité, de promouvoir la compétitivité et de réduire les effets monétaires d'un accroissement des réserves.

Des pays comme la Thaïlande, l'Argentine, le Mexique et le Chili ont aussi eu recours à l'austérité budgétaire pour calmer les pressions inflationnistes et minimiser ainsi l'appréciation du taux de change réel. Lorsque les entrées sont importantes et continues, cette solution est sans doute la plus efficace, en particulier si les mesures d'austérité se limitent à une compression des dépenses publiques, étant donné qu'une augmentation des impôts réduit la capacité d'absorption du secteur privé.

L'intervention stérilisée, par la vente de dette publique en échange de devises et de titres, a été la solution la plus couramment retenue par les pouvoirs publics, ce dont témoigne une nette concordance des mouvements des réserves officielles et des entrées de capitaux dans la plupart des pays. L'intervention stérilisée a théoriquement pour effet net de relever les taux d'intérêt intérieurs nominaux et réels, de réduire la demande globale et de modérer l'appréciation réelle de la monnaie. Mais l'intervention stérilisée peut avoir un coût budgétaire, lequel résulte de la différence entre le taux d'intérêt plus élevé de la dette publique émise pour les besoins de la stérilisation et le rendement plus faible du placement des réserves internationales. Les Etats et les banques centrales agissent ainsi comme des intermédiaires financiers dont les prêts sont bon marché et les emprunts coûteux. Ce coût budgétaire estimé sur une

---

<sup>9</sup> Mathieson et Rojas-Suárez (1993). Voir également Guitián (1993).

base annuelle pour les pays d'Amérique latine va de 0,25 % à 0,50 % du PIB<sup>10</sup>. En dernier ressort, le succès de la stérilisation dépend de l'envergure et de la liquidité du marché des titres intérieur.

Un autre danger de la stérilisation vient de ce que les opérations massives d'open-market qui consistent à placer des titres de dette publique tendent à faire monter les taux d'intérêt nominaux intérieurs, ce qui attire de nouveaux afflux de capitaux et produit un cercle vicieux : plus la stérilisation est importante, plus les capitaux affluent et plus il faut stériliser. La Malaisie et la Colombie sont de bons exemples de ce cas de figure.

L'intervention non stérilisée, qui consiste simplement à acheter les devises entrant dans le pays en échange de création monétaire pourrait certes constituer une solution de rechange, mais cette méthode présente un risque d'inflation ultérieur, ce qui, outre qu'il en résultera une perte de compétitivité, peut aussi accroître la vulnérabilité du système bancaire, comme on l'a dit<sup>11</sup>.

Les pays concernés, Chili et Mexique mis à part, ont moins souvent choisi de laisser le taux de change nominal s'apprécier pour amortir l'impact des entrées de capitaux sur la politique monétaire intérieure. Bien qu'une telle politique coule de source, les autorités des pays en développement ont hésité à l'adopter en raison des effets qu'elle tend à avoir sur la compétitivité.

En outre, lorsque les apports de capitaux prennent la forme de dépôts bancaires à court terme ou que l'on craint un renversement rapide des flux, il arrive que les autorités aient recours à des coefficients de réserve spéciaux sur les dépôts à court terme (Chili et Malaisie) ou à des facilités de swap limitées (Indonésie), afin de protéger le système bancaire des risques de taux d'intérêt et d'insolvabilité.

### *Perspective régionale*

Les deux régions qui ont été les principales bénéficiaires des récents afflux de capitaux, à savoir l'Amérique latine et l'Asie, présentent de grandes similitudes, mais aussi des différences, du point de vue de la composition et des effets macroéconomiques de ces afflux.

---

<sup>10</sup> Leiderman et Reinhart (1994).

<sup>11</sup> Calvo, Leiderman et Reinhart (1993).

L'excédent global des comptes des mouvements de capitaux qui a résulté de ces afflux est semblable dans les deux régions, bien que l'on relève de grandes disparités d'un pays à l'autre. Dans les deux cas, les autorités monétaires sont intervenues dans une large mesure, ce qui a entraîné des augmentations considérables des réserves internationales, et les marchés boursiers nationaux ont connu une expansion spectaculaire, avec de grosses augmentations des rendements en dollars.

Au niveau macroéconomique, les apports de capitaux ont eu des effets différents dans les deux régions. En Amérique latine (Brésil excepté), l'appréciation réelle des monnaies a été beaucoup plus forte

**Tableau 3. Entrées de capitaux privés en Asie  
et en Amérique latine, 1990-93**

|                                      | Asie<br>(milliards de<br>dollars E.U.) | Part de l'Asie<br>(en pourcentage<br>du total) | Amérique latine<br>(milliards de<br>dollars E.U.) | Part de l'Amérique<br>latine (en pourcentage<br>du total) |
|--------------------------------------|----------------------------------------|------------------------------------------------|---------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------|
| Prêts bancaires                      | 55,6                                   | 30,4                                           | 6,6                                               | 5,6                                                       |
| Obligations                          | 30,9                                   | 16,9                                           | 49,8                                              | 42,5                                                      |
| Titres de participation              | 12,5                                   | 6,8                                            | 14,0                                              | 12,0                                                      |
| Fonds de placement                   | 4,3                                    | 2,3                                            | 1,8                                               | 1,5                                                       |
| Investissements<br>directs étrangers | 79,3                                   | 43,4                                           | 45,0                                              | 38,4                                                      |
| Total                                | 182,6                                  | 100,0                                          | 117,2                                             | 100,0                                                     |

Sources : Fonds monétaire international, *Private Market Financing for Developing Countries*, divers numéros

qu'en Asie, où la Corée, l'Indonésie et la Thaïlande ont enregistré une dépréciation réelle malgré ces apports. Ces résultats semblent tenir à plusieurs facteurs. Alors qu'en Amérique latine, les capitaux étrangers sont plutôt allés vers la consommation, en particulier lorsqu'ils ont commencé à affluer, ils sont allés davantage à l'investissement en Asie. En Amérique latine, le niveau d'investissement a stagné aux alentours de 16 % du PIB en moyenne (bien qu'il ait augmenté au Mexique et au Chili) et la consommation privée exprimée en pourcentage du PIB a progressé de 2,5 points, tandis qu'en Asie le taux moyen d'investissement est passé de 25 à

28 %<sup>12</sup>. Quant à la consommation publique qui tend à porter davantage sur des biens qui n'entrent pas dans le commerce extérieur, elle a joué un plus grand rôle en Amérique latine (exception faite du Chili) qu'en Asie, où l'accroissement des entrées de capitaux a eu tendance à se traduire par une contraction des dépenses budgétaires. Enfin, les mesures de stérilisation ont davantage réussi dans les pays d'Asie (surtout à Singapour), où elles ont ralenti la croissance monétaire et, de ce fait, limité l'impact de la demande globale sur le prix des biens n'entrant pas dans les échanges commerciaux.

C'est dans la composition des apports de capitaux que réside la principale différence entre les deux régions. Comme le montre le tableau 3, les obligations (42 %) et les prises de participation (12 %) ont constitué une source de financement beaucoup plus importante en Amérique latine qu'en Asie, où les prêts ont été la principale forme de placement de portefeuille (30 %). Dans les pays d'Asie, 43 % du total des entrées ont consisté en investissements directs, contre 38 % en Amérique latine. Cette différence de composition explique peut-être la plus faible appréciation réelle des monnaies en Asie, où les investissements dans le secteur des biens faisant l'objet d'échanges internationaux ont sans doute augmenté plus rapidement que la consommation de biens n'entrant pas dans le commerce extérieur.

Enfin, il semble que les facteurs extérieurs ont eu, en moyenne, une plus forte incidence sur les apports de capitaux dans les pays d'Amérique latine qu'en Asie. La dégradation des termes de l'échange a été plus marquée en Amérique latine, et le renversement des mouvements de capitaux dans la balance des paiements des Etats-Unis (avec un accroissement des sorties et une diminution des entrées) a été ressenti en Amérique latine plus qu'en Asie, étant donné que la balance des paiements du Japon n'a pas été marquée par un mouvement de cette nature ni de cette amplitude. D'après un certain nombre d'études économétriques, l'incidence des facteurs extérieurs se situe entre 30 % et 60 % dans le cas de l'Amérique latine<sup>13</sup> et entre 20 et 25 % seulement, dans celui de l'Asie<sup>14</sup>.

---

<sup>12</sup> Calvo, Leiderman et Reinhart (1993).

<sup>13</sup> Calvo, Leiderman et Reinhart (à paraître). Voir également Bercuson et Koenig (1993).

<sup>14</sup> Calvo, Leiderman et Reinhart (à paraître).

## IV. DURABILITÉ DES AFFLUX

*L'expérience récente*

Durant la première moitié de 1994, les conditions extérieures sont devenues considérablement moins favorables. La plupart des pays industrialisés sortent de la crise et certains d'entre eux, comme les Etats-Unis, connaissent une croissance plus rapide que prévu. Les taux d'intérêt à court et à long terme ont remonté aux Etats-Unis et les taux à long terme font de même en Europe. En conséquence, le rendement des actifs financiers est en hausse dans les

**Tableau 4. Constance des apports de capitaux privés  
aux pays en développement**

(Milliards de dollars E.U., sauf indication contraire)

|                                                   | Deuxième semestre<br>1993 | Premier semestre<br>1994 |
|---------------------------------------------------|---------------------------|--------------------------|
| Prêts bancaires                                   | 10,0                      | 11,4                     |
| Part des engagements mondiaux<br>(en pourcentage) | 15,9                      | 20,7                     |
| Asie                                              | 7,0                       | 9,2                      |
| Amérique latine                                   | 1,5                       | 0,2                      |
| Obligations                                       | 37,2                      | 26,2                     |
| Part des émissions mondiales<br>(en pourcentage)  | 15,9                      | 12,0                     |
| Asie                                              | 14,9                      | 13,0                     |
| Amérique latine                                   | 15,8                      | 8,8                      |
| Titres de participation                           | 7,6                       | 6,8                      |
| Part des émissions mondiales<br>(en pourcentage)  | 19,6                      | 24,2                     |
| Asie                                              | 4,1                       | 3,8                      |
| Amérique latine                                   | 3,1                       | 2,1                      |

Sources : Fonds monétaire international, *Private Market Financing for Developing Countries*, divers numéros

pays membres de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE), et certains investisseurs sont en train de réorienter leurs portefeuilles vers les marchés intérieurs. Dans quelques grands pays en développement emprunteurs, les conditions intérieures se sont détériorées sous l'effet de certains facteurs économiques et politiques défavorables.

L'incidence de ces évolutions sur la durabilité des apports de capitaux apparaît au tableau 4 qui permet de comparer les capitaux reçus par les pays en développement au deuxième semestre de 1993 avec ceux qu'ils ont reçus durant les six premiers mois de 1994. Il semble pour l'instant que cette incidence ait été faible. La part des pays en développement dans le total des flux internationaux d'obligations a diminué de 4 points, mais elle a augmenté de presque 5 points dans le total des émissions de titres de participation et de plus de 8 points dans le total des engagements de prêts des banques. Dans ce contexte mondial, l'incidence négative a été surtout ressentie en Amérique latine. Les pays d'Asie ont réussi à maintenir les entrées de capitaux sous forme de prises de participation et d'obligations à un niveau relativement stable, et les apports de prêts bancaires ont presque doublé. Ces trois formes d'apports, et principalement les prêts bancaires, ont diminué dans les pays d'Amérique latine.

En ce qui concerne les investissements directs étrangers, les deux régions connaissent une évolution analogue. La Chine, la Thaïlande, la Malaisie et l'Indonésie ont enregistré des augmentations record au cours de six premiers mois de 1994. En Amérique latine, l'augmentation a été plus faible, mais les possibilités que donne l'Accord de libre-échange nord-américain (ALENA) et les perspectives qu'ouvre le développement du marché commun du Sud (MERCOSUR) pourraient aider à maintenir des flux raisonnables d'investissements directs étrangers dans les années qui viennent.

La différence de résultats entre les deux régions corrobore la thèse selon laquelle les facteurs externes ont joué un plus grand rôle dans les afflux de capitaux en Amérique latine qu'en Asie.

### *Perspectives*

Que va-t-il se passer dans la période qui vient? D'ici à la fin des années 90, les entrées nettes de capitaux privés dans les pays en développement continueront bien entendu de refléter les niveaux d'épargne et d'investissement dans les pays en développement et les pays industrialisés. Il est déjà clair que depuis le milieu des années 70, les taux d'épargne ont baissé dans les pays en développement et les pays industrialisés et qu'ils ont continué de diminuer au début des années 90. Parallèlement, la demande d'investissements est allée croissant, et il est probable qu'elle continuera d'augmenter



dans l'avenir proche, intensifiée par la reconstruction en Europe de l'Est et en Europe centrale et par l'ouverture aux marchés mondiaux de très grands pays comme la Chine et l'Inde<sup>15</sup>. On peut en déduire qu'en l'absence de mesures visant à stimuler l'épargne publique et privée dans les pays industrialisés comme dans les pays en développement, des taux d'intérêt réels élevés — en particulier sur les instruments à long terme — et une compression très sélective des capitaux privés resteront la principale caractéristique des années 90 pour certains pays en développement.

Dans ce contexte, contrairement à ce que l'on s'accorde généralement à penser, les entrées de capitaux de portefeuille pourraient se révéler plus constantes que prévu, tandis que les investissements directs le seraient moins.

S'agissant des capitaux de portefeuille, il se peut que la demande récemment soutenue de titres des pays en développement tienne au fait que les investisseurs sont de plus en plus convaincus que l'on peut réduire le risque global d'un portefeuille en ajoutant des titres de pays en développement, même si ces actifs sont plus risqués que ceux des pays industrialisés. Pourquoi? Parce que l'on a pu constater une corrélation très faible, voire négative, entre les rendements des titres des pays en développement et ceux des titres des Etats-Unis et d'autres pays industrialisés. Et plus encore, il ne semble guère y avoir de corrélation entre les rendements des pays en développement. En fait, la variabilité des rendements dans les pays en développement a été plus forte que dans les pays de l'OCDE en ce qui concerne les titres de participation et moins forte en ce qui concerne les obligations. La seule exception à cette faible corrélation a été la récente crise obligataire durant laquelle les rendements dans un grand nombre de pays en développement ont augmenté parallèlement à ceux des pays industrialisés, ce qui a été notamment le cas de l'Amérique latine et des Etats-Unis. Il se peut que cela ait été dû à la vente massive, sans discrimination, de titres de pays en développement par un grand nombre de gérants de fonds à haut risque surendettés qui cherchaient à couvrir leurs pertes sur d'autres marchés. Il est aussi arrivé que, contrairement aux idées reçues, les cours des actions des pays en développement deviennent plus instables une fois que leurs marchés se sont ou-

---

<sup>15</sup> Chuhan, Claessens et Mamingi (1993).

verts aux investisseurs étrangers et qu'ils ont élargi leur base d'investisseurs internationaux.

D'un autre côté, il est généralement admis que les considérations à long terme jouent un rôle plus décisif dans les investissements directs que dans les placements de portefeuille. Les investissements directs devraient donc, en principe, être plus stables que les autres flux de capitaux. Mais, à l'heure actuelle, les entrées de capitaux comportent certains éléments susceptibles de rapprocher l'horizon temporel des investissements directs. Premièrement, le réinvestissement des bénéfices des filiales étrangères qui ne ressort guère des statistiques de balance des paiements et que l'on suppose être un facteur important de durabilité des apports tend, semble-t-il, à suivre la conjoncture, de telle sorte qu'un ralentissement de la croissance intérieure dans les pays en développement entraînera une diminution des bénéfices des filiales et, en conséquence, de leurs réinvestissements. Deuxièmement, une large part des flux d'investissement direct a été liée aux privatisations, et les programmes de privatisation arrivent peu à peu à leur fin dans un grand nombre de pays en développement. Troisièmement, il se peut que, dans beaucoup de pays en développement, une partie de l'afflux d'investissements directs ait correspondu à un ajustement de stock ponctuel des portefeuilles des investisseurs étrangers, qui ont voulu profiter de la levée des restrictions légales qui s'appliquaient aux avoirs intérieurs détenus par des non-résidents<sup>16</sup>. Somme toute, les investissements directs étrangers ne sont peut-être pas moins variables que les autres flux de capitaux d'une année sur l'autre pour un pays donné, du moins à court terme. Les changements dans la structure institutionnelle des marchés financiers d'un pays sont plus susceptibles que les caractéristiques de tel ou tel type de flux de capitaux d'engendrer l'instabilité de ces flux<sup>17</sup>.

### *Différences avec le passé*

La question de la durabilité des flux de capitaux est de la plus haute importance depuis l'interruption brutale des apports de capitaux durant les années 70, qui a abouti à la crise de la dette des

---

<sup>16</sup> Goldstein *et al* (1991).

<sup>17</sup> Fonds monétaire international (1994, à paraître).

années 80<sup>18</sup>. La situation des pays en développement est néanmoins très différente de ce qu'elle était à la fin des années 70. Premièrement, leur situation favorable à cette époque était due à l'évolution positive des termes de l'échange qui avait amélioré leurs résultats à l'exportation. Les banques commerciales, s'attendant à ce que cette situation continue, ont prêté sans retenue entre 1979 et 1981. Mais leurs attentes ont été déjouées, et c'est pourquoi le revirement de leur politique de prêt a été aussi brutal. Aujourd'hui, les pays en développement arrivent à faire face aux revers que leur inflige l'évolution défavorable des termes de l'échange tout en maintenant la croissance de leurs exportations en les diversifiant<sup>19</sup>.

Deuxièmement, durant les années 70, la plupart des pays emprunteurs ont cherché à obtenir des financements de balance des paiements pour les administrations publiques ou les entités du secteur public au lieu de financer des projets. L'augmentation spectaculaire des prêts souverains a été étroitement liée aux politiques de développement tournées vers l'intérieur qui ont été menées dans les pays en développement et les économies planifiées (à l'exception de quelques pays d'Asie) et qui étaient caractérisées par une très forte intervention de l'Etat dans l'économie et la «répression financière». Dans ce contexte, les taux d'intérêt étaient maintenus à un faible niveau et les marchés financiers n'avaient qu'un rôle limité dans l'allocation des ressources à l'économie, laquelle se faisait directement par décision des pouvoirs publics sous forme de subventions, d'affectations spéciales des crédits et par d'autres moyens.

Aujourd'hui, en revanche, la plupart des pays en développement emprunteurs optent pour des politiques d'ouverture, axées sur le marché. Ils laissent le marché jouer un rôle beaucoup plus important dans les décisions économiques et s'efforcent d'accroître l'intégration de leur économie dans le contexte mondial en adoptant des stratégies de croissance fondées sur les exportations et en réduisant les restrictions aux échanges de biens et de services. La Banque mondiale et le FMI ont joué un rôle important en encourageant et en favorisant ce changement de politique. Même les pays émergents d'Asie les plus dynamiques, dont le credo a été pendant de longues

---

<sup>18</sup> Claessens, Dooley et Warner (1993).

<sup>19</sup> Calvo, Leiderman et Reinhart (1992).

années le dirigisme, la répression financière et les restrictions de change, avancement prudemment sur la voie de la libéralisation<sup>20</sup>.

La plupart des pays en développement ont procédé à des réformes économiques qui ont supprimé les subventions, les contrôles des prix et l'affectation spéciale des crédits. Le secteur financier a aussi fait l'objet de réformes très importantes qui ont eu pour effet de mettre les institutions financières en concurrence, de libérer les taux d'intérêt, d'abaisser les obstacles aux entrées de ressources et d'améliorer les infrastructures financières et les techniques des marchés boursiers et des systèmes de paiements et de règlement.

Troisièmement, comme je l'ai dit tout à l'heure, la situation est devenue beaucoup plus saine avec le net recul des emprunteurs souverains en faveur des emprunteurs du secteur privé et celui des prêts bancaires en faveur des obligations, des prises de participation et surtout des investissements directs étrangers.

Durant les années 70, les prêts aux emprunteurs privés soulevaient deux types de difficultés : sauf dans le cas des filiales de sociétés multinationales, l'audit des comptes financiers était rare, et les prêts aux emprunteurs autres que l'Etat ne réduisaient pas le risque souverain, étant donné que les crédits aux entreprises privées non financières n'échappaient pas au rééchelonnement lorsque le pays ne pouvait plus faire face à ses obligations extérieures.

Aujourd'hui, un nombre croissant d'investisseurs et d'intermédiaires opèrent sur les marchés émergents, et ils ont mis en place une infrastructure qui permet d'obtenir et de divulguer des informations grâce à une forte présence dans les pays de spécialistes qui comprennent les marchés locaux et leurs pratiques. La meilleure connaissance de ces marchés a réduit l'importance du risque-pays. Emprunteurs et investisseurs privés peuvent maintenant opérer dans un contexte de risque-pays relativement défavorable.

La situation actuelle est très différente de celle des années 70, où un petit nombre d'emprunteurs souverains traitaient avec un nombre relativement limité de banques dont les risques étaient fortement concentrés dans ces pays. Aujourd'hui, nombre d'investisseurs, pour la plupart des investisseurs institutionnels mais aussi des particuliers et des entreprises, traitent directement avec un très grand nombre d'emprunteurs privés ou par l'entremise de banques

---

<sup>20</sup> Organisation de coopération et de développement économiques (1993).

d'affaires qui opèrent dans de nombreux pays. Le processus de diversification internationale des actifs a des conséquences de très vaste portée pour les pays en développement<sup>21</sup>.

Quatrièmement, la plupart des pays en développement ont aujourd'hui un plus faible niveau de dette extérieure que dans les années 70 et ils ont accumulé un montant considérable de réserves en devises dont ils peuvent disposer au besoin. Les investisseurs se trouvent donc un peu plus à l'aise que dans le passé. De nos jours, les entrées de capitaux privés revêtent principalement la forme de créances en monnaie nationale sur les débiteurs du pays, qu'il s'agisse de l'Etat, d'établissements bancaires ou d'institutions non bancaires. La valeur en dollars de ces positions dépend de la volonté des gouvernements des pays en question de défendre la parité de leur monnaie. Dans bien des cas, les gouvernements y sont fermement attachés et, d'une manière générale, ils disposent à présent de réserves plus importantes pour le faire<sup>22</sup>.

Enfin, les pays jouissent aujourd'hui d'une beaucoup plus grande stabilité macroéconomique et politique que dans les années 70.

On peut donc dire que la situation et les conditions objectives des pays en développement et des marchés financiers internationaux ont radicalement changé au cours des deux dernières décennies et que la probabilité d'un brusque renversement des flux de capitaux est beaucoup plus faible, de même qu'ils sont moins vulnérables.

Il faut néanmoins reconnaître que l'expansion exceptionnellement vigoureuse des apports de capitaux aux pays en développement correspond, au moins dans une certaine mesure, à un ajustement ponctuel des portefeuilles des grands investisseurs qui ont voulu tirer parti des nouvelles possibilités offertes par les pays dotés d'un potentiel économique important et qui ont récemment appliqué des réformes économiques judicieuses. Il se pourrait donc qu'une fois cette vague de diversification passée, la croissance continue à un rythme plus lent. En outre, le récent afflux de capitaux n'a pas été limité aux pays qui appliquaient de vigoureux programmes d'ajustement. La baisse des taux d'intérêt du dollar a entraîné une diminution spectaculaire, voire la disparition, des dévotes sur le marché secondaire. Il serait donc possible que la

---

<sup>21</sup> Organisation de coopération et de développement économiques (1993).

<sup>22</sup> Claessens, Dooley et Warner (1993).

remontée des taux d'intérêt du dollar renverse cette situation. Enfin, la libéralisation progressive des mouvements de capitaux entraînera des sorties de fonds des pays en développement, car leurs investisseurs chercheront eux aussi à diversifier leurs portefeuilles.

### *Comment accroître la durabilité des apports?*

En dernière analyse, la durabilité et la constance des récents apports dépendront des politiques intérieures des pays en développement eux-mêmes. Le renversement des flux de capitaux peut être évité à condition que des facteurs intérieurs durables, tels que la rentabilité réelle à long terme, l'accroissement de la compétitivité et des politiques économiques judicieuses, l'emportent sur l'incidence des facteurs extérieurs défavorables.

Pour que les conditions soient propices à des entrées de ressources constantes, les gouvernements doivent d'abord faire en sorte que les apports de capitaux financent une augmentation des dépenses d'investissement, car c'est le seul moyen de générer de nouvelles ressources pour financer le service des futurs apports.

Sur le plan macroéconomique, l'action des pouvoirs publics doit viser à améliorer la capacité de génération de ressources de l'économie. Plus un pays en développement est apte à promouvoir l'épargne intérieure et l'investissement, plus il attirera de capitaux étrangers et plus les capitaux fugitifs seront rapatriés. Pour cela, il est nécessaire de créer un environnement macroéconomique favorable aux investissements, en donnant aux investisseurs l'assurance que leurs capitaux seront à l'abri de fortes variations de l'inflation, des impôts et du taux de change. En général, les pays en développement peuvent offrir des rendements plus élevés que les pays industrialisés. Leur principal objectif devrait donc être de rehausser leurs avantages en réunissant des conditions qui renforcent leur crédibilité et leur assurent la confiance des investisseurs.

La manière la plus efficace d'atteindre cet objectif serait d'appliquer des politiques budgétaire et structurelle visant à éliminer les distorsions. Le meilleur moyen de contenir l'inflation et d'éviter une appréciation réelle de la monnaie est de resserrer la politique budgétaire. Dans la mesure où les apports de capitaux sont suscités par une combinaison insoutenable de restrictions du crédit et d'un manque de rigueur de la politique budgétaire, la réduction des dépenses budgétaires contribuera à empêcher une demande ex-

cessive de biens n'entrant pas dans le commerce extérieur et permettra au secteur privé d'investir les ressources ainsi économisées.

La politique monétaire peut aussi jouer un grand rôle dans le rétablissement de la compétitivité, en limitant l'expansion du crédit par rapport à celle de la demande de monnaie et en contenant les effets des entrées de capitaux sur le taux de change et les prix.

Mais si des mesures de restriction du crédit intérieur et d'austérité budgétaire sont habituellement nécessaires lorsque les entrées de capitaux sont importantes, les solutions qu'elles apportent sont essentiellement à court terme. Si les entrées de capitaux persistent, des changements plus fondamentaux seront indispensables pour rétablir l'équilibre. Il faudra notamment trouver des moyens d'accroître la capacité d'adaptation de l'économie en donnant plus de souplesse aux marchés des facteurs de production.

Une autre façon de faire face aux chocs des afflux de capitaux est de veiller à donner la souplesse voulue aux marchés des facteurs<sup>23</sup>. Pour ce qui est des salaires, en situation d'équilibre normal, une appréciation de la monnaie se traduira par des salaires trop élevés. Il sera nécessaire de pouvoir les ajuster, notamment si l'on veut éviter des répercussions négatives sur l'emploi. La mobilité de la main-d'oeuvre d'un secteur à l'autre est tout aussi nécessaire, de même que la souplesse de l'allocation des capitaux, qui doit être fondée sur le marché.

Au niveau sectoriel, il est nécessaire de mettre en place dans le pays un cadre institutionnel approprié pour canaliser ces flux. Dans certains cas, cela suppose d'améliorer la réglementation du secteur financier, principalement en ce qui concerne ses fonctions prudentielles et ses fonctions de surveillance du système bancaire et du marché des valeurs, de manière à éviter une crise financière lorsque les apports de capitaux ne sont pas dirigés vers les bons investisseurs ou qu'ils vont à la consommation. Dans d'autres cas encore, il suffira d'améliorer les dispositions applicables aux comptes de garde, les systèmes de compensation et de règlement et les règles afférentes au devoir d'information et de documentation, et d'assurer un contrôle plus rigoureux de toutes formes possibles de manipulation des marchés.

Sur le plan microéconomique, la meilleure approche consiste à réduire ou à éliminer les obstacles aux investissements étrangers qui, très souvent, sont la raison essentielle de la différence entre les

---

<sup>23</sup> Guitián (1994a).

primes de risque dans les pays en développement. Ces mesures de libéralisation doivent donner aux étrangers un accès libre de toute restriction aux actifs intérieurs, de manière à éviter des primes de risque qui sont perçues, non par le pays qui reçoit les capitaux, mais par l'investisseur étranger, et supprimer les restrictions applicables aux transferts de fonds par les détenteurs de capitaux ainsi que les restrictions afférentes aux devises et à la structure du capital. Un autre obstacle important réside dans l'imposition des plus-values, qui ne devrait pas être plus lourde que dans les pays industrialisés de manière à ce que le rendement après impôts ne soit pas plus faible. Les impôts sur les plus-values devraient toujours être plus faibles que ceux qui s'appliquent aux dividendes rapatriés<sup>24</sup>. Il serait aussi utile que les organes de réglementation et de surveillance des pays industrialisés assouplissent certaines restrictions sévères et contraires à la logique économique en ce qui concerne la part des actifs que les investisseurs institutionnels sont autorisés à détenir à l'étranger ou dans les pays en développement.

La mise en place d'un cadre réglementaire de normes internationales clairement définies pour la comptabilité des entreprises et la protection des investisseurs aiderait aussi à attirer les capitaux étrangers. Les pays en développement devraient aussi essayer d'accroître la négociabilité de leurs titres sur les marchés internationaux de manière à abaisser les taux de rémunération qu'ils doivent assurer, étant donné que le risque systémique peut diminuer si des titres présentant un degré élevé de risque-pays sont internationalisés<sup>25</sup>.

Il est en outre très important de diffuser les informations au niveau international, non seulement en ce qui concerne la situation économique générale du pays émetteur, mais aussi en ce qui concerne sa situation financière courante et les mesures qu'il applique pour attirer les investisseurs étrangers. Il est nécessaire de disposer de notations financières et de fournir aux marchés mondiaux le maximum de renseignements sur le pays et ses sociétés, de communiquer aux investisseurs potentiels des informations précises et sélectives et de veiller à minimiser les effets de contagion par d'autres pays dont la situation est différente.

---

<sup>24</sup> Claessens et Gooptu (1993).

<sup>25</sup> Eun, Claessens et Jun (1993).



En dernière analyse, la solvabilité d'un pays telle que la perçoit l'investisseur étranger détermine dans une large mesure la disponibilité, la durabilité et le coût des apports de capitaux aux pays en développement. La perception d'une dégradation de la solvabilité peut provoquer un arrêt brutal des apports de capitaux au pays concerné et, comme beaucoup de pays en ont fait l'expérience entre 1982 et 1990, il peut être très difficile de les faire revenir. Il faut généralement peu de temps pour perdre sa solvabilité et beaucoup de temps pour la rétablir.

Aujourd'hui, avec la forte intégration des marchés financiers, il est encore plus important d'éviter les effets de contagion, ou au moins de les atténuer<sup>26</sup>. Un pays solvable peut perdre son accès aux capitaux internationaux lorsque d'autres pays qui se trouvent dans une situation d'endettement extérieur analogue ou se situent dans la même région commencent à éprouver des difficultés de paiements extérieurs. La dernière crise financière a montré comment l'effet de contagion se produit non seulement lorsque l'on manque d'informations sur la situation financière courante de l'emprunteur, mais aussi lorsque les mauvaises nouvelles économiques sont telles que tous les emprunteurs ayant un profil comparable seront considérés comme également susceptibles d'être touchés. Tel est le cas de la crise obligataire actuelle, qui a touché non seulement les pays en développement, mais aussi les pays industrialisés. L'intégration plus étroite des marchés financiers intensifie l'effet de contagion. Il peut arriver que la contagion aille en sens inverse, c'est-à-dire que les marchés financiers «suivent des modes» qui peuvent aider à attirer des capitaux dans des pays qui ne sont pas aussi solvables que d'autres. A partir du moment où les investisseurs «découvrent» un nouveau marché émergent, les capitaux tendront à affluer vers ce pays dans des proportions qui sont sans rapport avec sa solvabilité. Mais, même dans ce cas, il faut essayer de prévenir tout effet de contagion, car les modes peuvent être passagères et le risque d'un renversement de tendance est très élevé.

Cette réflexion sur les apports de capitaux aux pays en développement m'amène, à l'heure où nous célébrons le cinquantième anniversaire des institutions de Bretton Woods, à dire quelques mots sur le rôle que celles-ci peuvent jouer dans ce contexte. Comment

---

<sup>26</sup> Claessens et Gooptu (1993).

la Banque mondiale et le FMI peuvent-ils contribuer au maintien des apports de capitaux privés à leur niveau actuel et à leur élargissement à d'autres pays en développement? La Banque mondiale, pour sa part, peut apporter un soutien financier aux réformes économiques et financières ainsi qu'à la coopération et à l'intégration régionale, de manière à favoriser une plus large participation des pays en développement à l'économie mondiale. Elle peut aussi favoriser le développement du rôle du secteur privé, qui, de toute évidence, est le mieux à même de promouvoir l'investissement, de stimuler la croissance et de créer des emplois dans les pays en développement, et appuyer l'investissement privé et le développement des marchés privés dans ces pays.

Le FMI, quant à lui, peut aider de trois manières. Premièrement, en adaptant son code de conduite pour tenir compte de la mondialisation des marchés des capitaux et de la libéralisation des mouvements de capitaux. Le FMI a joué un rôle clé dans la libéralisation des régimes de change et l'ouverture des économies du monde au libre-échange de biens et de services. Mais son code de conduite permet encore aux pays d'imposer des restrictions aux mouvements internationaux de capitaux en cas de difficultés de balance des paiements. Cette disposition était peut-être justifiée il y a cinquante ans, mais elle est plus discutable de nos jours, étant donné que les mouvements de capitaux ont été libéralisés, de droit ou de fait. S'il y avait lieu de faire la distinction entre la libéralisation des transactions courantes et celle des mouvements de capitaux il y a cinquante ans, cette distinction n'est plus guère pertinente maintenant que les transactions courantes sont essentiellement libres et que les capitaux circulent sans pratiquement aucune restriction<sup>27</sup>. Deuxièmement, le FMI devrait rehausser le niveau des prêts qu'il peut accorder pour aider les pays à faire face à la plus grande amplitude de variation des flux mondiaux de capitaux. Troisièmement, étant donné qu'avec la mondialisation des marchés des capitaux les politiques monétaires nationales sont de plus en plus interdépendantes, le FMI doit veiller, dans ses activités de surveillance, à ce que les politiques monétaires nationales restent compatibles avec la stabilité financière mondiale<sup>28</sup>.

---

<sup>27</sup> Fonds monétaire international (1991).

<sup>28</sup> Guitián (1994b).

Pour conclure, dans un monde où les capitaux circulent librement et où l'obtention de capitaux privés à long terme suscite une concurrence de plus en plus âpre, les pays en développement seront soumis à une discipline économique rigoureuse par les investisseurs potentiels. Seuls les pays qui pourront donner des preuves solides de leur stabilité macroéconomique, de leur solvabilité et de leur rentabilité financière à long terme pourront attirer des apports durables de capitaux privés à long terme, que les facteurs extérieurs soient favorables ou non.

Dans ces conditions seulement, les apports de capitaux déboucheront sur une plus forte croissance dans les pays en développement et sur la convergence des revenus mondiaux.

#### NOTE MÉTHODOLOGIQUE

Il convient de faire la distinction entre les flux de capitaux bruts et les flux nets. Il n'y a de flux net qu'en cas de déséquilibre entre l'épargne nationale et l'investissement dans un pays; c'est-à-dire qu'un flux net est la contrepartie financière du transfert de ressources réelles résultant d'un déséquilibre des transactions courantes. Les flux bruts de capitaux n'impliquent pas nécessairement un transfert de ressources réelles lorsque les montants s'équilibrent, mais ils peuvent jouer un rôle important dans l'accroissement de la liquidité des portefeuilles et la diversification des risques, étant donné qu'ils permettent aux particuliers et aux entreprises de choisir ce qui constitue pour eux la meilleure forme d'avoirs et d'engagements. Pour la majeure partie, les flux bruts de capitaux correspondent à des opérations effectuées par les gérants de portefeuilles qui cherchent à améliorer la composition de leurs avoirs (de manière à diversifier les risques ou à réduire la charge fiscale) plutôt qu'à les étoffer.

D'un autre côté, les marchés des capitaux peuvent faire face aux chocs en agissant sur les flux, sur le prix des actifs, ou sur les deux à la fois. L'ajustement des prix peut se substituer à celui des flux nets pour aider à rééquilibrer le marché. D'où le danger de ne tenir compte que du volume des flux de capitaux pour mesurer l'intégration des marchés financiers.

Il est aussi extrêmement difficile de mesurer les flux de capitaux, étant donné que toutes les transactions ne comportent pas un échange d'instruments financiers contre de l'argent (c'est, par

exemple, le cas du réinvestissement des bénéfices dans une entreprise appartenant à un investisseur direct étranger). Et les fluctuations des taux de change et du prix des actifs, de même que l'absence de certaines données de flux, en particulier à court terme, posent certains problèmes d'évaluation.

La mesure classique, quoique imprécise, des apports nets de capitaux est donnée par le solde des transactions courantes de la balance des paiements. Hormis les erreurs et omissions, l'excédent du compte des mouvements de capitaux est égal à la différence entre l'épargne nationale et l'investissement national. Par conséquent, une augmentation des apports de capitaux peut être identifiée à un accroissement du déficit des transactions courantes.

Les chiffres relatifs aux flux de capitaux que j'ai cités dans cette conférence sont ceux qui figurent dans le rapport annuel publié par le FMI sous le titre *Private Market Financing for Developing Countries*.

#### RÉFÉRENCES

- Banque mondiale, *World Debt Tables, 1993/94: External Finance for Developing Countries*, vol. 1 et 2 (Washington, Banque mondiale, 1994).
- Bercuson, Kenneth B., et Linda M. Koenig, «The Recent Surge in Capital Inflows to Three Asian Countries: Causes and Macroeconomic Impact», Occasional Paper n° 15 (Kuala Lumpur, South East Asian Central Banks' Research and Training Center, 1993).
- Calvo, Guillermo, Leonardo Leiderman et Carmen Reinhart, «Capital Inflows to Latin America: The 1970s and the 1990s», document de travail n° 92/85 (Washington, Fonds monétaire international, octobre 1992).
- , «Les entrées de capitaux : concepts et problèmes de politique économique», document d'analyse et d'évaluation des politiques économiques n° 93/10 (Washington, Fonds monétaire international, juillet 1993).
- , «Capital Inflows to Latin America with Reference to the Asian Experience» dans *Capital Controls, Exchange Rates and Monetary Policy in the World Economy*, ouvrage publié sous la direction de Sebastian Edwards (New York, Cambridge University Press, à paraître).

- Chuhan, Punam, Stijn Claessen et Nlandu Mamingi, «Equity and Bond Flows to Asia and Latin America: The Role of Global and Country Factors», World Bank Policy Research Working Paper n° WPS 1160 (Washington, Banque mondiale, 1993).
- Claessens, Stijn, Michael Dooley et Andrew Warner, «Portfolio Capital Flows: Hot or Cold?» dans *Portfolio Investment in Developing Countries*, ouvrage publié sous la direction de Stijn Claessens et Sudarshan Gooptu, World Bank Discussion Paper n° 228 (Washington, Banque mondiale, 1993).
- Claessens, Stijn, et Sudarshan Gooptu, «Les pays en développement sauront-ils continuer à attirer les capitaux étrangers?», *Finances & Développement*, vol. 31 (septembre 1994), p. 62-65.
- Claessens, Stijn, et David Naude, «Recent Estimates of Capital Flight», World Bank Policy Research Working Paper n° WPS 1186 (Washington, Banque mondiale, 1993).
- Dooley, Michael, Eduardo Fernández-Arias et Kenneth M. Kletzer, «Recent Private Capital Inflows to Developing Countries: Is the Debt Crisis History?», NBER Working Paper n° 4792 (Cambridge, Massachusetts, National Bureau of Economic Research, juillet 1994).
- Eun, Cheol, Stijn Claessens et Kwang W. Jun, «International Trade of Assets, Pricing Externalities, and the Cost of Capital» dans *Portfolio Investment in Developing Countries*, ouvrage publié sous la direction de Stijn Claessens et Sudarshan Gooptu, World Bank Discussion Paper n° 228 (Washington, Banque mondiale, 1993).
- Fonds monétaire international, *Private Market Financing for Developing Countries*, World Economic and Financial Surveys (Washington, Fonds monétaire international, décembre 1991).
- , *Private Market Financing for Developing Countries*, World Economic and Financial Surveys (Washington, Fonds monétaire international, décembre 1992).
- , *Private Market Financing for Developing Countries*, World Economic and Financial Surveys (Washington, Fonds monétaire international, décembre 1993).
- , *Private Market Financing for Developing Countries*, World Economic and Financial Surveys (Washington, Fonds monétaire international, 1994, à paraître).

- Ghosh, Atish R., et Jonathan D. Ostry, «Les mouvements de capitaux correspondent-ils aux variables économiques fondamentales dans les pays en développement?», document de travail n° 93/34 (Washington, Fonds monétaire international, avril 1993).
- Goldstein, Morris, *et al.*, *Determinants and Systemic Consequences of International Capital Flows*, Etude spéciale n° 77 (Washington, Fonds monétaire international, 1991).
- Goldstein, Morris, et Michael Mussa, «The Integration of World Capital Markets», document de travail n° 93/95 (Washington, Fonds monétaire international, décembre 1993).
- Gooptu, Sudarshan, «Portfolio Investment Flows to Emerging Markets», World Bank Policy Research Working Paper n° WPS 1117 (Washington, Banque mondiale, 1993).
- Groupe des Trente, *Latin American Capital Flows: Living with Volatility* (Washington, Groupe des Trente, 1994).
- Gutián, Manuel, «La convertibilité de la monnaie — Concepts et degrés», étude préparée pour un séminaire sur la convertibilité de la monnaie organisé par l'Institut du FMI et le Fonds monétaire arabe, Marrakech, Maroc, 16-18 décembre 1993.
- (1994a), «The Choice of an Exchange Rate Regime» dans *Approaches to Exchange Rate Policy: Choices for Developing and Transition Economies*, ouvrage publié sous la direction de Richard C. Barth et Chorng-Huey Wong (Washington, Fonds monétaire international, 1994).
- (1994b), «Le FMI en tant qu'institution monétaire : les enjeux futurs», *Finances & Développement*, vol. 31 (septembre 1994), p. 38-41.
- Larrain, Felipe, «Exchange Rates and Reserve Management with Large Capital Inflows» dans *Latin American Capital Flows: Living with Volatility* (Washington, Groupe des Trente, 1994).
- Leiderman, Leonardo, et Carmen Reinhart, «Capital Inflows to Latin America» dans *Latin American Capital Flows: Living with Volatility* (Washington, Groupe des Trente, 1994).
- Lim, Chee Peng, «Flows of Private International Capital in the Asian and Pacific Region» *Asian Development Review*, vol. 11, n° 2 (1993), p. 104-39.

Mathieson, Donald J., et Liliana Rojas-Suárez, *Liberalization of the Capital Account: Experiences and Issues*, Etude spéciale n° 103 (Washington, Fonds monétaire international, 1993).

Organisation de coopération et de développement économiques, «The Revival of Private Flows to Developing Countries» dans *Financial Market Trends*, n° 56 (Paris, Organisation de coopération et de développement économiques, 1993).

Schadler, Susan, Maria Carkovic, Adam Bennett et Robert Kahn, *Recent Experiences with Surges in Capital Inflows*, Etude spéciale n° 108 (Washington, Fonds monétaire international, 1993).

\* \* \*

SIR JEREMY MORSE : Je vous remercie, Guillermo. Nous arrivons maintenant à la séance de questions et réponses. Je vous rappelle que, si vous voulez faire passer une question par écrit, vous pouvez l'écrire au dos de votre programme et donner la page à l'une des personnes de service qui nous l'apportera. Mais je préfère répondre aux questions posées de vive voix.

Notre conférencier nous a présenté un vaste panorama, en accord avec l'étendue du sujet qu'il avait à traiter. Il a analysé les flux, les facteurs intérieurs et extérieurs, leur incidence respective et leurs effets dans différentes parties du monde. Il a mis en évidence la distinction entre les facteurs conjoncturels, les facteurs ponctuels et les facteurs à long terme des afflux. Il nous a ensuite donné un point de vue réaliste — mais tout à fait encourageant — sur la durabilité de ces flux. Il a conclu par des recommandations — qui s'adressent principalement aux pays en développement, mais aussi aux pays industrialisés et aux institutions internationales. Je suis certain que, lorsqu'on lira le texte de cette conférence, ces mots de conclusion marqueront les esprits.

## Questions et réponses

*Après sa conférence, M. de la Debesa a répondu aux questions de l'auditoire.*

*J'ai deux questions à vous poser. Premièrement, j'aimerais savoir comment se répartissent les participations et les placements obligataires dans les pays émergents. Deuxièmement, étant donné que la sensibilité aux risques de change est différente pour les investisseurs en titres de participation et pour les détenteurs d'obligations sur les marchés émergents, les variations de taux d'intérêt découlant de mesures de stérilisation présentent-elles un grave risque pour les pays hôtes?*

M. DE LA DEHESA : En ce qui concerne votre première question, en Amérique latine, les obligations ont représenté 42 % des entrées de capitaux et les prises de participation 12 %. En Asie, la majeure partie des capitaux — 30 % — a consisté en prêts, tandis que les obligations ont représenté 17 % et les participations 7 %. Pour répondre à la deuxième question, je dirai que les monnaies des pays en développement ont été plus stables ces dernières années. Le risque de change a donc été plus faible qu'auparavant dans la plupart des pays en développement. Les fluctuations des taux de change les plus fortes à court terme ont sans doute été enregistrées davantage dans les pays industrialisés que dans les pays en développement, à l'exception bien sûr du Brésil et de pays où l'inflation est élevée. En ce qui concerne le risque de taux d'intérêt, je ne pense pas qu'il ait constitué jusqu'à présent un obstacle majeur pour les investisseurs étrangers. Au contraire, le différentiel d'intérêt a été relativement important, et c'est ce qui a attiré la majeure partie des capitaux. Mais, comme je l'ai mentionné dans ma conférence, il est vrai que certains pays qui n'ont pas appliqué de bonnes politiques macroéconomiques ont néanmoins attiré un volume considérable



de capitaux étrangers; dans ces pays, le risque était beaucoup plus grand. Mais dans la plupart de ceux auxquels je pense, le risque de taux d'intérêt n'a pas constitué un danger majeur.

*Voyez-vous un rapport direct entre l'augmentation des flux de capitaux internationaux et la diminution des investissements dans le secteur militaire depuis la fin de la guerre froide?*

M. DE LA DEHESA : Chacun sait, je crois, que, si l'on veut éviter une pénurie de capitaux — bien que ceci soit peut-être discutable —, l'un des meilleurs moyens de réduire les déficits publics serait de réduire les dépenses militaires, dans les pays industrialisés comme dans les pays en développement. Je pense donc comme vous que la compression des dépenses militaires permettra de réduire les déséquilibres budgétaires dans les pays en développement et qu'elle permettra au secteur privé d'investir et d'attirer davantage de capitaux étrangers.

*Vous avez dit qu'entre 1990 et 1993 ces apports ont atteint 380 milliards de dollars au total. Sur ce montant, le total des apports aux pays d'Europe centrale et orientale n'a été que de 15 milliards de dollars. Il y a cinq ans, on pensait que ce chiffre serait beaucoup plus élevé. Pouvez-vous nous dire pourquoi, à votre avis, il est encore si faible, ce qui pourrait le modifier et comment il pourrait être modifié?*

M. DE LA DEHESA : Il y a deux facteurs. L'un de ces facteurs est la concurrence dont les apports de capitaux font l'objet, et il semble que les pays d'Asie se développent si rapidement que les débouchés y sont beaucoup plus importants. Il en va de même pour l'Amérique latine. La croissance en Amérique latine est beaucoup plus vigoureuse qu'en Europe centrale ou orientale. C'est un aspect très important, car les pays d'Europe centrale et orientale sont encore en transition tandis qu'ils procèdent à la restructuration de leurs économies, alors que les économies de marché d'Asie et d'Amérique latine fonctionnent depuis longtemps. L'autre facteur réside dans les préférences des investisseurs pour telle ou telle région. Les investisseurs des Etats-Unis donnent la leur à l'Amérique latine, à certains pays d'Asie du Sud-Est, et maintenant à la Chine. Les investisseurs japonais préfèrent l'Asie, et seuls les investisseurs allemands continuent de donner la préférence à l'Europe centrale et orientale. Les flux de capitaux allemands ont été beaucoup plus

faibles parce qu'ils sont allés en majeure partie à l'Allemagne de l'Est. Mais je pense que la répartition de ces flux va changer. La Hongrie, par exemple, est déjà au nombre des seize pays qui ont reçu plus de 5 milliards de dollars au cours des quatre dernières années, mais, comme vous l'avez dit, le reste de l'Europe de l'Est n'a reçu qu'une très faible part des apports. Il y a lieu de penser qu'à mesure que la Hongrie et peut-être la République tchèque, suivie de la Pologne, et un jour la Russie et les autres républiques issues de l'ex-URSS, avanceront dans leur processus de transition, les pays d'Europe centrale et orientale viendront grossir les rangs des destinataires de capitaux. Mais, pour le moment, la préférence des investisseurs va à l'Asie et à l'Amérique latine.

*Comment les apports de capitaux peuvent-ils être stables lorsque les investisseurs institutionnels étrangers placent leurs fonds dans des titres qu'ils négocient dans le seul but de réaliser des bénéfices à brève échéance? Ne faudrait-il pas mettre un peu de sable dans les rouages et, comme Tobin le suggère, taxer ces mouvements de capitaux à court terme?*

M. DE LA DEHESA : C'est ce qu'a fait le Chili, pour citer un exemple. Le Chili a essayé d'éviter des apports massifs de capitaux, en raison de leur nature spéculative. Mais il est un fait que la plupart des pays ont soif de capitaux, et jusqu'à présent les avantages l'ont de loin emporté sur les inconvénients. Je pense donc qu'il serait prématuré de vouloir jeter du sable dans les rouages lorsque les capitaux affluent de cette manière. Il est vrai que certains de ces flux sont plus spéculatifs que d'autres et peuvent s'inverser rapidement, mais en même temps les capitaux étrangers — même s'ils sont très liquides — augmentent le crédit intérieur par l'intermédiaire du système bancaire et les investissements dans le pays effectués par les investisseurs locaux. Le problème est de savoir si ces capitaux vont ressortir rapidement. Et des politiques macroéconomiques intérieures appropriées sont le meilleur moyen d'y parer.

*Avec l'expansion de ces apports sur les marchés des titres de participation dans les pays émergents, voyez-vous la nécessité d'accroître la transparence de ce type de marché dans divers pays? L'application dans les pays émergents de certaines des procédures qui sont déjà la norme dans les pays industrialisés ne serait-elle pas un bon moyen d'encourager ces apports?*

M. DE LA DEHESA : C'est à mon avis une question très importante, et je l'ai évoquée dans ma conférence. Si tous les pays en développement pouvaient appliquer les mêmes normes internationales en ce qui concerne la publication des rapports de vérification des comptes, je suis certain que les apports de capitaux seraient beaucoup plus considérables. Il s'agit donc d'une mesure très importante que doivent prendre les marchés des capitaux qui ne l'ont pas encore fait. Je pense aussi que l'installation d'un grand nombre d'investisseurs dans ces pays est très propice à la réalisation de cet objectif.

*Vous avez amplement discuté des mesures à prendre en ce qui concerne les entrées, mais ce sont les sorties qui mettent les pays en développement en difficulté. Pouvez-vous nous dire quelques mots à ce sujet? Et une question plus générale. Vous n'avez rien dit des investissements directs étrangers en Afrique. Quelles sont à votre avis les perspectives de l'Afrique, et plus spécialement celles de l'Afrique du Sud, à cet égard?*

M. DE LA DEHESA : L'Afrique est restée en général un peu à l'écart des flux de capitaux privés. Les apports de capitaux officiels sont importants en Afrique, mais les entrées de ressources privées sont quasiment inexistantes ou très faibles — le Nigéria et, maintenant, l'Afrique du Sud bénéficient de quelques apports, ainsi que quelques autres pays plus petits. Mais vous avez parlé des sorties. L'Amérique latine a connu pendant de longues années des fuites de capitaux très importantes, toujours en réaction à de mauvaises politiques économiques. Et même lorsque les pays ont eu recours au contrôle des capitaux — comme la plupart l'ont fait en Amérique latine pendant les années 60, 70 et 80 —, la fuite des capitaux n'a pu être stoppée. On ne peut pas empêcher les sorties avec des mesures de contrôle. Le seul moyen d'y parvenir est d'améliorer les politiques intérieures.

En ce qui concerne l'avenir des investissements directs étrangers en Afrique, je pense qu'il existe un vaste potentiel parce que certains pays africains ont des produits très importants à exporter et sont susceptibles d'attirer des capitaux dans le cadre de projets de développement de ces produits, tant au niveau de la production qu'à celui de la distribution. Oui, il y a d'importantes possibilités d'investissement direct étranger.

*Dans certains pays comme l'Inde, la question qui se pose maintenant est de savoir que faire des entrées. Elles sont apparemment si abondantes que le gouvernement a du mal à y faire face, notamment parce qu'elles s'ajoutent aux réserves et que le gouvernement doit émettre de la monnaie, ce qui a un effet inflationniste. Pensez-vous qu'il soit possible de remédier en partie à cette situation en permettant aux investisseurs institutionnels d'importer de l'or dans les pays hôtes et de le vendre sur le marché plutôt que de donner des devises à l'Etat, et de placer ensuite le produit de cette vente sur le marché des capitaux afin de neutraliser l'effet inflationniste des apports de ressources des investisseurs institutionnels?*

M. DE LA DEHESA : C'est une proposition très intéressante, mais, personnellement, je doute que dans un pays aussi immense que l'Inde le niveau actuel des entrées de capitaux — qui ne sont pas astronomiques — puisse causer une forte inflation. Soit la banque centrale de l'Inde n'a pas une action suffisamment stabilisatrice, soit elle ne fait qu'intervenir, accumuler des réserves et accroître la base monétaire, ou je ne comprends pas comment les apports de capitaux peuvent avoir un effet inflationniste en Inde. C'est pourquoi je doute que le problème que vous évoquez se pose.

*A votre avis, les pays qui reconnaissent qu'il est important de mobiliser l'épargne intérieure pour l'investir sous forme de participations et de titres de créance attireront-ils davantage de capitaux étrangers que ceux qui négligent la création intérieure de capital?*

M. DE LA DEHESA : C'est bien sûr la grande question. Le niveau de l'épargne dans certains pays d'Asie est tel que ces pays seront bientôt exportateurs de capitaux. Certains d'entre eux le sont déjà. Leur épargne est si importante que non seulement ils attirent des capitaux pour certaines industries ou sociétés, mais ils en exportent aussi, de sorte que les entrées nettes sont très faibles dans certains de ces pays. Cela montre que le meilleur moyen pour un pays d'attirer des capitaux est d'avoir un niveau très élevé d'épargne et d'investissement intérieurs. Plus un pays est générateur de ressources, plus il aura d'attrait pour l'investisseur étranger.

*Je me demande comment vous arrivez à envisager que l'épargne mondiale puisse suffire à faire face à la demande de tous les pays en développement et des pays en transition, sans parler de la pénurie d'épargne dans les pays industrialisés dont les budgets sont déficitaires. J'aurais pensé que ce serait l'une des questions les plus problématiques dont il faut tenir compte lorsque l'on veut évaluer la durabilité des flux de capitaux.*

M. DE LA DEHESA : J'ai expliqué dans ma conférence que, si l'on veut éviter une pénurie de capitaux et des taux d'intérêt mondiaux élevés, il serait très important que les pays industrialisés réduisent leurs déficits budgétaires. Et avec la reprise de la croissance économique dans ces pays, il semble maintenant beaucoup plus probable que ces déficits arriveront à être réduits. Comme vous le savez, la composante cyclique des déficits budgétaires dans la plupart des pays membres de l'OCDE, y compris le vôtre (Canada), est très importante, mais maintenant que votre pays se trouve parmi ceux dont la croissance est la plus forte, il va générer beaucoup plus de recettes et sera en mesure de maîtriser le déficit budgétaire beaucoup plus rapidement. Autrement, tant qu'il y aura un déséquilibre entre l'épargne et l'investissement au niveau mondial et que les taux d'intérêt augmenteront, les pays qui en souffriront le plus seront ceux dont la dette est très élevée par rapport au PIB — et de nombreux pays de l'OCDE sont dans ce cas. Ces dettes seront alors beaucoup plus coûteuses à financer. Il est donc dans l'intérêt des pays industrialisés comme dans celui des pays en développement d'essayer de maintenir de plus faibles taux d'intérêt.

*Vous avez mentionné que les taux d'intérêt plus faibles et la crise économique dans les nations industrialisées étaient parmi les principales causes de l'accroissement des flux. En supposant que, dans les années qui viennent, les taux d'intérêt remontent et la reprise économique se confirme, quel effet, d'après vos estimations (en termes de montants et d'écarts — de quantités et de prix), cela aurait-il sur les apports de capitaux aux pays émergents?*

M. DE LA DEHESA : Il est très difficile de donner des chiffres, mais, comme je l'ai mentionné, entre 30 et 60 % des entrées de capitaux en Amérique latine sont imputables aux facteurs extérieurs dont vous parlez. Par conséquent, dans l'hypothèse d'un renversement des flux correspondant entièrement à ces facteurs extérieurs, les

apports diminueraient de 30 à 60 %. Mais je doute que la diminution soit aussi forte, étant donné qu'il y a un certain élément d'inertie dans les flux de capitaux, qu'il s'agisse des placements de portefeuille ou des investissements directs étrangers. La diversification des portefeuilles a beaucoup d'attrait pour les investisseurs institutionnels. Ils voient que l'absence de corrélation entre les rendements dans les pays industrialisés et dans les pays en développement réduit le risque et accroît les rendements. Naturellement, si les taux d'intérêt augmentent dans les pays industrialisés, ils augmenteront aussi un peu dans les pays en développement. Cela contribuera à atténuer le risque d'un brusque renversement.

*Le conférencier a parlé des récents afflux de capitaux dans les pays en développement, mais la même chose s'est produite dans certains pays industrialisés — c'est peut-être le cas du pays qui nous accueille, l'Espagne. J'aimerais demander à notre conférencier si les pays en développement peuvent tirer des enseignements de la manière dont l'Espagne a fait face à l'afflux de capitaux?*

M. DE LA DEHESA : Je ne sais pas si l'Espagne a beaucoup de leçons à donner, mais nous nous sommes trouvés dans le même type de situation, essentiellement de 1986 à 1991, et en particulier depuis que nous sommes devenus membre du mécanisme de change européen en 1989. À partir du moment où nous en avons fait partie, les entrées de capitaux ont beaucoup augmenté, parce que les investisseurs ne craignaient pas que la peseta soit dévaluée. Il en est résulté un énorme afflux de capitaux à court terme, attirés par le différentiel d'intérêt entre l'Espagne et l'Allemagne (et d'autres pays d'Europe). Tel a donc été l'un des paradoxes du mécanisme de change : du fait de la stabilité du taux de change, les pays où l'inflation était forte ont attiré de gros montants de capitaux, ce qui a faussé la politique monétaire et n'a pas modéré l'inflation, tandis que les pays où l'inflation était très faible perdaient des capitaux, ce qui a accentué la désinflation. Comment les autorités espagnoles ont-elles donc réagi? Elles ont commencé par procéder à d'importantes stérilisations, ce qui a bien sûr entraîné une hausse des taux d'intérêt intérieurs et a attiré encore davantage de capitaux. La Banque d'Espagne a ensuite décidé de prendre certaines mesures temporaires pour stopper ces entrées massives de capitaux étrangers. Ces mesures, assimilables au contrôle des changes, ont consisté à taxer le rendement des obligations d'Etat détenues par

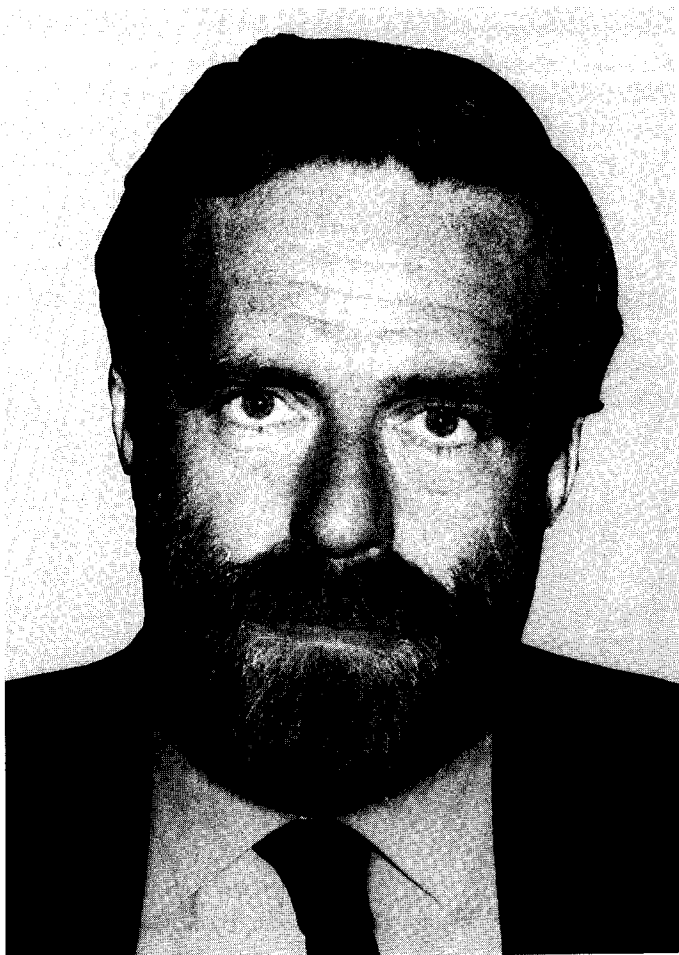
les non-résidents et à instituer un dépôt obligatoire de 30 % sur les fonds empruntés à l'étranger par les résidents. Mais ces mesures sont restées sans effet. Elles ont été levées au bout de quelques mois parce qu'en les instituant, le gouvernement espagnol a perdu sa crédibilité, de sorte que la prime de risque a augmenté, et les entrées de capitaux par différents circuits ont tout de même continué à croître.

L'une des leçons que nous pouvons donner aux pays en développement est qu'en pareil cas, la meilleure façon de procéder est de permettre à l'économie d'absorber ces apports de manière productive. Si l'on arrive à faire augmenter suffisamment la demande intérieure d'investissement, ces apports pourront être absorbés sans provoquer de surchauffe de l'économie. Une autre leçon est qu'il faut se garder de recourir à des mesures de contrôle quantitatif ou à d'autres mesures produisant un effet analogue, car elles finissent par saper la crédibilité de ceux qui les appliquent.

\* \* \*

SIR JEREMY MORSE : Merci. Quelques mots encore avant de clore la séance. Tout d'abord, je tiens à remercier notre conférencier. Avec un recul approprié, il a fait le tour d'un sujet très vaste, dont il a ensuite examiné de multiples facettes en répondant avec brio aux questions qui lui ont été posées dans l'optique de toutes les parties du monde.

Le texte intégral de la conférence suivi des questions et réponses sera publié d'ici quelques mois, mais en attendant, vous pouvez prendre à la sortie un exemplaire du texte de la conférence d'aujourd'hui illustré par des tableaux. Vous pourrez aussi vous procurer la version espagnole de la conférence qui a été donnée l'année dernière par Enrique Iglesias sur l'Amérique latine, ainsi que le texte de la conférence donnée par Alexandre Lamfalussy en juin dernier, à l'occasion du tricentenaire de la Banque d'Angleterre, sur le thème des banques centrales en transition. Vous avez aussi, avec le programme d'aujourd'hui, un formulaire que vous pouvez remplir si vous souhaitez recevoir le texte intégral de notre séance. Nous nous retrouverons dans un an à Washington. Merci à nos interprètes et encore merci à notre conférencier.



Guillermo de la Dehesa



## Biographie

Guillermo de la Dehesa est Conseiller délégué de la Banco Pastor et Vice-Président de Goldman Sachs Europe depuis 1988.

En 1991, M. de la Dehesa a été élu Président du Conseil des Chambres de commerce d'Espagne et Président pour l'Espagne de la Chambre de commerce internationale à Paris. Il siège au Conseil d'administration d'un certain nombre de sociétés espagnoles, dont l'Unión Eléctrica Fenosa et Hullas del Coto Cortés.

De 1982 à 1988, M. de la Dehesa a assumé de hautes fonctions dans le gouvernement espagnol : après avoir été Sous-Secrétaire au commerce, il a été nommé Secrétaire d'Etat à l'économie et aux finances. En ces deux qualités, il a joué un grand rôle dans la déréglementation des marchés financiers espagnols, l'élaboration d'une nouvelle législation des banques, des assurances, de l'audit et des marchés boursiers ainsi que la libéralisation des taux d'intérêt et des mouvements de capitaux. Auparavant, il avait été Directeur de la division Etranger de la Banque d'Espagne et Secrétaire général du Ministère de l'industrie et de l'énergie.

M. de la Dehesa a aussi beaucoup d'activités universitaires. Il est Vice-Président du Centre for Economic Policy Research à Londres et membre du Groupe des Trente. Il a donné des conférences dans un certain nombre d'universités et est l'auteur de nombreuses publications qui sont parues en Espagne et dans d'autres pays. Il a été consultant pour le Fonds monétaire international en matière de gestion de la dette, pour la Banque mondiale en matière de libéralisation du commerce extérieur, pour les gouvernements de la Pologne et de l'Union soviétique en matière de privatisation et pour la Hongrie en qualité de membre de la Commission du Ruban bleu.

## Les conférences Per Jacobsson

- 1964 *Economic Growth and Monetary Stability*. Exposés de Maurice Frère et Rodrigo Gómez (Bâle).
- 1965 *L'équilibre entre la politique monétaire et les autres instruments de la politique économique dans une société moderne*. Exposés de C.D. Deshmukh et Robert V. Roosa.
- 1966 *Le rôle actuel de la banque centrale*. Exposé de Louis Rasminsky; commentaires de Donato Menichella, Stefano Siglienti, Marcus Wallenberg et Franz Aschinger (Rome).
- 1967 *Le développement économique : aspects bancaires*. Exposé de David Rockefeller; commentaires de Felipe Herrera et Shigeo Horie (Rio de Janeiro).
- 1968 *Les banques centrales et l'intégration économique*. Exposé de M.W. Holtrop; commentaire de Lord Cromer (Stockholm).
- 1969 *Le rôle de l'or monétaire dans les dix prochaines années*. Exposé d'Alexandre Lamfalussy; commentaires de Wilfrid Baumgartner, Guido Carli et L.K. Jha.
- 1970 *Vers la création d'une banque centrale mondiale?* Exposé de William McChesney Martin; commentaires de Karl Blessing, Alfredo Machado Gómez et Harry G. Johnson (Bâle).
- 1971 *Mouvements internationaux de capitaux : passé, présent et avenir*. Exposé de Sir Eric Roll; commentaires de Henry H. Fowler et Wilfried Guth.
- 1972 *La crise monétaire de 1971 : les enseignements que l'on peut en tirer*. Exposé de Henry C. Wallich; commentaires de C.J. Morse et I.G. Patel.
- 1973 *L'inflation et le système monétaire international*. Exposé d'Otmar Emminger; commentaires d'Adolfo Diz and János Fekete (Bâle).
- 1974 *Vers un ordre monétaire international*. Exposés de Conrad J. Oort et Puey Ungphakorn; commentaires de Saburo Okita et William McChesney Martin (Tokyo).
- 1975 *Arrangements en vue dans le domaine des paiements internationaux, publics et privés*. Exposé d'Alfred Hayes; commentaires de Khodadad Farmanfarman, Carlos Massad et Claudio Segré.
- 1976 *Pourquoi les banques sont impopulaires*. Exposé de Guido Carli; commentaire de Milton Gilbert (Bâle).
- 1977 *Le fonctionnement du système monétaire international*. Exposés de Wilfried Guth et Sir Arthur Lewis.
- 1978 *Le marché international des capitaux et le système monétaire international*. Exposés de Gabriel Hauge et Erik Hoffmeyer; commentaire de Lord Roll of Ipsden.
- 1979 *L'angoisse des banques centrales*. Exposé d'Arthur F. Burns; commentaires de Milutin Cirovic et Jacques J. Polak (Belgrade).

- 1980 *Réflexions sur le système monétaire international*. Exposé de Guillaume Guindey; commentaire de Charles A. Coombs (Bâle).
- 1981 *Banques centrales : les enseignements de l'expérience*. Exposé de Jelle Zijlstra; commentaire d'Albert Adomakoh.
- 1982 *Politique monétaire : à la recherche d'un point d'ancrage*. Exposé de Gerald K. Bouey (Toronto).
- 1983 *Elaboration d'un nouveau système monétaire international : perspectives à long terme*. Exposé de H. Johannes Witteveen.
- 1984 *Nationalisme économique et interdépendance internationale : les choix nationaux et leurs coûts pour l'économie mondiale*. Exposé de Peter G. Peterson.
- 1985 *Savons-nous où nous allons?* Exposé de Sir Jeremy Morse (Séoul).
- 1986 *La mondialisation des opérations financières*. Exposé de Yusuke Kashiwagi.
- 1987 *L'interdépendance : vulnérabilité et possibilités*. Exposé de Sylvia Ostry.
- 1988 *Le système monétaire international : les vingt-cinq prochaines années* (symposium). Exposés de Sir Kit McMahon, Tommaso Padoa-Schioppa et C. Fred Bergsten (Bâle).
- 1989 *Pour un ajustement réussi : quelques enseignements à tirer de l'expérience du Ghana*. Exposé de J.L.S. Abbey. *La restructuration économique en Nouvelle-Zélande depuis 1984*. Exposé de David Caygill.
- 1990 *Le triomphe des banques centrales?* Exposé de Paul A. Volcker.
- 1991 *La route vers l'union monétaire de l'Europe : les leçons du régime de Bretton Woods*. Exposé d'Alexander K. Swoboda (Bâle).  
*La privatisation : choix financiers et possibilités*. Exposé d'Amnuay Viravan (Bangkok).
- 1992 *Un nouvel ordre monétaire pour l'Europe*. Exposé de Karl Otto Pöhl.
- 1993 *Amérique latine : transition économique et sociale vers le XXI<sup>e</sup> siècle*. Exposé d'Enrique V. Iglesias.
- 1994 *Les banques centrales en transition*. Exposé du Baron Alexandre Lamfalussy (Londres).  
*Le récent afflux de capitaux privés dans les pays en développement est-il durable?* Exposé de Guillermo de la Dehesa (Madrid).

Les brochures, publiées en anglais, en espagnol et en français, peuvent être obtenues gratuitement auprès de la Fondation. Les demandes doivent être adressées à : The Secretary, The Per Jacobsson Foundation, International Monetary Fund, Washington, D.C. 20431 (U.S.A.). Des photos ou des microfilms des éditions épuisées peuvent être achetés directement à University Microfilms International, 300 North Zeeb Road, Ann Arbor, Michigan, 48106 (U.S.A.), ou à Information Publications International, White Swan House, Godstone, Surrey RH9 8LW (Angleterre). Sauf indication contraire, les conférences ont lieu à Washington.

# La Fondation Per Jacobsson

Présidents honoraires : Eugene R. Black  
Marcus Wallenberg

Président fondateur : W. Randolph Burgess

Ancien président : Frank A. Southard, Jr.

## Fondateurs

Hermann J. Abs  
Roger Auboin  
Wilfrid Baumgartner  
S. Clark Beise  
B.M. Birla  
Rudolf Brinckmann  
Lord Cobbold  
Miguel Cuaderno  
R.v. Fieandt  
Maurice Frère  
E.C. Fussell  
Aly Gritly  
Eugenio Gudin

Viscount Harcourt  
Gabriel Hauge  
Carl Otto Henriques  
M.W. Holtrop  
Shigeo Horie  
Clarence E. Hunter  
H.V.R. Iengar  
Kaoru Inouye  
Albert E. Janssen  
Raffaele Mattioli  
J.J. McElligott  
Johan Melander  
Donato Menichella

Jean Monnet  
Walter Muller  
Juan Pardo Heeren  
Federico Pinedo  
Abdul Qadir  
Sven Raab  
David Rockefeller  
Lord Salter  
Pierre-Paul Schweitzer  
Samuel Schweizer  
Allan Sproul  
Wilhelm Teufenstein  
Graham Towers

## Conseil d'administration

Sir Jeremy Morse — *Président*

Michel Camdessus  
Andrew D. Crockett  
J. de Larosière  
Enrique V. Iglesias  
Baron Alexandre Lamfalussy

William McChesney Martin  
Jacques J. Polak  
Gengo Suzuki  
Peter Wallenberg  
H. Johannes Witteveen

## Bureau

Jacques J. Polak — *Président*  
Gordon Williams — *Vice-Président*  
Joseph W. Lang — *Secrétaire*  
G. Michael Fitzpatrick — *Trésorier*