

CA1
EA534
94C05
FRE
ex.1
DOCS

NON CLASSIFIÉ

COMMENTAIRE No. 5 du GROUPE des POLITIQUES

Dept. of External Affairs
Min. des Affaires extérieures

MAY 22 1996

RETURN TO DEPARTMENTAL LIBRARY
RETOURNER A LA BIBLIOTHEQUE DU MINISTRE



Entrées de capitaux récentes en Amérique latine : Trop beau pour durer?

*Richard E. Mueller
Économiste*

*Direction des politiques économique
et commerciale (CPE) Groupe des politiques*

(Août 1994)



Les commentaires du Groupe des politiques prennent la forme de brefs documents portant sur des questions intéressant les personnes et milieux qui suivent la politique étrangère.

Les opinions exprimées ne traduisent pas forcément celles du gouvernement du Canada.

Les lecteurs sont priés de faire parvenir à auteurs leurs observations ou demandes d'informations.

B43 276 212

Entrées de capitaux récentes en Amérique latine : trop beau pour durer?

Songez à toute l'influence que les détenteurs d'obligations japonais, allemands, anglais et américains exercent sur la monnaie et les taux d'intérêt canadiens? Imaginez l'influence que les investisseurs en actions ou les investisseurs en obligations pourraient avoir sur un pays ayant une économie fragile et des marchés financiers sous-développés dix fois plus petit que le nôtre¹. (traduction)

Même si la crise de l'endettement des pays en développement (PED) a été oubliée depuis longtemps par le public, la plupart des économistes pensaient encore, il n'y a pas si longtemps, qu'il faudrait des décennies avant que les débiteurs des banques commerciales d'Amérique latine ne soient accueillis de nouveau sur les marchés financiers internationaux. Cependant, les flux nets de capitaux vers l'Amérique latine ont repris après la baisse enregistrée durant toutes les années 80. Les transferts nets vers les pays d'Amérique latine sont de nouveau positifs. Bien que la composition de ces nouveaux capitaux ait changé, les crédits des banques commerciales faisant place à des investissements sous forme d'obligations et de portefeuilles d'actions et à un afflux de l'investissement étranger direct (IED), un renversement futur de ces flux n'est pas impossible. Un certain nombre d'économistes craignent qu'une seconde crise de l'endettement, qui n'aurait toutefois pas les mêmes conséquences, soit à l'horizon. Pour comprendre comment ce phénomène pourrait se produire, il faut comprendre l'ampleur qu'ont prise ces flux au cours des dernières années, ainsi que les raisons de l'attrait que présente de nouveau l'Amérique latine pour les investisseurs internationaux.

Ampleur des entrées de fonds récentes

Les flux nets de capitaux vers l'Amérique latine sont revenus à leurs niveaux nominaux d'avant la crise de l'endettement et les transferts nets vers la région sont redevenus positifs dans les années 90 après avoir été négatifs durant la majeure partie de la décennie précédente (tableau 1). Toutefois, la composition de ces flux a changé. Tandis que les crédits des banques commerciales composaient la majorité des flux de capitaux au cours des années précédant la crise de l'endettement, ce sont les portefeuilles d'actions, l'IED et les émissions d'obligations internationales qui ont augmenté depuis le début de la décennie.

Les prêts consentis par les banques commerciales étaient jadis concentrés dans quelques pays d'Amérique latine (Mexique, Argentine et Brésil) et il en est de même pour les nouveaux flux de capitaux. Par exemple, l'Argentine, le Brésil, le Chili et le Mexique

¹Douglas Goold, «Mutual funds in the Third World», *Globe and Mail*, le 25 juillet 1994, p. B9.

représentaient à eux quatre 86 p. 100 de tous les flux d'IED vers l'Amérique latine en 1992². La raison des flux a toutefois changé, les échanges de créances contre actifs faisant place à l'entrée de nouveaux capitaux comme instrument dans la privatisation d'entreprises d'État. De 1985 à 1989, l'IED sous forme de conversions de créances en actifs en Argentine, au Brésil, au Chili et au Mexique a totalisé 11,5 milliards de dollars américains. Par comparaison, de 1990 à 1992, l'émission d'actions à des fins de privatisation d'entreprises d'État a attiré des investissements de 5,1 milliards de dollars américains dans ces mêmes pays³.

Tableau 1 : Flux nets de capitaux et transferts nets vers l'Amérique latine et les Antilles, 1980 et 1986-1993
(en millions de dollars US)

	1980	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
Flux nets de capitaux	30 159	11 402	13 846	15 438	5 908	19 272	28 782	30 796	37 545
Flux net des dettes à long terme (p. ex., FMI)	23 355	6 113	5 871	4 998	(3 910)	8 012	6 205	5 317	11 062
Investissement étranger direct (net)	6 183	3 553	5 777	7 999	7 083	7 669	12 375	14 506	17 510
Flux de placements en actions	0	0	78	176	434	1 099	6 228	7 883	6 030
Subventions (excluant la coopération technique)	621	1 735	2 119	2 265	2 301	2 492	3 975	3 089	2 943
Transferts nets	7 488	(18 931)	(16 231)	(19 589)	(22 369)	(5 998)	4 198	5 433	9 494
Intérêts sur la dette à long terme	17 531	25 559	25 228	29 160	21 071	18 929	18 433	18 742	19 733
Versement de bénéfices sur l'IED	5 140	5 140	4 773	4 848	5 867	7 207	6 341	6 151	8 318

Notes : (1) La dette à long terme inclut les prêts (commerciaux et officiels) et les obligations.

(2) Les transferts nets correspondent aux flux nets de capitaux moins les intérêts sur la dette à long terme et les versements de bénéfices sur l'IED.

(3) Les données relatives à 1993 sont des données préliminaires.

Source : Banque mondiale, *op. cit.*, p. 186.

Comme l'IED, les émissions internationales d'obligations par les pays d'Amérique latine se sont aussi concentrées. Le Mexique a pris l'initiative, en émettant pour 4,4 milliards

²World Debt Tables, 1993-1994, vol. 1, Washington, Banque mondiale, 1993, p. 57.

³Banque mondiale, *op. cit.*, p. 57.

de dollars américains d'obligations en 1992 et il est prévu que l'émission se chiffrera à 7,5 milliards de dollars américains en 1993. Le Brésil vient au second rang (3,5 milliards de dollars en 1992 et, selon les estimations, 4,7 milliards de dollars américains en 1993), suivi de l'Argentine (1,7 et 3,5 millions de dollars américains respectivement)⁴.

L'apport de capitaux sur les principaux marchés latino-américains a aussi considérablement augmenté ces dernières années, alimentant ainsi encore davantage l'accroissement des flux financiers. En juin 1993, la valeur boursière totale au Mexique s'élevait à 130 milliards de dollars américains, comparativement à 76 milliards de dollars américains au Brésil et à 27 milliards de dollars américains en Argentine⁵. Les entrées totales sous forme de placements en actions, presque inexistantes à la fin des années 80, ont aussi augmenté à près de 8 milliards de dollars américains en 1992 (tableau 1). Les prêts des banques commerciales n'ont toutefois pas été aussi soutenus; les nouveaux crédits engagés par les banques commerciales dans la région ont totalisé en moyenne à peine plus de 1,5 milliard de dollars américains par année entre 1989 et 1993⁶.

Facteurs à l'origine de la reprise des entrées de capitaux

Pourquoi l'argent a-t-il commencé à affluer de nouveau dans ces pays? L'effet combiné de plusieurs facteurs a permis à un certain nombre de pays d'Amérique latine d'attirer d'importants volumes de capitaux internationaux.

Premièrement, les changements intérieurs survenus dans les pays mêmes ont fait de ces derniers des destinations attrayantes pour le capital étranger. Les pays d'Amérique latine, qui voyaient jadis l'investissement étranger comme une menace à leur souveraineté, ont commencé à accueillir celui-ci en changeant la réglementation discriminatoire à l'endroit des investisseurs étrangers. De plus, l'inflation a commencé à être contenue et la plupart des gouvernements de cette région ont commencé à établir des budgets responsables susceptibles d'endiguer les déficits de l'État. Les régimes commerciaux ont été libéralisés et les taux de change ont commencé à refléter la vraie valeur marchande des monnaies. En outre, la vente d'entreprises appartenant à l'État, par le biais d'échanges de créances contre actifs ou de

⁴Banque mondiale, *op. cit.*, p. 9.

⁵Banque mondiale, *op. cit.*, p. 26. Pour une bonne analyse des facteurs qui sous-tendent la croissance et l'internationalisation des marchés boursiers naissants, voir Peter K. Cornelius, «The Internationalization of Emerging Stock Markets», *Intereconomics*, vol. 29, n° 3, mai/juin 1994, p. 131-138.

⁶Banque mondiale, *op. cit.*, p. 18.

programmes de privatisation, a donné aux investisseurs de bonnes occasions d'investir. Le Plan Brady, seul véritable effort concerté visant à régler le problème du surendettement, a permis à un certain nombre de pays d'Amérique latine de réduire le fardeau du service de la dette. Il a de plus servi à signaler aux investisseurs mondiaux que le surendettement incontrôlable était maintenant contenu et que ces pays représentaient à nouveau des risques acceptables⁷. Le retour des capitaux enfuis qui représentaient des dizaines de milliards de dollars durant la crise des années 80, a stimulé davantage l'activité sur ces marchés.

Deuxièmement, la faiblesse des taux de croissance et des taux d'intérêt et les problèmes de balance des paiements dans des pays comme les États-Unis ont libéré des capitaux importants (sous forme tant de placements en actions que de l'IED) pour lesquels les investisseurs désiraient obtenir des taux de rendement plus élevés⁸. Pourtant, une étude récente du Fonds monétaire international (FMI) note que des facteurs externes n'ont pu être la cause première des entrées de capitaux dans les six pays étudiés puisque les changements observés dans les facteurs externes sont survenus après les entrées de capitaux⁹. Quoiqu'il en soit, même si les changements survenus dans les conditions économiques externes n'ont peut-être pas déclencher les entrées de capitaux, il n'y a guère de doute qu'ils ont contribué à la persistance de celles-ci.

Troisièmement, les changements apportés à la réglementation des marchés financiers dans les pays développés a accru la popularité des nouveaux instruments financiers (p. ex., les fonds mutuels et les produits dérivés) et la croissance marquée des régimes de pension résultant du vieillissement de la population a accru le bassin de capitaux internationaux à investir¹⁰. Dans plusieurs pays de l'OCDE, par exemple, on a aussi observé un essor des

⁷Pour une analyse plus approfondie des questions connexes, voir Richard E. Mueller, «*Still an Albatross? The LDC Debt Crisis Revisited*», Policy Staff Paper No. 94/09, Ottawa, ministère des Affaires étrangères et du Commerce international, mai 1994.

⁸Pour une explication des changements survenus dans l'économie américaine qui ont causé des entrées de capitaux en Amérique latine, voir Guillermo A. Calvo *et al.*, «*Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America*», *IMF Staff Papers*, vol. 40, n° 1, mars 1993, p. 108-151.

⁹Susan Schadler, *et al.*, *Recent Experiences with Surges in Capital Inflows*, Washington, FMI, décembre 1993, p. 5. Les pays considérés dans cette étude étaient le Chili, la Colombie, l'Égypte, le Mexique, l'Espagne et la Thaïlande.

¹⁰Pour un examen des changements survenus sur les marchés financiers américains, la plus importante source de capital étranger en Amérique latine, voir Roy Culpeper, «*Resurgence of Private Flows to Latin America: The Role of American Investors*», Institut Nord-Sud, février 1994.

régimes de retraite par capitalisation au détriment des régimes de retraite par répartition, ce qui a eu pour effet de grossir ces fonds¹¹. L'importance accrue de ces instruments, à laquelle s'ajoutent les possibilités limitées sur les marchés classiques, la progression de la philosophie de diversification internationale du portefeuille et la plus grande diffusion de renseignements sur les marchés naissants, a amené les investisseurs à rechercher le taux de rendement le plus élevé sur les marchés non classiques. Une enquête réalisée en 1992 fait remarquer que les gestionnaires de fonds institutionnels ont attribué quatre fois plus de fonds de leur portefeuille international aux marchés latino-américains et asiatiques, les portefeuilles de titres détenus en Amérique latine représentant 39 p. 100 des investissements sur les marchés naissants¹².

Quatrièmement, l'adoption de l'Accord de libre-échange nord-américain (ALENA) par les États membres et les entretiens qui ont mené à sa signature ont stimulé l'intérêt porté à la région, surtout au Mexique en ce moment. Certains ont soutenu que les économies d'Amérique latine qui n'ont pas procédé à autant de réformes que le Mexique et le Chili notamment ont aussi profité de cet essor à cause de son effet d'entraînement sur les marchés¹³.

¹¹Organisation de coopération et de développement économique, *Tendances des marchés des capitaux 56*, Paris, OCDE, octobre 1993. En général, les régimes de retraite par répartition représentent un transfert de la cohorte des gens actuellement employés aux bénéficiaires de la cohorte des retraités, tandis que les régimes de retraite par capitalisation sont financés par la cohorte des gens actuellement employés et investis pour les prestations de retraite futures de la même cohorte.

¹²Kleiman International Consultants, «1992 Emerging Stock Market Survey», Washington, 1992, cité dans Fonds monétaire international, *International Capital Markets Part II: Systemic Issues in International Finance*, Washington, FMI, août 1993, p. 58.

¹³Culpeper, *op. cit.*, p. 24. Culpeper soutient que les investisseurs n'ont peut-être pas toute l'information nécessaire pour faire la distinction entre un pays comme le Mexique, qui poursuit la réforme de son économie, et un pays comme le Brésil, qui n'a pas apporté d'améliorations. Pour cette raison, les investisseurs investiront dans la région à l'aide d'instruments tels que les fonds mutuels. Cela ne reflète pas de l'irrationalité de la part des investisseurs, mais seulement le fait que l'information est coûteuse. Bien entendu, ce manque d'information a des répercussions sur le rendement des obligations internationales émises, le Brésil devant en général offrir des taux plus élevés que ceux du Mexique. Voir Fonds monétaire international, *Private Market Financing for Developing Countries*, Washington, FMI, décembre 1992, p. 62-65.

Afflux trop grand en trop peu de temps?

Le problème qu'ont aujourd'hui les gouvernements d'Amérique latine n'est pas d'affronter la fuite à l'étranger des capitaux, comme c'était le cas durant les années 80, mais de trouver comment gérer les entrées importantes des capitaux. L'afflux croissant de devises étrangères a créé plusieurs problèmes, dont l'appréciation de la monnaie nationale, la création d'importants déficits courants et la forte hausse des taux d'intérêt nationaux. Pourtant, les pays qui ont fait l'objet d'entrées importantes ont dans l'ensemble réussi à bien les gérer¹⁴. Ces problèmes sont d'ailleurs relativement mineurs par rapport à ceux qu'a occasionnés la sortie massive des capitaux durant les années 80.

S'il y a une leçon à tirer de la crise de l'endettement du début des années 80, c'est que les capitaux sont très mobiles à l'échelle internationale. Cela est encore plus vrai de nos jours. Même si la région a réussi récemment à attirer de nouveau une partie importante des capitaux qui avaient fui dans les années 80, le phénomène pourrait être renversé rapidement. Selon Loxley : «Le danger est que ces «vagues» de rapatriement de capitaux peuvent tout aussi rapidement changer de sens, si la conjoncture intérieure ou extérieure devait changer de façon brusque»¹⁵. (traduction) Ce revirement pourrait facilement se produire sur les marchés boursiers, étant donné que la libéralisation des marchés financiers a considérablement réduit les restrictions sur les entrées (et les sorties) de capitaux étrangers. En outre, les obligations émises dans la plupart des pays fortement endettés ont des échéances à court terme et, même lorsque ces dernières sont plus longues, les obligations sont souvent assorties d'une clause de rachat anticipé comme forme de facilitation du crédit. Aussi, l'aspect court terme de ces entrées les rend très volatiles et incompatibles avec le financement à long terme nécessaire aux projets de développement.

Malgré la forte reprise des entrées de capitaux, le taux d'investissement ne s'est pas beaucoup amélioré dans les pays fortement endettés. Les taux d'investissement restent inférieurs à leurs niveaux d'avant la crise, vraisemblablement en raison du fait que les taux d'intérêt réels plus élevés favorisent les activités de recherche de maximisation de la rente et donc l'investissement dans les biens d'équipement. Par exemple, au Chili, au Mexique et en Argentine, l'investissement en pourcentage du produit intérieur brut (PIB) n'est pas encore revenu aux niveaux enregistrés à la fin des années 70 et au début des années 80. En outre, l'épargne intérieure a diminué, ce qui suppose que l'épargne étrangère a dû combler l'écart

¹⁴Voir Schadler *et al.*, *op. cit.*, et Banque mondiale, *op. cit.*, p. 26-28.

¹⁵John Loxley, «International Capital Markets, the Debt Crisis and Development», document présenté au *Global Development 50 Years After Bretton Woods: A Colloquium in Honour of Gerald K. Helleiner*, Ottawa, les 22-24 juin, p. 16.

entre l'épargne intérieure et l'investissement¹⁶. Qui plus est, une proportion appréciable des nouvelles entrées a été le résultat d'offres d'achat d'entreprises dont la privatisation était souhaitée ou d'échanges de créances contre actifs qui ne constituent pas de nouveaux investissements, les États-Unis étant la principale source de l'investissement étranger en Amérique latine¹⁷. Par conséquent, la recherche de solutions à l'accumulation de la dette n'a pas eu en Amérique latine l'effet sur l'investissement que beaucoup ont pu anticiper¹⁸.

Le système financier de l'Amérique latine demeure fragile et les investisseurs, surtout ceux des pays de l'OCDE, conservent une certaine méfiance à l'endroit de ces marchés. L'assassinat récent du candidat à la présidence du Mexique, M. Luis Donaldo Colosio, en est un bon exemple; seuls des efforts extraordinaires déployés par les dirigeants mexicains ont empêché l'événement politique de causer un renversement néfaste dans la forte reprise récente des entrées de capitaux¹⁹. L'incertitude politique qui a précédé les élections présidentielles d'août a aussi eu un effet défavorable sur les flux financiers. Récemment, on a signalé la fuite d'au moins 100 millions de dollars américains au Mexique chaque semaine²⁰.

En outre, on craint que les marchés financiers mondiaux ne soient encore très concentrés, que la diffusion de l'information ne soit insuffisante et que la réglementation de ces marchés ne soit inadéquate. Voilà autant de problèmes qui ont affligé les marchés financiers internationaux au début de la crise de l'endettement, mais qui ne semblent pas

¹⁶Selon les estimations, l'investissement en pourcentage du PIB a été de 19,9 p. 100 entre 1990 et 1993, ce qui représente une augmentation par rapport au pourcentage de 18,1 p. 100 enregistré entre 1986 et 1989, mais une baisse par rapport aux chiffres de 20,6 et 21,6 p. 100 enregistrés respectivement entre 1971 et 1978 et 1979 et 1985. L'épargne intérieure n'a pas augmenté non plus, ayant totalisé 15,5 p. 100 du PIB entre 1990 et 1993, ce qui représente une baisse par rapport aux pourcentages de 17,0, 18,4 et 16,2 p. 100 enregistrés respectivement au cours des trois périodes précédentes. Entre temps, l'épargne étrangère a augmenté pour combler le manque de capitaux à investir. Voir Fonds monétaire international, *Perspectives mondiales de l'économie*, Washington, FMI, octobre 1993.

¹⁷FMI, octobre 1993, *op. cit.*, p. 75.

¹⁸Loxley, *op. cit.*, p. 18.

¹⁹Voir Craig Torres, «How Mexico Averted Panic», *Globe and Mail*, le 29 mars, p. B9, pour un bon compte rendu suivi de la période qui a suivi immédiatement l'assassinat de Colosio.

²⁰*Wall Street Journal*, le 19 juillet, 1994, p. A10.

aussi menaçants pour le système financier international qu'ils ne l'étaient à la fin des années 70²¹. De plus, les gestionnaires de fonds font face à une vive concurrence et des pressions s'exercent de plus en plus sur eux pour qu'ils obtiennent des rendements toujours plus élevés, comme c'était le cas pour les banques commerciales dans les années 70 et 80. Ainsi, les gestionnaires de fonds peuvent être incités à ne pas tenir compte des risques plus élevés que peuvent comporter certains investissements dans leur recherche de rendements plus élevés²².

La hausse récente des taux d'intérêt internationaux a créé beaucoup d'inquiétude chez les investisseurs et peut nuire aux marchés naissants de plusieurs façons. D'abord et avant tout, la hausse des taux d'intérêt internationaux incitera les investisseurs sur ces marchés à répartir différemment leurs avoirs en investissant davantage dans des instruments à revenu fixe (p. ex., certificats de placement garantis (CPG), obligations d'épargne, etc.), au détriment des obligations de moins bonne qualité et des actions de ces pays. À l'exception du Chili, aucun pays d'Amérique latine n'a vu ses obligations obtenir la cote de bonne qualité des grands services américains d'évaluation des obligations. Cela signifie que des taux d'intérêt plus élevés doivent être offerts pour que les investisseurs acceptent les plus grands risques associés à ces obligations, à savoir des taux pouvant représenter jusqu'à 500 points de base de plus que ceux des obligations des pays industriels²³. Deuxièmement, plusieurs de ces pays ont encore d'importantes dettes auprès de banques commerciales internationales. La hausse des taux d'intérêt augmente les paiements à faire à ces banques commerciales, ce qui accroît d'autant le fardeau que doivent supporter ces pays et limite peut-être aussi leur taux de croissance en les obligeant à affecter des proportions de plus en plus grandes des fonds publics au service de la dette. En outre, le secteur privé naissant fait aussi face à des taux d'intérêt plus élevés, ce qui limite le nombre de projets rentables qu'il serait prêt à entreprendre. Il en résultera un exode des capitaux investis dans des titres puisque les investissements jadis sains n'auront plus autant d'attrait et que les investisseurs internationaux se mettront à chercher ailleurs des taux de rendement plus élevés.

Il est peu probable que les flux massifs de capitaux observés vers les pays d'Amérique latine se poursuivent au même rythme qu'au début de la décennie. La part des capitaux enfuis qui reviennent est limitée et les programmes de privatisation et les échanges de

²¹Loxley, *op. cit.*, p. 17.

²²Organisation de coopération et de développement économique, *Tendances des marchés des capitaux 57*, Paris, OCDE, février 1994.

²³Loxley, *op. cit.*, p. 15-16.

créances contre actifs tirent à leur fin dans des pays comme le Mexique et l'Argentine. La Banque mondiale estime que 16 p. 100 de l'IED en Amérique latine entre 1982 et 1992 étaient directement attribuables aux programmes de privatisation²⁴. On constate que la diminution du nombre d'entreprises en voie de privatisation s'accompagne d'une baisse des entrées de capitaux. De plus, les entrées de capitaux ont été concentrées dans les pays comme le Mexique, l'Argentine et le Chili qui ont procédé à des réformes structurelles massives. Les prochaines entrées de capitaux pourraient avoir lieu dans des pays comme le Brésil qui a à peine amorcé la réforme de son économie. Certains prétendent que l'Amérique latine, au lieu d'avoir à composer avec des entrées massives de capitaux, pourrait avoir à faire face à des sorties massives de capitaux, surtout si un tel exode est favorisé par des facteurs extérieurs à ces pays (p. ex., hausse des taux d'intérêt réels et des taux de croissance réels dans les pays de l'OCDE). L'observation suivante est apparue, en substance, dans une étude récente du FMI.

Quand des entrées massives de capitaux sont attribuables principalement à des changements dans les conditions macro-économiques externes ou aux effets d'entraînement qui en résultent, il est moins certain que les entrées seront canalisées vers des investissements productifs : il y a un plus grand danger que les entrées servent à stimuler la consommation et les investissements spéculatifs, que la monnaie nationale s'apprécie en termes réels d'une façon non durable et qu'il y ait renversement des flux²⁵.

Si cela se produit, alors certains des pays de la région ayant apporté le moins d'améliorations (le Brésil et le Venezuela, par exemple) pourraient subir des sorties de capitaux importantes, à moins qu'ils ne procèdent rapidement à des réformes économiques.

Possibilité d'une seconde crise de l'endettement

Contrairement à ce qui s'est produit au début des années 80, plusieurs facteurs rendent actuellement peu probables des sorties massives de capitaux et, s'il y en a, elles n'auront vraisemblablement pas des conséquences graves pour le système financier international. Premièrement, les crédits bancaires étaient le mode de financement le plus courant dans les années 70, après le premier choc pétrolier. Les banques normalement prudentes disposaient de montants énormes en pétrodollars et cherchaient à investir les dépôts accrus. Elles ont considérablement relâché leurs pratiques de prêt normales et modifié ou contourné les

²⁴Banque mondiale, *op. cit.*, p. 61.

²⁵Schadler *et al.*, *op. cit.*, p. 29.

règlements régissant leur fonctionnement aux États-Unis; en effet, au lieu d'exiger des garanties comme elles en avaient l'habitude, pour les prêts ayant rapport à des projets, par exemple, elles ont entrepris de consentir des prêts aux fins de la balance des paiements sans exiger de garanties. Aujourd'hui, une plus grande proportion des entrées de capitaux est sous forme d'investissement étranger direct qui représente un type d'investissement à plus long terme que les crédits commerciaux à court terme sur lesquels on comptait surtout au début des années 80. De plus, même si les crédits bancaires commencent à peine à réapparaître en Amérique latine, après une absence manifeste dans les années 80, il est probable qu'ils augmentent rapidement à l'avenir. En conséquence d'une réglementation plus rigoureuse et d'une plus grande prudence de la part des banques commerciales, ainsi que d'une meilleure information et de la réaffectation des prêts aux projets plutôt qu'à l'aide au titre de la balance des paiements fondée sur le risque souverain, les nouveaux prêts seront plus sûrs²⁶.

Deuxièmement, il y a aujourd'hui une moins grande concentration des détenteurs étrangers de titres de participation et de titres de créance. Contrairement à ce qui se passait au début des années 80 quand des syndicats internationaux de banques commerciales détenaient la plupart des titres de créance d'un petit nombre de pays, le gros des obligations et des avoirs en actions sont en ce moment entre les mains de particuliers et d'investisseurs institutionnels. Il en résulte un plus grand partage du risque et le commerce de ces titres aide à informer à l'avance les investisseurs, par l'évolution des prix, des difficultés qui pourraient survenir, mais il est plus difficile pour les investisseurs d'agir de façon concertée puisque les instruments de créance sont répartis entre un très grand nombre de titulaires²⁷. L'investissement étranger direct est aussi réparti entre un plus grand nombre de sociétés différentes, ce qui réduit le risque de défaillance systémique si des problèmes devaient survenir. Autrement dit, le système financier international ne sera pas menacé si les pays devaient éprouver de nouveau des problèmes de service de la dette. En outre, les prêts consentis précédemment par les banques commerciales reportaient tout le risque sur les pays emprunteurs puisque ce sont ces derniers qui devaient assumer la totalité du risque associé

²⁶OCDE, février 1994, *op. cit.*, p. 13-14.

²⁷Dans les années 70 et au début des années 80, la dette officielle était détenue par quelques pays et institutions financières internationales. De même, les prêts de banques commerciales étaient faits par quelques grosses banques (avec la participation d'un certain nombre de banques plus petites). Lorsque ces portefeuilles de prêts sont devenus irrécouvrables après 1982, des mesures ont pu être prises dans le cadre du Club de Londres et du Club de Paris, en raison du nombre relativement petit des détenteurs de titres de créance. Aujourd'hui, en revanche, les titres de créance et les titres de participation sont détenus par des milliers de particuliers, de sociétés et d'investisseurs institutionnels, ce qui rend une telle réaction concertée plus difficile à envisager sur le plan logistique.

aux taux d'intérêt et au change. Aujourd'hui, ce risque est assumé par les détenteurs étrangers de titres de créance et d'obligations.

Troisièmement, tandis que dans les années 80, la dette auprès de banques commerciales était détenue par les gouvernements ou par des entreprises d'État et servait à financer les déficits budgétaires et la consommation, les fonds sont aujourd'hui canalisés dans le secteur privé naissant où l'on peut supposer qu'ils servent à des investissements plus productifs. La Banque mondiale estime que les flux d'un secteur privé à un autre représentent maintenant 60 p. 100 des entrées nettes de fonds dans tous les pays en développement réunis²⁸.

Quatrièmement, les pays qui ont été les plus gros bénéficiaires des entrées de capitaux sont ceux qui ont procédé à des réformes de leur économie et qui ont réussi à absorber les entrées massives. Un des moyens d'absorber les flux a consisté à accroître les réserves de liquidités internationales. Par exemple, la situation du Mexique au plan de sa réserve internationale s'est améliorée, passant de 4,2 milliards de dollars américains en 1980 à plus de 19 milliards de dollars américains en 1992²⁹. Cette façon de procéder permet aux débiteurs de survivre à un renversement subit des entrées de capitaux, du moins à court terme, et de maintenir le niveau de leurs importations, de continuer à rembourser leur dette et de soutenir leur monnaie nationale.

Perspectives d'avenir

À quoi peut-on s'attendre dans un proche avenir? L'optimisme suscité par les prêts de banques commerciales au cours des deux dernières décennies a en partie gagné les investisseurs privés et institutionnels qui investissent des dizaines de milliards de dollars dans les marchés naissants d'Amérique latine. Il est probable que les entrées de capitaux dans la région ralentiront à mesure que s'achèveront les programmes de privatisation et que s'intensifiera l'activité sur les marchés, mais les flux resteront positifs. De même, à mesure que progresseront les réformes économiques donnant lieu à une stabilité économique dans les pays comme le Brésil, ces pays attireront une part plus grande du bassin des capitaux internationaux. La hausse des taux d'intérêt et de croissance réels sur les marchés traditionnels de l'OCDE entraînera aussi l'apparition de nouvelles possibilités intéressantes d'investissement du capital international.

²⁸Banque mondiale, *op. cit.*, p. 3.

²⁹Banque mondiale, *World Debt Tables, 1993-1994, vol. 2*, Washington, Banque mondiale, 1993, p. 298.

La gestion de ces entrées massives de capitaux a posé des problèmes, mais ces derniers ne sont rien en comparaison des conséquences négatives d'une sortie massive de capitaux. Il est peu probable que se produisent des sorties importantes de capital étranger et la plupart des pays, bien que leurs marchés financiers demeurent fragiles, sont en mesure de tenir le coup, si les investisseurs étrangers devaient manifester un recul temporaire. La répartition du risque permettra aussi d'éviter que le système financier international ne soit menacé, comme il l'a été dans les années 80, même s'il y avait un renversement radical des flux de capitaux. Toutefois, il faudra que s'améliorent les taux d'épargne et d'investissement intérieurs, encore faibles par rapport aux niveaux habituels enregistrés dans le passé, pour stimuler la croissance économique, pour permettre le remboursement de la dette et pour que les actionnaires obtiennent un taux de rendement compétitif sur leurs avoirs.

CA1 EA534 94C05 FRE ex.1 DOCS
Mueller, Richard E.
Entrees de capitaux recentes en

LIBRARY E A/BIBLIOTHEQUE A E



3 5036 20082916 9