

CHRONIQUE

LES MARCHÉS INTERNATIONAUX DE CAPITAUX EN 1993

DOMINIQUE NIVAT *

En 1993, pour la troisième année consécutive, la croissance économique de l'ensemble des pays de l'OCDE est restée nettement en deçà de 2 %. Les pays européens de la zone notamment, ont souffert d'une récession qui, pour certains d'entre eux, a pris une ampleur inégalée depuis le début des années 1950. Pourtant l'activité sur les marchés internationaux de capitaux n'a jamais été aussi vive qu'en 1993, qu'on la mesure en volume des transactions sur les marchés secondaires ou aux montants des fonds — bruts ou nets de remboursements et de refinancements — collectés sur les marchés primaires. L'ensemble des financements nets à moyen et long terme aurait ainsi atteint 340 Md \$, soit 100 de plus qu'en 1992. En termes bruts, les émissions et facilités d'emprunt internationales ont progressé de près d'un tiers par rapport à l'année précédente, s'établissant à plus de 800 milliards de dollars (tableau 1 et 2).

Il est vrai qu'en Europe les perturbations sur les marchés des changes — qui, en dépit de l'extension des possibilités de couverture des risques de change, sont peu propices à l'émission d'emprunts internationaux — et le recul de l'activité ont semblé s'atténuer dès le début du second semestre 1993, en même temps que se confirmaient la vigueur de la reprise américaine et le redémarrage du Royaume-Uni. L'année a d'ailleurs été mise à profit par nombre d'administrations publiques de pays européens qui ont, plus que jamais et pour des émissions de montant unitaire élevé, accru leurs levées de fonds sur les marchés obligataires internationaux à la fois dans le but de reconstituer leurs réserves de change et de pallier des déficits budgétaires en forte croissance¹. Poursuivant la restructuration de

285

* *Chargé de Mission, Direction de la Prévision, Ministère de l'Economie, Paris.*

¹ *Ainsi les administrations publiques ont collecté au total quelques 105 Md \$ sur les marchés obligataires étrangers et internationaux en 1993, contre 64 Md \$ en 1992, ce qui a porté leur part de marché de 10 à près de 22 %. Parmi les plus grands emprunteurs publics, ont notamment figuré*

Tableau 1
Le financement sur les marchés internationaux de capitaux
Origine géographique des emprunteurs

Emissions brutes milliards de dollars et en pourcentage	1989	1990	1991	1992	1993
Pays de l'O.C.D.E.	91,4%	88,4%	87,5%	87,9%	85,2%
Etats-Unis	14,3%	10,8%	14,6%	15,6%	15,4%
Japon	22,9%	14,8%	15,6%	12,4%	10,5%
Allemagne	3,3%	3,7%	3,7%	4,7%	8,0%
France	5,3%	6,6%	7,1%	7,0%	7,2%
Royaume-Uni	10,0%	11,8%	12,0%	11,6%	6,3%
Canada	4,6%	5,3%	5,7%	5,0%	4,8%
Italie	4,5%	6,6%	4,0%	2,5%	3,8%
Pays en développement	4,7%	6,6%	8,8%	7,8%	10,4%
Europe centrale et orientale	1,0%	1,1%	0,3%	0,2%	0,8%
Divers	2,9%	4,0%	3,4%	4,1%	3,6%
Financement total	466,5	434,9	536,0	609,7	810,5

286

Source : O.C.D.E., Tendances des marchés de capitaux, Février 1994

Tableau 2
Les instruments de financement sur les marchés internationaux de capitaux

Emissions brutes milliards de dollars	1989	1990	1991	1992	1993
Obligations	91,4%	88,4%	87,5%	87,9%	85,2%
Obligations à taux fixe	14,3%	10,8%	14,6%	15,6%	15,4%
Obligations à taux variable	22,9%	14,8%	15,6%	12,4%	10,5%
Obligations à bons de souscription d'actions	3,3%	3,7%	3,7%	4,7%	8,0%
Obligations convertibles	5,3%	6,6%	7,1%	7,0%	7,2%
Autres obligations	10,0%	11,8%	12,0%	11,6%	6,3%
Actions	4,6%	5,3%	5,7%	5,0%	4,8%
Prêts syndiqués	4,5%	6,6%	4,0%	2,5%	3,8%
Facilités d'emprunts à moyen terme	4,7%	6,6%	8,8%	7,8%	10,4%
Financement total	466,5	434,9	536,0	609,7	810,5

Source : O.C.D.E., Tendances des marchés de capitaux, Février 1994

leur bilan, de nombreuses banques se sont également refinancées sur ces marchés.

Contrairement aux pays d'Europe continentale, plusieurs pays d'Amérique latine et d'Asie surtout ont connu une croissance record. Ces deux continents ont été destinataires de la quasi-totalité des fonds collectés sur les marchés internationaux de capitaux par l'ensemble des pays en développement, soit 84 Md \$, ce qui marque une progression sensible de leur part de marché par rapport à l'année précédente. Il est également notable qu'une partie significative de ces fonds aient émané d'investisseurs privés occidentaux et aient échu à des emprunteurs privés de la zone. Il semble se confirmer que nombre de pays en développement ont acquis — ou retrouvé — une crédibilité économique et financière leur permettant d'accroître leurs recours aux financements externes (cf. ci-après).

Parmi les pays de l'OCDE, les Etats-Unis, et le Japon sont restés aux premiers rangs des emprunteurs mondiaux, tandis que l'Allemagne accédait à la troisième place suite à doublement des appels de ses résidents aux marchés extérieurs et internationaux. A noter également la place importante de la France (7 % des fonds collectés en 1993, représentant 58 Md \$) dont les résidents sont, en quelques années, devenus des intervenants majeurs sur les marchés internationaux.

En 1993, l'ensemble des instruments ont contribué à l'essor des marchés internationaux de capitaux. Mais la croissance des facilités d'emprunts à moyen terme, qui avait dépassé 50 % en 1992, s'est sensiblement ralenti au profit des émissions obligataires. Compte-tenu du développement récent de ce type d'instruments, les financements nets à moyen terme ont néanmoins atteint près de 70 Md \$, soit une progression de 37 %.

Après plusieurs années de stagnation ou de recul, le marché des crédits syndiqués a connu une expansion modérée. Les marges bancaires, qui s'étaient fortement accrues les années précédentes, se sont resserrées, tout au moins pour quelques emprunteurs de premier plan à la solvabilité avérée. En raison de nombreuses opérations de refinancement liées à la baisse générale des taux d'intérêt, l'encours net n'a cependant augmenté que de 70 Md \$, ce qui représente la plus faible progression depuis 1986. Parmi les principaux acteurs sur ce marché ont figuré les résidents américains, dont les emprunts se sont montés à 70 Md \$, soit plus de la moitié du total. Sur ce montant, les deux-tiers environ étaient destinés à des remboursements anticipés de crédits antérieurs. En dépit de l'amélioration de

les Etats dont les réserves de changes avaient été fortement réduites à la suite des attaques spéculatives de l'été 1992 et de l'été 1993 : l'Italie, le Royaume-Uni, la Suède, la Finlande etc. Mais pas la France qui a opté pour un financement à court terme du F.E.C.O.M., dont une grande partie est aujourd'hui remboursée.

la situation financière de nombreux débiteurs publics et privés des pays en développement, les institutions financières occidentales — sans doute échaudées par les importantes provisions pour créances douteuses qu'elles ont dû passer au cours de la décennie 1980, et par les accords de renégociation de dettes qui ont fréquemment débouché sur des aménagements des conditions de remboursement relativement favorables aux débiteurs — n'ont guère accru leurs concours à la zone « hors OCDE ».

Les émissions d'actions internationales ont progressé de plus de 70 % en 1993, à 41 Md \$, ce qui en fait l'instrument le plus dynamique du marché. Le montant sans précédent collecté en 1993 tient bien sûr à l'excellente tenue de la quasi-totalité des Bourses mondiales après plusieurs années difficiles ; il est dû également en partie à l'importance des programmes de privatisation — dans lesquels les tranches proposées à la souscription de résidents étrangers se sont généralisées — mis en place dans le monde, et notamment en France, en Espagne, au Royaume-Uni et en Argentine. Les pays d'Amérique latine ont d'ailleurs abondamment sollicité le marché des actions internationales (recueillant 6 Md \$ au total), de même que, pour la première fois, les pays d'Asie en développement (qui ont récolté 5 Md \$).

Les obligations sont restées en 1993 le principal supports des emprunts à moyen et long terme sur les marchés internationaux et extérieurs. Les émissions ont crû de plus de 40 % et leur part de marché s'est établie à 60 % du total des fonds collectés. En termes nets, la hausse a été encore plus manifeste : 200 Md \$, soit une augmentation de 80 % par rapport à 1992. Quasiment tous les pays ayant accès aux financements internationaux ont recueilli des fonds supérieurs à ceux de l'année précédente, et notamment les pays en développement dont la part (9,5 %) a doublé en 1993.

Le partage par monnaies confirme la prééminence des émissions en dollars américains, mais, à l'exception de l'écu — dont les émissions ont chuté de 64 % en 1993 — et du dollar australien, les emprunts obligataires émis en d'autres devises internationales ont également progressé. Les meilleures performances ont été enregistrées sur la livre sterling et sur d'autres monnaies européennes de moindre importance — peseta et lire italienne — pour lesquelles les anticipations de change et de dégrèvement des taux d'intérêt se sont révélées particulièrement favorables, passé leur forte dépréciation de début d'année. Notons aussi la hausse des émissions en deutsche mark, en francs français et en florins, et la réduction de la part des obligations en yens, pour la troisième année consécutive.

Portées par la dégrèvement mondiale des taux d'intérêt, les obligations classiques à taux fixe ont représenté le principal moyen de financement obligataire (77 % du total), privilégié par toutes les catégories d'emprunteurs, à l'exception des banques et des institutions financières. Elles ont notam-

ment servi de support dans un compartiment du marché apparu en 1989 à l'initiative de la Banque mondiale et en pleine croissance en 1993 : les obligations mondiales².

Parmi tous les types d'instruments obligataires, les obligations convertibles sont celles qui ont connu le plus grand succès en 1993, les émissions progressant de 250 % par rapport à 1992. Ce succès est bien entendu à mettre en relation avec la hausse des marchés boursiers dans le courant de l'année. Traditionnellement actives sur ce marché, les entreprises japonaises ont levé ainsi près de 5 Md \$, essentiellement au premier semestre. Mais des emprunteurs britanniques et, pour la première fois, des sociétés établies dans des pays en développement (principalement localisées à Hong-Kong et en Thaïlande) ont également concouru au dynamisme des émissions d'obligations convertibles.

Enfin, en hausse à partir de la mi-1992, les émissions d'obligations à taux variable ont retrouvé des niveaux inégalés depuis une dizaine d'années. Cette progression, due principalement aux institutions financières et aux administrations publiques, s'est accompagnée d'une diversification des modes de rémunération. Dans un contexte général d'instabilité des taux d'intérêt à court terme, se sont développées des émissions offrant une rémunération maximum et une rémunération minimum, offrant ainsi une certaine protection aux investisseurs. En Allemagne particulièrement, mais également dans d'autres pays européens, les anticipations de baisse des taux courts ont favorisé l'essor des obligations à conditions de révision inversées, c'est-à-dire dont le coupon est déterminé par la différence entre un taux fixé a priori et un taux interbancaire à court terme.

289

Le retour des capitaux étrangers vers les pays d'Amérique Latine

Le retour des capitaux privés étrangers vers l'Amérique latine³ depuis le début des années 1990, huit ans après la crise de la dette qui a provoqué en 1982 leur retrait brutal et durable, est l'une des caractéristiques principales de l'évolution récente de la balance des paiements de la zone. Les entrées

² Les obligations mondiales sont émises simultanément sur le marché international et sur plusieurs marchés nationaux et peuvent être négociées à l'échelle mondiale. Elles constituent à l'heure actuelle un instrument en plein développement pour quelques emprunteurs disposant des meilleurs signatures et ayant d'importants besoins de financement.

³ Le retour des capitaux concerne pour l'essentiel les principaux pays de la zone (Brésil, Mexique, Argentine, Chili, Colombie et plus récemment Pérou) sur lesquels nous centrerons la présente étude. Noton également que les pays d'Asie du sud-est ont également connu un phénomène d'afflux massif de capitaux depuis le début des années 1990, qui présente des similitudes mais aussi des différences sensibles avec le retour des capitaux en Amérique Latine (Calvo, Leiderman, Reinhard [1993b]).

Tableau 3
Détail du compte de capital de l'Amérique Latine (milliards de dollars)

	1980	1981	1989	1990	1991	1992
Compte de capital	33,7	52,7	5,4	16,3	33,3	58,7
Secteurs non monétaires	25,1	31,0	8,3	12,6	31,3	58,0
Secteur privé	20,0	23,9	-7,5	10,7	23,5	60,5
Invest. directs	5,7	8,0	6,2	6,5	10,9	15,1
Invest. de portefeuille	2,0	2,4	1,6	3,4	11,7	29,0
Autres invest. à long terme	12,5	21,9	-5,0	1,7	-3,3	4,2
Autres invest. à court terme	-0,2	-8,4	-10,3	-1,0	4,1	12,2
Secteur officiel	5,8	7,5	15,8	1,9	7,8	-2,4
Secteur monétaire	8,6	21,4	-2,9	3,7	1,9	0,6

Source : Banque Interaméricaine de développement

290

nettes de capitaux⁴ en Amérique Latine sont en effet passées d'environ 5 Md \$ en 1989 à 16 en 1990, 33 en 1991 et 59 en 1992, niveau auquel elles se seraient stabilisées en 1993, selon les premières estimations. Cette évolution est essentiellement le fait des capitaux privés dont les entrées nettes, négatives depuis 1983, sont redevenues positives en 1990 et ont connu une vive progression depuis lors. Le flux actuel est toutefois pour l'heure de moindre ampleur que celui de la fin des années 70 et du début des années 1980. En effet, si les entrées nettes de capitaux privés sont actuellement revenues au niveau du début des années 80, elles restent encore inférieures à ces dernières en pourcentage du PIB, 6,5 % en 1981 contre 5,2 % en 1992 (après 3 % en 1991 et 1,5 en 1990).

Nous traiterons successivement deux séries de questions liées au retour des capitaux vers l'Amérique Latine.

En premier lieu, l'afflux net de capitaux peut être considéré comme une évolution positive. En effet, il paraît traduire une plus grande confiance des marchés dans la conduite des politiques macroéconomiques et dans les perspectives de l'activité en Amérique Latine. Il permet également un relâchement de la contrainte extérieure à un moment où est progressivement mis fin à plus d'un demi-siècle de protectionnisme et où l'offre

⁴ Les entrées nettes de capitaux peuvent être définies comme l'augmentation des engagements extérieurs nets des secteurs public et privé durant une période de temps donné. Elles peuvent être mesurées par l'excédent du compte de capital de la balance des paiements. Elles sont égales à la somme de l'excès de dépense par rapport au revenu (le solde courant) et de la variation des réserves officielles de change (aux erreurs et omissions près). Ainsi des entrées nettes positives de capitaux peuvent être associées à une augmentation du déficit de la balance courante et/ou à une accumulation des réserves.

domestique est incapable de répondre à la demande. Enfin, ce nouveau flux de capitaux semble à bien des égards fort différent de l'épisode précédent des années 70 qui a débouché sur la crise de la dette. Il intervient en effet dans un contexte macroéconomique nouveau et sa composition n'est pas du tout la même.

Toutefois, à côté de ces effets favorables, le retour des capitaux, de par son ampleur même, est porteur d'un certain nombre de risques qu'il convient de bien percevoir et nécessite une adaptation des politiques économiques des pays concernés. Il soulève aussi un certain nombre de questions quant à sa permanence et à la capacité des différents pays d'assurer à moyen terme le paiement des intérêts et dividendes qui lui sont liés.

1 - Retour des capitaux vers l'Amérique latine est un élément très positif pour l'évolution économique de la zone.

Le retour des capitaux traduit la confiance dans la réussite des politiques de stabilisation macroéconomique et de la libéralisation des économies.

Le retour des capitaux vers l'Amérique Latine résulte d'abord de l'avancée de certains pays (Chili, Mexique depuis 1988, Argentine depuis 1990, en particulier) dans la mise en œuvre de politiques de stabilisation macroéconomique qui ont permis aux principales économies de la zone (Brésil excepté) de renouer avec une croissance économique soutenue, de réduire simultanément l'inflation — inférieure à 10 % en glissement annuel en Argentine et au Mexique en 1993 alors qu'elle était encore de l'ordre de respectivement 1 400 % et 30 % en 1990 — et d'éliminer les déficits publics⁵.

Ce flux de capitaux est également favorisé par la libéralisation des économies, sous forme de progrès dans la convertibilité des monnaies (unification des taux de change, suppression du contrôle des changes par exemple), de politiques de change mieux définies, de réglementations visant à libéraliser les investissements étrangers ou encore du développement des systèmes financiers locaux.

Dans le même temps, le retour de la croissance économique ainsi que les programmes de réduction et de conversion de dette, dans le cadre du plan Brady, ont permis d'améliorer les ratios d'endettement de ces pays — en pourcentage du PIB, le stock de dette est revenu de 66,7 % en 1980 à 41,7 % en 1992 — ainsi que la notation du risque qui leur était associé sur

⁵ Pour un bilan des politiques macro-économiques voir Banque Mondiale (1993) « A decade after the debt crisis. »

les marchés internationaux. On notera également le rôle des rendements très élevés offerts aux investisseurs par des économies en phase de rattrapage économique. De même, la perspective de l'ALENA a joué un rôle important dans l'afflux des capitaux vers le Mexique à partir de 1990.

Les capitaux attirés par ces facteurs paraissent a priori peu volatils à moins d'une crise politique ou économique majeure remettant en cause la stabilité macroéconomique et la pérennité des réformes dans les pays concernés. Ils prennent le plus souvent la forme d'investissements à moyen ou long terme (du type investissements directs étrangers) dont la part semble d'autant plus importante que le pays est avancé dans la voie des réformes et de la stabilité économique. Les investissements directs nets représentaient en effet 20 % du flux net vers le Mexique en 1992, 25 % vers le Chili, près de 40 % vers l'Argentine et seulement 10 % pour le Brésil.

Le flux d'investissements directs et de portefeuille a également été renforcé par les programmes de privatisations qui ont attiré les capitaux de deux façons : la conversion de dettes en actifs du pays débiteur⁶ et la vente contre devises de titres des sociétés privatisées à des investisseurs étrangers. Au Mexique, par exemple, les privatisations auraient rapporté environ 20 Md \$⁷. Selon la Banque Mondiale (World Debt Tables 1993-94), sur la période 1988-92, 16,4 % des investissements directs étrangers vers l'Amérique Latine seraient liés aux privatisations. Les entrées de capitaux liées aux programmes de privatisations constituent cependant des ressources non reproductibles dès lors que ces programmes semblent toucher à leur fin. C'est notamment le cas en Argentine, au Chili et au Mexique. En revanche, les privatisations commencent tout juste au Pérou.

292

Les effets du retour des capitaux sont globalement favorables : ils ont permis de compenser l'insuffisance de l'offre et de l'épargne domestiques tout en accroissant les réserves de change

Le retour des capitaux doit être resitué au regard d'une autre évolution majeure de la balance des paiements de la zone : la détérioration des balances courantes due à la nette dégradation des soldes commerciaux. Les relations entre les deux phénomènes sont complexes. Une dégradation du solde courant nécessite des mouvements de capitaux en sens inverse. Ici, la causalité paraît plutôt inversée. En effet, le retour des capitaux a vraisemblablement conduit à un assouplissement progressif des exigences en matière de solde de paiements courants dans la mesure

⁶ Transformation après décote d'une créance bancaire en droit de propriété sur un actif du pays débiteur.

⁷ Source : Banque Interaméricaine de Développement (B.I.D.) - Flux de capitaux étrangers vers l'Amérique latine : évolution récente et perspectives - F. Jaspersen, J. Ginarte, novembre (1992).

où le financement d'un déficit accru paraissait plus aisé. On note d'ailleurs qu'il y a antériorité entre le retour des capitaux privés (1990) et le creusement du déficit courant (1991). Le relâchement des contraintes de financement extérieur permis par ce flux apparaissait en outre d'autant plus nécessaire que les principaux pays ouvraient progressivement leurs frontières.

Les entrées de capitaux ont ainsi permis un bouclage aisé des comptes extérieurs dans un contexte d'insuffisance aussi bien qualitative que quantitative de l'offre locale. A terme, le surplus d'importations permis pourra d'autant plus contribuer à la nécessaire réduction du déficit courant, qu'il est constitué de biens d'équipement, c'est-à-dire que le surcroît de déficit des paiements courants est davantage le résultat d'un rebond de l'investissement que d'une contraction de l'épargne des ménages au profit de la consommation. C'est notamment le cas en Argentine et au Mexique. En Argentine, la part des biens d'équipement dans les importations est passée de 30 à 36 % entre 1989 et 1992. Parallèlement, le ratio investissement privé/PIB passait de 15,7 % à 19,6 %⁸. Au Mexique, depuis 1990, ces deux variables sont passées respectivement de 22 % à 24 % et de 21,9 % à 23,2 %. Cet impact à moyen terme paraît d'autant plus significatif que la part des investissements directs est élevée dans la mesure où ces derniers tendent à favoriser les transferts de technologie et de savoir-faire vers ces pays ainsi que le développement d'un secteur industriel performant, notamment à l'exportation.

293

Les entrées de capitaux ont également permis aux pays latino-américains d'accroître leur solvabilité via l'accumulation des réserves de change⁹. On observe en effet qu'en 1990, plus de 80 % des entrées nettes de capitaux se sont traduites par une accumulation des réserves en devises. En 1991 et 1992, les entrées nettes contribuaient pour moitié à l'accumulation de réserves et pour moitié au financement du déficit courant. Les réserves en devises ont quasiment doublé entre 1990 et 1992 en Argentine et au Mexique. Pour l'ensemble de la zone elles représentaient près de 6 mois d'importations en 1992 contre trois mois et demi en 1989.

⁸ A comparer avec une moyenne de 30 % du PIB en Asie et 40 % en Corée du Sud.

⁹ Le compte des réserves en devises de la balance des paiements enregistre les achats et ventes de devises par la Banque Centrale ; ce poste permet de rendre compte des interventions des autorités monétaires sur les marchés des changes. Il y a deux réponses extrêmes possibles d'une Banque centrale à une augmentation des entrées de capitaux. Ne pas intervenir ; dès lors les entrées nettes de capitaux financent uniquement une augmentation du déficit courant. Intervenir en achetant les devises apportées par le flux de capitaux ; dans ce cas le redressement du compte de capital se traduit par une accumulation équivalente des réserves en devises. Les autorités monétaires de la zone ont le plus souvent choisi de n'intervenir que partiellement, une partie seulement du flux de capitaux se traduisant par une accumulation de réserve.

Le flux actuel paraît fondamentalement différent du flux des années 70

Le précédent épisode d'entrée massive de capitaux en Amérique Latine s'est soldé par la crise de l'endettement et un resserrement brutal de la contrainte extérieure. Les origines et la gestion de la crise de la dette des pays en développement, et de l'Amérique Latine en particulier, ont fait l'objet de nombreuses études très complètes¹⁰. Nous n'en rappellerons donc ici que les principaux traits et nous attacherons davantage à montrer en quoi le flux actuel paraît différent du flux de capitaux des années 1970 et du début des années 1980.

Le flux massif de capitaux des années 1970 a été essentiellement lié à une forte augmentation des crédits des banques commerciales aux pays de la zone. L'abondance des liquidités, due au recyclage des pétrodollars, a favorisé des comportements peu prudents des banques tandis que la faiblesse des taux d'intérêt contribuait à alimenter la demande d'emprunt des pays en développement. Cette suraccumulation de crédit bancaire (le plus souvent à taux variables et à échéance relativement courte) leur permettait de financer une croissance économique soutenue et de retarder des ajustements qui apparaissaient pourtant de plus en plus nécessaires (notamment à la hausse du prix du pétrole pour les pays importateurs et au creusement des déficits budgétaires).

294

Au tournant des années 1980, le resserrement de la politique monétaire américaine, l'entrée en récession des principaux pays industrialisés, la dégradation des termes de l'échange des pays en développement ont rendu plus difficile le service d'une dette qui a continué à s'accumuler jusqu'à l'annonce de l'interruption des paiements du Mexique en 1982. Dès lors, les banques se sont fortement désengagées de la zone, qui a dû faire face à un tarissement brutal des financements extérieurs et ajuster rapidement sa balance courante par une forte contraction des importations et donc de la demande interne (l'investissement productif a été particulièrement affecté). La gestion de la crise de la dette s'est avérée très difficile et a connu plusieurs étapes (voir Bourguinat 1993) de la « course au rééchelonnement », au plan Baker puis au Plan Brady (1989), lequel marque un tournant décisif dans la gestion de la dette avec la notion de réduction à l'encours et du service de la dette.

Comme c'est le cas aussi pour les pays d'Asie du Sud et de l'est, on observe aujourd'hui que les prêts bancaires, prépondérants au cours des années 70, sont dominés par d'autres formes de financement (prêts obligataires, investissements directs étrangers¹¹, investissements de portefeuille)

¹⁰ B.I.D. (1985), Kessler (1990), ICDE (1992).

¹¹ La part des investissements directs est toutefois bien supérieure en Asie du sud-est, ces derniers représentent 44 % du flux de capitaux étrangers contre moins de 20 % en Amérique Latine (Calvo, Leiderman, Reinbart (1993b)). L'attitude des pays en développement à l'égard des investissements directs s'est par ailleurs profondément modifiée depuis les années 70. ces derniers sont en effet fortement recherchés alors qu'ils étaient antérieurement perçus comme aliénants.

— voir graphiques 2 et 3. A l'inverse des années 70, ces entrées massives de capitaux ont lieu dans un contexte de réduction des déficits budgétaires et de désinflation (sauf au Brésil). De plus, c'est maintenant le secteur privé qui reçoit la majorité du flux alors que durant les années 1970 ce dernier finançait essentiellement un accroissement des dépenses publiques. Enfin, les capitaux étrangers financent moins le déficit courant et davantage l'accumulation de réserves que durant l'épisode précédent (voir graphique 1).

2 - Ce retour brutal et massif des capitaux en Amérique Latine n'est toutefois pas exempt de risques pour la stabilité de la zone

Des motifs spéculatifs ont aussi contribué au retour des capitaux, accroissant la probabilité d'un renversement du flux actuel

La part des « investissements de portefeuille » et des « autres capitaux courts » apparaît en effet importante: Selon les statistiques publiées par le F.M.I., les « autres capitaux courts » représentaient, en 1992, plus de 60 % du flux net en Argentine. Au Mexique, les « investissements de portefeuille » représentaient, en 1992, 50 % du flux net de capitaux privés et les « autres capitaux courts » 14 %. Sur les 9 premiers mois de 1993 ces deux postes représentaient respectivement 40 et 44 %.

De plus, les entrées de capitaux privés n'ont pas uniquement concerné les pays ayant progressé dans la libéralisation et la stabilisation de leur économie. Le Brésil, par exemple, a vu son compte de capital se redresser significativement depuis 1990 (le solde du compte des capitaux privés est en effet passé par étapes de -3,8 Md \$ en 1989 à 12,5 Md \$ en 1992), alors qu'aucun progrès significatif n'a encore été accompli en matière d'inflation

295

Tableau 2
Entrées nettes de capitaux en 1992

Entrées nettes de capitaux en 1992	Milliards de dollars	en % du PIB	en % du total Amérique Latine
Brésil	8,8	2,2	15
Argentine	13,0	22,2	
Mexique	26,0	7,8	44,2
Chili	2,9	7,1	5
Sous total	50,7	5	86,4
Amérique Latine	58,7	5,1	100

Source : F.M.I. Banque Interaméricaine de Développement (B.I.D.).

(supérieure à 2 500 % en 1993 et voisine de 4 000 % actuellement) et de contrôle des dépenses publiques et que l'économie brésilienne était en récession en 1992. Sans être négligeables, les entrées de capitaux au Brésil restent néanmoins inférieures (rapportées au PIB) à celles des pays plus avancés dans la voie des réformes et de l'ajustement structurel.

Ces capitaux spéculatifs et donc très volatils ont été attirés par des facteurs essentiellement externes à la zone (notamment par l'intermédiaire du développement des fonds de pensions américains vers les pays émergents) : il apparaît que la récession américaine, la baisse des taux d'intérêt et du prix des actifs (immobilier par exemple) aux Etats-Unis, la bonne tenue des taux latino-américains ont joué un rôle significatif dans le retour des capitaux vers l'Amérique Latine. Le rôle de ces facteurs externes dans le retour des capitaux vers l'Amérique Latine a été notamment mis en évidence par Calvo, Leiderman et Reinhart (1992 et 1993a).

296

Ces facteurs ont déjà commencé à s'atténuer et se sont traduits par une correction des flux de capitaux, d'autant plus sensible que certains pays ont connu en même temps des troubles politiques. Le relèvement des taux américains (1,25 point depuis le mois de février 1994), associé à des perturbations sociales et politiques (révolte du Chiapas, assassinat du candidat officiel à la présidence de la république, M. Colosio, et enlèvement du plus important banquier du pays, au Mexique, en Argentine) a provoqué un retrait de certains capitaux spéculatifs et une correction à la baisse des bourses latino-américaines. Sur les 4 premiers mois de l'année la bourse de Buenos Aires aurait perdu près de 46 %, celle de Mexico 45 %, celle de Santiago 21 % et celle de Caracas 27 %, alors même que les fondamentaux de ces pays ne paraissent pas s'être sensiblement modifiés. Dans le cas du Mexique, les opérateurs évaluent à entre 6 et 8 Md \$ le montant des retraits de capitaux depuis le début de l'année¹² tandis que le peso a perdu 7 %. Les autorités monétaires ont réagi par un relèvement brutal du taux d'escompte de 13 à 22 % immédiatement répercuté par les instituts de crédit. Si ces niveaux de taux d'intérêt perduraient, ils pourraient d'ailleurs fortement compromettre le redressement de l'activité attendu cette année au Mexique.

Pour l'ensemble de la zone, il nous semble que cette correction devrait se poursuivre, mais plus progressivement, sans générer de retrait massif des capitaux. Globalement, le flux observé jusqu'en 1993 devrait perdurer mais son rythme devrait se ralentir, les investisseurs devenant par ailleurs plus sélectifs. Cette pause n'est d'ailleurs pas dommageable pour les pays concernés dans la mesure où, en raison de son ampleur, le flux actuel de capitaux compliquait la gestion macroéconomique des pays concernés.

¹² *Le Monde* 7 mai 1994.

*Les entrées de capitaux nécessitent une adaptation, à ce jour globalement réussie, des politiques économiques des pays de la zone*¹³

Le flux massif de capitaux soulève des problèmes qui relèvent aussi bien de la politique de change, des politiques budgétaire et monétaire et de la politique commerciale.

En ce qui concerne le choix de la politique de change aucun pays d'Amérique Latine n'a opté pour un régime de flottement pur (qui aurait permis d'isoler la masse monétaire des flux de capitaux, à savoir dans le cas d'entrées importantes de capitaux d'éviter un gonflement de cette dernière). Toutefois, certains d'entre-eux tels le Chili et le Mexique ont choisi d'élargir les bandes de fluctuations de leur monnaie. L'Argentine au contraire a choisi un régime de change fixe face au dollar, le taux de change constituant une ancre nominale dans le cadre de la lutte contre l'inflation.

En l'absence de flottement pur, les politiques budgétaire et monétaire¹⁴ sont appelées à limiter l'impact inflationniste lié à l'accroissement de la masse monétaire que provoque le flux de capitaux. A cette fin, la poursuite d'une politique budgétaire restrictive par une réduction des dépenses est la solution préconisée par les institutions internationales.

Les entrées de capitaux rendent également encore plus délicat le problème du dosage de la politique monétaire : trop laxiste, la politique monétaire provoque une explosion du crédit domestique et avive les tensions inflationnistes ; trop restrictive, elle attire de nouveaux capitaux via des taux d'intérêt plus élevés alors que ces derniers freinent l'investissement, empêchant ainsi l'absorption du flux de capitaux par la formation de capital fixe. Les interventions stérilisées¹⁵ (évitant la monétisation des entrées de capitaux), d'ampleurs diverses et sur des périodes de temps en plus ou moins longues, ont été des réponses fréquentes en Amérique Latine aux entrées massives de capitaux (Chili, Colombie, Mexique). Non seulement cette opération permet un contrôle plus étroit de la base monétaire, mais encore le pays peut alors faire face à un retrait des capitaux par une diminution des réserves de changes, au lieu d'une réduction des crédits au secteur privé par l'exemple. La stérilisation a

¹³ Voir Bennett, Carkovic, Kahn et Schadler (1993) pour une chronologie détaillée des réponses de politique économique dans le cas du Chili, de la Colombie et du Mexique.

¹⁴ Il existe des solutions plus originales à la surabondance de devises. par exemple le Chili a choisi d'augmenter la demande de devises en assouplissant la réglementation sur les investissements chiliens à l'étranger et en réduisant les pénalités liées au retrait anticipé des capitaux étrangers investis dans le cadre du programme de conversion de dette (plan Brady) Bianchi (1992).

¹⁵ L'augmentation des réserves de changes est exactement compensée par une diminution des contreparties internes de la base monétaire afin que cette dernière reste inchangée. Les banques centrales achètent au secteur privé une partie du flux (accumulation de réserves) puis émettent des titres qu'elles revendent aux banques commerciales.

cependant certaines limites. Le cas de la Colombie en témoigne : la stérilisation s'est accompagnée d'une hausse significative des taux d'intérêt qui a attiré de nouveaux capitaux et freiné l'investissement domestique. Elle a également eu un coût budgétaire élevé et a contribué à l'accroissement de la dette publique, les taux d'intérêt servis sur les titres domestiques étant supérieurs au rendement des réserves de change. Une autre forme de stérilisation est l'augmentation des taux de réserves obligatoires des banques.

Certains pays, et en particulier l'Argentine, pour lesquels les risques de dérapage étaient limités du fait de la faible monétisation de leur économie après une période d'hyperinflation, ont choisi les interventions non stérilisées.

Une réponse à la perte de compétitivité et au creusement du déficit courant a été également de plus en plus souvent recherchée du côté de la politique commerciale et s'est traduite dans plusieurs pays par des mesures protectionnistes très ponctuelles (relèvement des droits de douanes associés à des subventions aux exportations) qui vont à l'encontre du processus d'ouverture.

Enfin, une discrimination dans le traitement des capitaux étrangers permettrait de limiter les risques de retraits et de favoriser les investissements étrangers à long terme et en particulier les investissements directs étrangers : taxations pour les capitaux à échéance courte, législation assouplie en faveur des IDE. Plusieurs pays s'orientent dans cette voie.

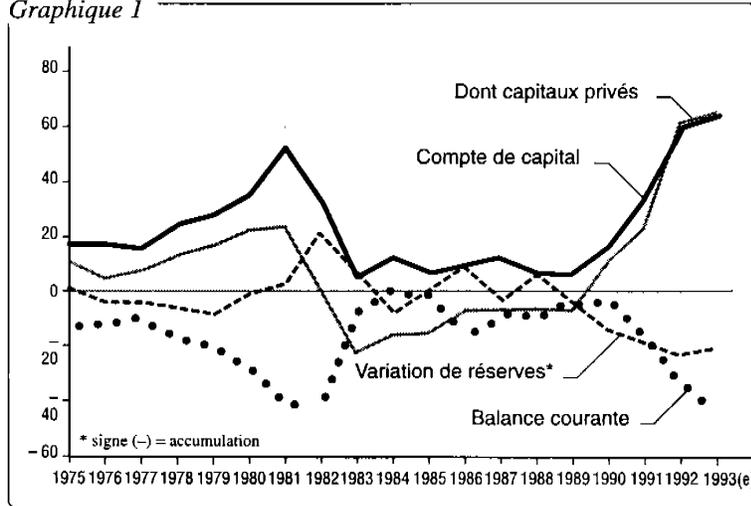
Un autre risque lié au brusque afflux de capitaux concerne leurs effets potentiels sur les systèmes financiers locaux. Une grande partie du flux transite par les intermédiaires financiers. Or, l'arrivée massive de ressources peut favoriser une mauvaise sélection des risques dans les prêts et donc augmenter à terme les risques de faillite bancaire. Au risque résultant de l'abondance des ressources bancaires s'ajoute, en l'occurrence, celui dû au caractère potentiellement volatil de ces ressources. La protection du système financier passe par une amélioration — encore insuffisante dans la plupart des pays — de la réglementation bancaire et financière et notamment un relèvement des ratios de fonds propres.

Pour consolider les gains permis par le retour des capitaux, l'épargne intérieure devra prendre le relais à moyen terme.

L'afflux actuel d'épargne étrangère ne doit pas masquer la nécessité de développer une épargne interne encore insuffisante. Le taux d'épargne domestique (en moyenne de l'ordre de 20 %) apparaît structurellement faible au regard du niveau de développement des pays de la zone : il est nettement inférieur à celui des pays d'Asie du Sud-Est (30 % en moyenne) et ne peut financer la progression de l'investissement nécessaire au rattrai-

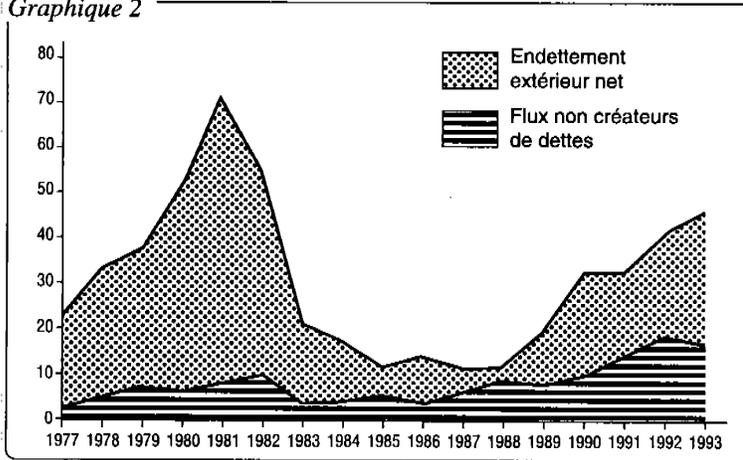
page économique. A terme, il est donc essentiel que l'épargne domestique se développe. En effet, d'une part, le flux d'épargne étrangère devrait s'affaiblir et une partie du stock reste de toute façon volatil, d'autre part, il sera nécessaire d'assurer le paiement des intérêts et dividendes liés aux entrées actuelles de capitaux. Seul un redressement de la balance commerciale pourra alors éviter une détérioration dangereuse des paiements extérieurs. Dès lors, l'élimination des entraves structurelles à l'augmentation de l'épargne locale apparaît comme une priorité à moyen terme dont la réalisation passe notamment par un développement des marchés financiers et l'émergence d'une classe moyenne.

Graphique 1



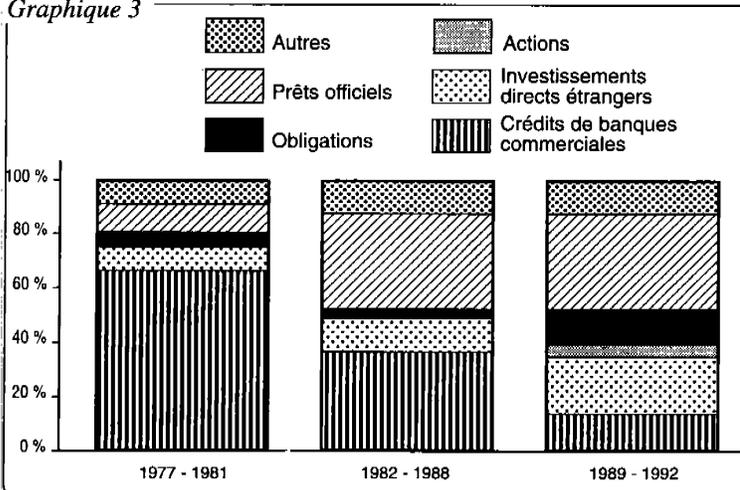
Source : FMI. Md \$

Graphique 2



Source : FMI, Md \$

Graphique 3



RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES

- Banque Mondiale (1993) « Latin America and the Caribbean : a decade after the debt crisis. »
- Banque Interaméricaine de développement (1985) « Dette extérieure : Crise et ajustement. » Progrès économique et social en Amérique Latine.
- A. Bianchi (1992) « Surabondance de devises, politique en matière d'inflation et taux de change : le cas chilien » B.I.D., Centre de développement de l'O.C.D.E., novembre.
- H. Bourguinat (1993) « Finance Internationale » chap. XVIII.
- G.A. Calvo, L. Leiderman, C.M. Reinhart (1992) « Capital Inflows to Latin America : The 1970s and the 1990s » F.M.I. Working paper WP/92/85 octobre.
- G.A. Calvo, L. Leiderman, C.M. Reinhart (1993a) « Capital Inflows and Real Exchange rate Appreciation in Latin America : the role of external factors » F.M.I. Staff Papers vol. 40, n° 1, mars, p. 109-151.
- G.A. Calvo, L. Leiderman, C.M. Reinhart (1993b) « The capital inflows problem : concepts and issues » F.M.I. Paper on policy analysis and assessment, juillet.
- F.Z. Jaspersen, J.C. Ginarte (1992) : « Flux de capitaux étrangers l'Amérique Latine : évolution récente et perspectives » B.I.D., Centre de développement de l'O.C.D.E. novembre.
- V. Kessler (1990) « Les années 70 et la crise de la dette », Revue d'Economie Financière, n° 40, automne.
- O.C.D.E. (1992) « Financement de dette extérieure des pays en développement. »
- C. Oman (1992) « Evolution des Investissements directs étrangers dans le monde et en Amérique Latine. » B.I.D., Centre de développement de l'O.C.D.E., novembre.
- S. Schadler, M. Carkovic, A. Bennett, R. Kahn (1993) « Recent Experiences with Surges in Capital Inflows. » F.M.I. occasional paper, n° 108, décembre.