

# La globalisation financière : facteur de développement ?

Il y a quelques années encore, on admettait généralement que l'extension de la globalisation financière<sup>(1)</sup> aux marchés émergents *via* l'afflux important de capitaux privés favorisait le rattrapage de croissance des pays en développement (PED) récipients. Cette conviction s'appliquait particulièrement à l'Amérique latine et à l'Asie depuis le début des années 1990.

## PIB par habitant

(% var. annuelle)	1980-89	1990-97
Pays � haut revenu	+2,2	+1,7
PED	+1,9	+3,1

Source : FMI, décembre 1998

## Part dans la production mondiale (taux de change courant, %)

	1987	1997
Asie hors Japon	8,8	12,5
Amérique du Sud	4,1	5,5
Europe de l'Est	7,4	3,6
Afrique	2,4	1,9
Moyen-Orient	2,3	2,0

Source : CEPII, la compétitivité des Nations, sept. 1998

(1) Définie dans cet article comme la libéralisation des opérations du compte de capital de la balance des paiements et la progression des financements externes (dettes et actions) dans le financement des économies.

La démonstration pouvait être corroborée par la croissance plus soutenue des PED   "private financing" que celle des PED   "official financial" :

## Taux de croissance annuel moyen (%)

	1980-89	1990-98
"Private financing"	4,6	5,9
"Official financing"	3,5	3,8

Source : FMI, déc. 1998

**Aujourd'hui, le doute est installé.** De graves crises systémiques aux coûts économiques et sociaux élevés ont affecté nombre de PED qui avaient bénéficié les années précédentes d'importants financements extérieurs privés dans le cadre d'une libéralisation des mouvements de capitaux : principalement ASEAN IV et Corée en 1997-98, Russie et Brésil en 1998, Turquie en 2000-01 et Argentine en 2001-02. Malgré le ralentissement de la croissance des pays développés, la progression du PIB par habitant des PED sur la période 1998-2002 s'est rapprochée de celle des pays développés : d'après la Banque mondiale, +2,6% l'an (dont +0,7% pour l'Afrique et -0,2% pour l'Amérique latine), contre +2,2% pour les pays à hauts revenus. L'auto-nomisation apparente de la croissance des PED au début des années 1990 a fait place depuis 1998 à une forte sensibilité au cycle des pays développés (cf. graphique 1).

Au cours des années récentes, nombre d'études empiriques ont été publiées qui posent la question de l'efficacité économique de la libéralisation des opérations financières et des flux de capitaux privés pour les pays émergents. Plusieurs proviennent de cercles appartenant au "deuxième consensus de Washington"<sup>(2)</sup> qui prônait, au début des années 1990, une ouverture assez systématique du compte de capital de la balance des paiements dans le cadre de la libéralisation des marchés. Le FMI en faisait même régulièrement une conditionnalité d'aides.

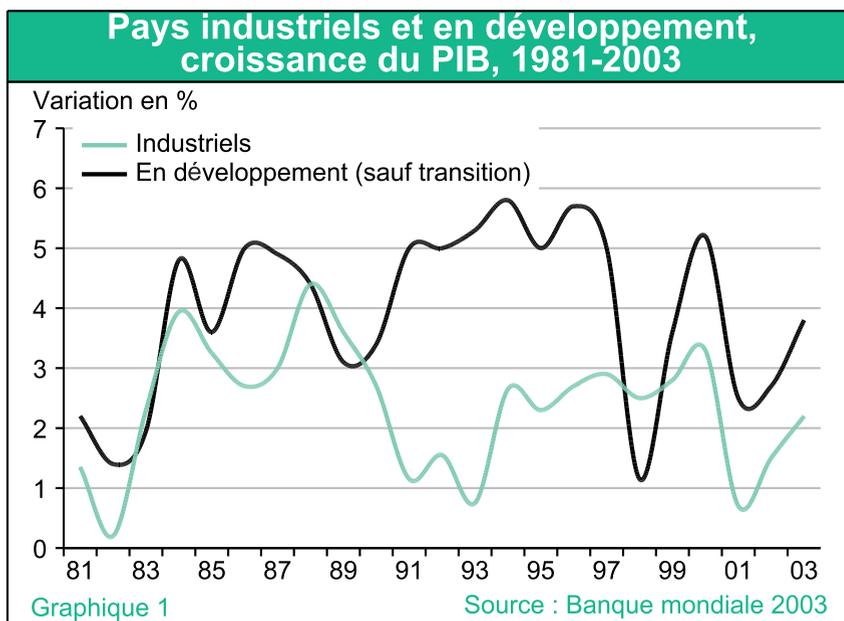
Cet article dresse un bilan de l'effet de la globalisation financière sur le développement, dégagé des leçons de l'histoire contemporaine (première partie) et des études et évolutions récentes (deuxième partie).

## Les leçons de l'histoire contemporaine

Les capitaux privés ne coulent pas vers les PED comme un long fleuve tranquille. Ils sont venus par vagues successives, s'achevant souvent par des crises bancaires et de change, des conflits politiques, des récessions et des défauts massifs. Ces vagues ont été suivies de périodes plus ou moins longues d'atonie des flux de financement extérieur.

### Quatre grandes vagues de financement extérieur des PED depuis la fin du XIX<sup>e</sup> siècle, aux effets souvent dommageables

Si l'on excepte la première vague de financement de l'Amérique par des



capitaux anglais qui se termina par la crise financière de 1873, quatre grandes périodes d'afflux de capitaux vers les PED peuvent être distinguées depuis lors.

- **1880-1913.** Dans un environnement monétaire stabilisé par l'étalon or<sup>(3)</sup>, le processus d'intégration financière a été puissant. D'après Angus Maddison<sup>(4)</sup>, les stocks de capitaux étrangers dans les PED ont progressé de 8,6% de leur PIB en 1870 à 32% en 1913. Au cours de cette période, les exportations de capitaux ont représenté annuellement 5 à 10% du PIB de la Grande-Bretagne, 3 à 6% de celui de l'Allemagne ou de la France, atteignant un quart à un tiers de l'investissement productif de l'Argentine, de l'Australie, du Canada ou de la Nouvelle-Zélande. Favorisée par l'extension du libre-échange, la période a aussi été caractérisée par une intégration commerciale de toutes les zones en développement, Amérique latine exceptée<sup>(5)</sup>.

(2) La plus emblématique est probablement celle du FMI, publiée en mars 2003, presqu' conjointement avec cet article. "Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence", Eswar Prasad, Kenneth Rogoff, Shang-Jin Wei and M. Ayhan Kose. 17 mars 2003.

(3) L'adhésion au système d'étalon or incitait à suivre des politiques macroéconomiques responsables.

(4) Angus Maddison, "L'économie mondiale, une perspective millénaire", OCDE, Etudes du centre de développement, 2001.

(5) La part des exportations dans le PIB a progressé en Asie de 1,7% à 3,4% et en Afrique de 5,8% à 20%. Elle a reculé pour l'Amérique latine de 9,7% à 9%.

Les financements extérieurs, quasi exclusivement privés (principalement des émissions obligataires, mais aussi des prêts bancaires, et des investissements directs étrangers (IDE) *via* les "free standing companies"), ont été destinés pour 60% au secteur privé (chemins de fer, télégraphe, téléphone) et 40% au secteur public. Ils ne transitaient guère par des systèmes bancaires locaux, au demeurant encore peu organisés<sup>(6)</sup>.

**Comptablement**, ces flux ont pour l'essentiel compensé le surplus d'épargne des pays investisseurs (Grande-Bretagne, France, même Allemagne et Belgique) et le déficit élevé de la balance des paiements courants des pays récipiendaires : 3,8% du PIB au cours de la période.

**Institutionnellement**, ces flux ont bénéficié de la libéralisation sélective des opérations en capital des pays hôtes.

**Economiquement**, ils ont été favorisés par les **innovations technologiques**, concernant la diffusion d'informations (télégraphe, téléphone, câble), et **financières** (développement des "Investment Trust Companies", techniques d'assurances). Ils ont été motivés par un taux de rentabilité élevé car les secteurs d'investissements concernaient surtout des marchés captifs comme le chemin de fer. De plus, ces flux ont accompagné de forts courants migratoires, notamment en Argentine et en Australie.

La Première Guerre mondiale a tari les financements extérieurs des PED, sans pour autant entraîner de crises systémiques ou de défauts massifs (malgré quelques exceptions notables comme la Russie), car ces pays ont trouvé des débouchés accrus dans les pays industrialisés en guerre.

• **1921-1930.** Malgré un renforcement du contrôle des changes au niveau mondial et un flottement des monnaies (retour transitoire de l'étalon or pour quelques pays de 1926 à 1931), les capitaux privés ont de nouveau afflué vers les PED, sans atteindre l'ampleur de la vague précédente. Pour l'essentiel, l'excès d'épargne des grandes puissances, dû au retournement du cycle d'investissement, a délaissé les marchés domestiques peu rémunérateurs<sup>(7)</sup>. Il a financé, sous forme d'obligations, **des déficits publics<sup>(8)</sup> et extérieurs élevés de pays engagés dans des dépenses d'infrastructures lourdes et hasardeuses**, qui permettaient aux autorités publiques locales de consolider leur pouvoir. Cette nouvelle forme d'intégration financière a coïncidé avec une rétraction du commerce international, revenu pour les exportations de 7,9% du PIB mondial en 1924 à 5,5% en 1930.

La grande dépression de 1929 a entraîné un défaut obligataire massif des deux tiers de ces Etats endettés, essentiellement en dollar. Les flux de capitaux privés vers les PED sont ensuite restés faibles jusqu'au début des années 1970 (cf. graphique 2).

• **1973-1982.** Dans le cadre d'un contrôle des changes assez général et d'une instabilité monétaire chronique des principales devises, les grandes banques internationales ont assuré 64% de cette troisième grande vague de financement extérieur des PED. Elles ont recyclé le nouvel excédent d'épargne internationale, les pétrodollars, sous forme de crédits syndiqués. Les Etats ont bénéficié de 80% de ces

(6) Banque mondiale, "Global Development Finance", 2000. Voir chapitre 6 "Private Capital Flows in Historical Perspective".

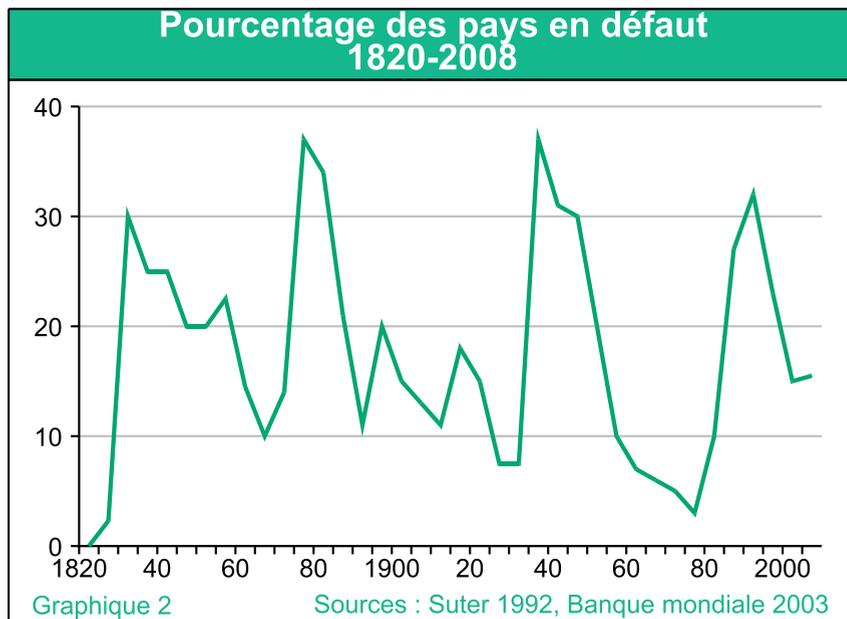
(7) En 1924, la FED a baissé ses taux pour favoriser le retour de la Grande-Bretagne dans le système d'étalon or.

(8) D'après la Banque mondiale dans le rapport 2000 déjà cité, les financements à partir de la place de Londres étaient destinés à hauteur de 62% aux Etats des pays bénéficiaires. La part atteignait 80% pour la place de New York.

flux qui ont financé des déficits budgétaires creusés par des politiques de nouveau dispendieuses d'infrastructures et de soutien aux stratégies de substitution d'importations. La dégradation de la solvabilité publique et externe des PED a entraîné des défauts massifs à partir de 1982 (culminant à plus de 30% du nombre des PED en 1988), lorsque le deuxième choc pétrolier a réduit leurs débouchés extérieurs et lorsque les politiques désinflationnistes des grandes économies occidentales ont accru les taux d'intérêt réels<sup>(9)</sup>.

- **1990-1997.** Cette vague de financement massif des PED a été accompagnée d'une forte intégration commerciale. Sous l'effet de l'adhésion progressive aux accords commerciaux internationaux, leurs tarifs douaniers ont en moyenne baissé de 24% en 1987 à 13% en 1997. Sur la même période, la part de leurs produits importés contingentés a été divisée par 2,5. Surtout, la proportion des PED qui ont rendu leurs opérations en compte courant convertible a augmenté de 28% à 80%. En conséquence, la part des exportations dans le PIB a progressé significativement dans toutes les zones en développement, à l'exception de l'Afrique (recul de 28% à 15%)<sup>(10)</sup>.

A l'inverse, selon la Banque mondiale, les mesures de libéralisation du compte du capital ont été relativement lentes, comparables à celles des années 1970. Mais elles n'ont fait que compenser les mesures restrictives mises en œuvre dans les années 1980<sup>(11)</sup>. En 1997, l'ouverture des PED était loin d'être homogène, allant d'un contrôle des changes strict (majeure partie du "Middle East", Afrique, Chine, Inde) à la



liberté totale des mouvements de capitaux (Argentine, Mexique, Turquie, Israël, Hong-Kong, Indonésie, Malaisie, etc.)<sup>(12)</sup>.

Malgré cette ouverture financière plutôt modérée, les flux nets de capitaux vers les PED ont décollé en 1989-90, atteignant des niveaux très élevés sur la période 1993-96 (USD 240 milliards l'an) avant de revenir autour de 130 milliards l'an sur la période 1998-2002 (source IFI).

**Flux nets de capitaux privés vers les PED\* (milliards USD)**

1978	1981	1986	1996	2002
10	70	20	340	110

Source : IFI  
\* Champ : 27 grands PED

Cette vague de financement s'est distinguée de la précédente, non seulement par son ampleur mais aussi par la structure des flux.

Pour les pays investisseurs, la part prépondérante du secteur privé s'est encore accrue. Les financements non

(9) Les taux d'intérêt réels des obligations à 10 ans du Trésor américain, négatifs au cours des années 1974-79, ont atteint environ 7% de 1982 à 1985 (cf. graphique 3).

(10) Au cours de la période 1990-97, la croissance des exportations des PED a été légèrement plus rapide que celle des pays avancés, à l'inverse des années 1980.

(11) La Banque mondiale calcule un indicateur synthétique des mesures restrictives sur les opérations en capital, dont le niveau pour les PED en 1998 avait retrouvé celui de 1980. Le retard des PED sur les pays avancés restait en ce domaine très important en 1998.

(12) L'évolution des régimes de change a de même été prudente. Selon la Banque mondiale, 20% environ des PED avaient adopté un régime de flottement en 1997 contre 11% en 1988. Les principaux changements ont consisté à substituer un régime de flexibilité contrôlé (de 20% à 42%) à un régime de peg (de 69% à 38%).

générateurs de dette (IDE, investissement de portefeuille) ont représenté les deux tiers des financements totaux et se sont substitués aux financements bancaires de la vague précédente, qui ont régressé en valeur relative. Toutefois, en montant, les crédits nets aux PED ont été supérieurs à ceux de la période de recyclage des pétrodollars. Un marché obligataire s'est développé, finançant essentiellement les Etats.

#### *Structure du financement extérieur des PED (%)*

	1973-81	1990-97
IDE	16,8	50,3
Prêts bancaires	63,9	11,7
Obligations	3,5	15,2
Investissements de portefeuille	0,3	16,4
Financements officiels	15,5	6,4

Source : Banque mondiale

La croissance des flux s'est accompagnée d'une **accélération de leur vitesse de renouvellement**. La partie court terme des crédits bancaires a progressé de 30% en 1986 à 55% en 1997<sup>(13)</sup>. La maturité des émissions obligataires s'est raccourcie. De plus, ces flux nets entrants ont généré des flux nets sortants, plutôt à caractère spéculatif (d'après la Banque mondiale, de 1% du PIB des PED en 1991 à 3,2% en 1997, à comparer à des flux nets entrants de respectivement 3,6% et 6,2%).

Pour les pays bénéficiaires, la part du secteur privé est devenue dominante.

#### **Flux de financements extérieurs privés à destination du...**

(%)	1980	1997
Secteur public	80	33
Secteur privé	20	67

Source : Banque mondiale

**Au total, au cours des années 1990-1997, les grandes firmes internationales sont devenues pour la première fois des acteurs majeurs du financement des PED via les IDE, en accompagnement de l'intégration commerciale.** Les financements de marché (actions via les investissements de portefeuille et obligations surtout souveraines) ont retrouvé un poids non négligeable, bien qu'inférieur à celui des deux premières vagues de financement extérieur.

**A partir de 1997-1998, à la différence des deux épilogues précédents, les crises se sont matérialisées plutôt par des décrochages de taux de change que par des défauts de pays :** la dévalorisation des actifs a résulté davantage des dépréciations monétaires que des restructurations de dettes extérieures<sup>(14)</sup>. Les caractéristiques communes aux pays ayant traversé ces crises financières sont un régime de change administré, une liberté des mouvements de capitaux et des vulnérabilités structurelles graves, de nature macroéconomique (déficits publics et extérieurs élevés dégradant la solvabilité du pays et de l'Etat), ou microéconomique (bilans déséquilibrés des banques et des entreprises), ou bien des deux.

Sous l'effet de la montée des risques, **les flux nets de dette privée vers les pays émergents ont chuté sur**

(13) De USD 154 milliards à USD 469 milliards d'après la BRI. Une partie non négligeable de cette progression n'est pas due au financement du commerce international.

(14) Argentine et Russie ont connu les deux formes de dévalorisation.

la période 1998-2002 comparée à 1993-97 alors que les IDE, bien qu'en tassement, ont résisté. Les financements de marché se sont contractés, des deux tiers environ pour les investissements de portefeuille (à USD 10 milliards l'an environ) et de moitié pour les émissions obligataires (à USD 25 milliards l'an). L'intermédiation bancaire a reculé (crédits nets négatifs de l'ordre de USD 20 milliards l'an contre +50 milliards l'an sur la période 1993-97). En conséquence, les IDE assurent la quasi-totalité du financement extérieur net privé des PED depuis 1998. En 2001 et 2002, les PED sont même devenus un contributeur net au financement de l'économie mondiale sur le champ de la dette privée.

### **La vague de financement des années 1990 est spécifique, malgré des analogies avec celle des années 1880-1913**

Les périodes 1880-1913 et 1990-97 s'illustrent par une privatisation des financements, à la fois du côté des créanciers et des débiteurs, dans un contexte de libéralisation et d'intégration commerciales. Ces deux périodes se distinguent de celles des années 1920 et 1970, caractérisées par un financement extérieur essentiellement destiné au secteur public des PED.

Toutefois, les années 1990-97 présentent des différences importantes avec les années 1880-1913, qui concernent les causes et les caractéristiques des deux vagues de financement.

Pour ce qui relève des causes, la forte progression des flux de 1990 à 1997 a certes résulté pour partie de raisons analogues à celle de la période 1880-1913. Les innovations technologiques dans les domaines de l'information et de la communication ont réduit les coûts de communication et de transfert de données. Elles ont permis de développer de nouveaux services (vidéo-conférences, mails, etc.). Ceci a favorisé le contrôle de l'information à distance en temps réel par le "management" des entreprises et les investisseurs financiers. Les innovations financières ont aussi facilité cette progression : "mutual funds", "hedge funds" et banques d'investissement ont sécurisé leurs investissements par des produits dérivés, des instruments collatéralisés, des garanties publiques de financement de projets, etc.

Mais cette forte progression a aussi résulté de causes spécifiques.

Du côté des grands pays créanciers, le financement des PED est venu davantage de la monétisation internationale du dollar que du surplus d'épargne. Les déséquilibres de balance de paiements courants ont en effet été moindres que lors des vagues antérieures de financement. Sur la période 1990-97, le déficit de la balance courante des PED n'a atteint que 2,3% l'an contre 3% à 3,5% l'an lors des vagues précédentes. Si le Japon et l'Union européenne (à partir de 1993) ont dégagé des excédents de balance des paiements courants, il n'en va pas de même pour les États-Unis, principal investisseur sur cette période dans les pays émergents (à l'exception du crédit bancaire). Dans

un contexte où l'étalon dollar avait depuis longtemps remplacé l'étalon or, la période récente se caractérise par des surliquidités internationales en dollar, résultant de l'expansionnisme monétaire de la FED, de déficits extérieurs américains récurrents et du multiplicateur de crédit international du dollar<sup>(15)</sup>. Ces surliquidités ont nourri des bulles financières et immobilières, et des excédents de capacité de production ; d'où un surplus d'épargne délocalisable en quête de rémunération.

Les PED, de leur côté, ont attiré les financements extérieurs grâce à un mouvement historique de libéralisation de leur marché domestique au tournant des années 1990, dont on ne retrouve pas l'équivalent dans la période néocoloniale. Après la fin de la guerre froide, les pays d'Europe de l'Est ont mis en œuvre une thérapie de choc (Hongrie, Pologne, République tchèque, Russie) ou gradualiste (Bulgarie, Roumanie), tandis que la Chine s'imposait des règles de marché et développait une production privée. Avec la démocratisation de la vie politique (Amérique latine, Afrique du Sud, partiellement Asie et Afrique), les privatisations ont gagné la plupart des zones émergentes. Dans de nombreux pays, les marchés domestiques ont été libéralisés ou dérégulés : prix, taux d'intérêt, conditions d'exercice des activités financières, parfois salaires.

Ce contexte de libéralisation rapide des marchés domestiques, d'ouverture commerciale et d'innovations technologiques et financières majeures, explique

probablement le flux exceptionnel des IDE vers les PED au cours des années 1990<sup>(16)</sup>.

Passant des causes aux caractéristiques, la période 1990-97 présente aussi de nombreuses différences avec celle de 1880-1913 :

- les IDE dans les secteurs manufacturiers et les services marchands concurrentiels ont remplacé les financements obligataires privés de grands marchés captifs, comme les chemins de fer ;

- les titres obligataires, d'importance relative moindre dans les années 1990, ont financé essentiellement des déficits publics et non plus des projets privés ;

- les crédits bancaires internationaux ont financé, non seulement comme un siècle auparavant le commerce international, mais aussi des entreprises et des banques locales en développement ;

- les investissements de portefeuille et les placements en monnaie locale ont été relativement plus importants ;

- d'après la Banque mondiale, l'écart de revenu par habitant entre pays investisseurs et pays bénéficiaires s'est creusé d'une proportion de 1 à 3 avant 1929 vers une proportion de 1 à 8 depuis 1990. La progression de cet écart est souvent considérée comme un proxy des différences de niveaux d'infrastructure, de "state" et de "corporate governance" (voir ci-après).

Au total, les spécificités de la période 1990-1997 limitent la portée des comparaisons historiques avec celle de 1880-1913. En particulier, le risque de formation de bulles financières dans les PED est apparu sensiblement plus élevé au cours de la période récente, *via* notamment les formes et l'ampleur du financement privé des PED.

(15) L'eurodollar étant une monnaie scripturale, il peut être comme une monnaie nationale multiplié par le jeu du multiplicateur de crédit via les banques internationales.

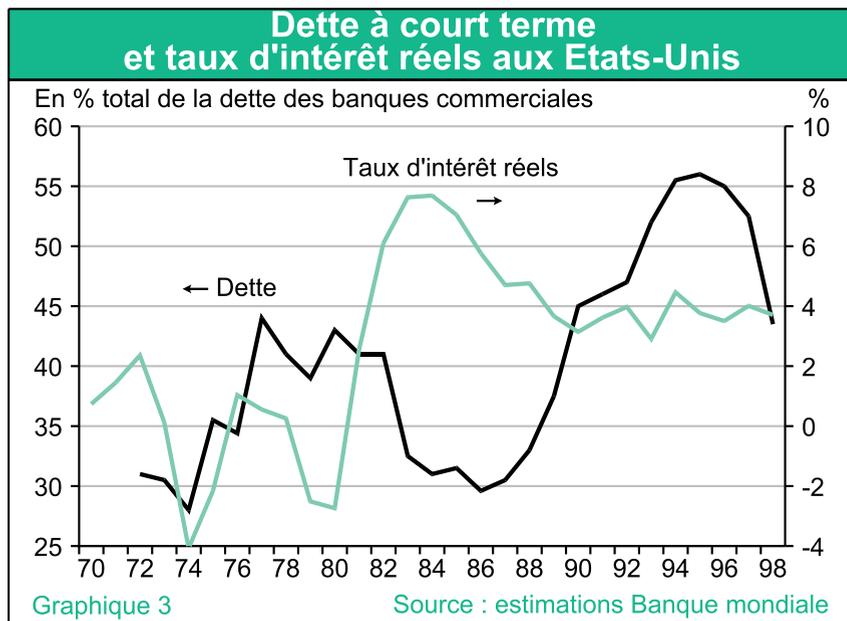
(16) Sujet historiquement ouvert, les investissements des "free standing companies", qui ont préfiguré au début du XXe siècle les firmes multinationales, ont été classés tantôt comme emprunt, tantôt comme IDE. Suivant ce dernier classement, les IDE ont été aussi très importants à cette époque.

**Les leçons de l'histoire : le cycle financier des PED est rythmé par celui des grands pays développés, l'intégration financière sans intégration commerciale ne favorise guère le développement**

Quelles leçons peut-on dégager de la globalisation financière de ces cent vingt dernières années pour les PED ?

- La globalisation financière n'est pas un phénomène irréversible, alternant des périodes de libéralisation et de resserrement du contrôle des opérations en capital, ainsi que de flux et reflux de capitaux. En témoigne le ratio du stock de capitaux étrangers sur PIB des PED, inférieur en 1998 à celui de 1913<sup>(17)</sup>.

- Au-delà de leurs spécificités, les fluctuations de longue période des flux de capitaux recèlent des composantes cycliques. Depuis la fin du XIXe siècle, quatre phases de financement extérieur massif de PED ont échoué, dans trois cas, sur une fréquence haute de crises de la dette ou de crises financières. Chacune présente des particularités fortes dans un contexte historique donné. Mais on peut toutefois identifier des enchaînements similaires. Au départ, un surplus d'épargne de pays investisseurs en quête de rémunérations élevées donne aux PED un accès facile à des sources de financement extérieur. Ce surplus résulte en général d'une phase de bulle du cycle d'investissement des grands pays développés et/ou de surliquidités internationales (cf. graphique 3). Ensuite, l'interrogation porte sur la capacité des pays d'accueil



dont l'endettement extérieur s'accroît, à élever leur PIB potentiel et leurs exportations. Certains contextes historiques conduisent à un creusement dangereux du déficit courant, à la formation de bulles spéculatives via notamment l'excès de crédit et/ou l'appréciation du taux de change réel, et à une crise précédant une rétraction violente des financements extérieurs. A la différence d'un cycle conjoncturel classique, la durée longue de ces fluctuations laisse venir le temps de l'oubli de sorte que les prêteurs finissent par sous-estimer les risques d'insolvabilité.

- Les financements extérieurs privés ne garantissent pas une croissance durable. Les vagues de financement ont en général coïncidé avec une accélération de la croissance des pays récipiendaires. Nombre de PED ont ensuite subi une longue période d'ajustement. Les années 1930, 1980 et post 1997 l'illustrent. Le PIB par tête n'a ainsi progressé au cours de la

(17) Ce ratio est revenu de 30% en 1913 à 22% en 1998. Toutefois, en dollars de 1990, ce stock atteignait 3 031 milliards en 1998 contre 235 en 1913 (source : Maddison déjà cité).

décennie 1980 que de 0,7% l'an dans les PED contre +2,5% l'an dans les pays développés. *A contrario*, la croissance des PED a pu être soutenue durablement sans financements extérieurs importants. Les années 1950 et 1960 pour la plupart des zones en développement en témoignent<sup>(18)</sup>. Au total, il n'est pas évident que le drainage de capitaux extérieurs ait pu élever la croissance potentielle et les gains de productivité globale des facteurs de production des pays hôtes.

- **L'intégration commerciale favorise davantage la croissance économique que l'intégration financière.** Intégration commerciale et intégration financière peuvent se renforcer mutuellement (périodes 1880-1913 et 1990-1997). Elles peuvent aussi être décorréliées, soit une intégration financière sans intégration commerciale (années 1920 et années 1970), soit une intégration commerciale sans intégration financière (années 1950 et 1960).

Au total :

- **l'ouverture commerciale** (baisse des tarifs douaniers, limitation des contingentements, libération des opérations en compte courant) est en général suivie d'une **intégration commerciale** (part croissante du commerce extérieur dans le PIB), laquelle à son tour **favorise une croissance durable**<sup>(19)</sup> ;

- **l'ouverture financière** (libéralisation des opérations en capital) n'est pas une condition nécessaire à l'intégration financière (augmentation du stock des capitaux extérieurs rapporté au PIB). En témoigne la progression des flux de capitaux vers les PED dans les années

1920 dans un contexte de contrôle des changes, ou vers la Chine depuis une quinzaine d'années. L'intégration financière, à son tour, **ne garantit pas une croissance durable**.

- **Les financements extérieurs d'investissements décidés à partir de critères politiques locaux sont contre-productifs.** C'est du moins l'enseignement que l'on peut retenir des deux phases d'intégration financière sans intégration commerciale des années 1920 et 1970. La croissance des zones concernées s'est affaiblie les années suivantes (Amérique latine surtout). Caractéristiques communes à ces deux périodes, l'exportation ou le recyclage de l'épargne internationale par les pays développés, sous forme de prêts privés (bancaires et obligataires), a résulté de la faiblesse des taux d'intérêt domestiques. Ces prêts dont la maturité s'est raccourcie<sup>(20)</sup> ont financé d'importants déficits budgétaires et extérieurs de PED. Ces déficits résultaient pour partie des dépenses généreuses d'infrastructures décidées pour consolider des pouvoirs politiques locaux. En conséquence, la montée de l'endettement extérieur n'a pas permis d'accroître à proportion le potentiel d'exportation des pays concernés, entraînant une dégradation de leur solvabilité et débouchant sur une crise de paiement dès lors que l'environnement international se dégradait.

- **Au total, si l'on synthétise ces leçons d'expérience, l'extension de la globalisation financière aux PED recèle des composantes cycliques animées par le cycle d'investissement et les bulles des grands pays développés.** La globalisation

(18) D'après Maddison, le PIB par habitant a progressé en Amérique latine de 2,52% l'an sur la période 1950-73 contre +0,99% l'an sur la période 1973-97. Pour l'Afrique, les chiffres respectifs sont de +2,07% et +0,01%. Pour l'Asie en développement hors Chine et Inde, de +3,56% contre +2,4%.

(19) Il s'agit bien sûr d'une tendance qui mériterait un débat plus approfondi, ce qui n'est pas l'objet de cet article.

(20) La partie court terme de la dette bancaire extérieure des PED a progressé de 25-30% dans la première moitié des années 1970 à 40% sur la période 1978-82.

financière ne semble constituer un facteur de développement que si elle renforce l'intégration commerciale, sinon elle risque de se transformer en dépendance financière. De ce point de vue, les formes prises par la globalisation financière au cours des années 1920 et 1970 ont plutôt freiné le développement. Tel ne semble pas être le cas, en revanche, des années 1990, *via* notamment l'irruption massive des IDE. Les études empiriques publiées ces dernières années apportent à cet égard des réponses nuancées.

## Les études et les évolutions récentes

La théorie néoclassique postule l'effet bénéfique de la mobilité internationale des capitaux sur la croissance. Dans un environnement de concurrence pure et parfaite, mais d'économie fermée, la croissance potentielle ralentit continûment sous l'effet de la baisse de la productivité marginale des facteurs de production, hors choc exogène de progrès technique (modèle de Solow). En économie ouverte, les capitaux vont s'investir dans les pays à un stade de développement moins avancé, pour lesquels les gains potentiels de productivité globale sont plus élevés que dans les pays d'origine, ce qui accroît la croissance potentielle des pays récipiendaires. Les modèles de croissance endogène développés au cours des années 1980 ont démontré l'absence de fatalité du ralentissement de la croissance potentielle mais ont confirmé les conclusions de l'école

néoclassique concernant les effets bénéfiques sur les PED de la mobilité internationale des capitaux.

Au regard de ces conclusions théoriques, les études empiriques publiées ces dernières années conduisent à des constats mitigés. Sur un large échantillon de PED et sur une longue période, elles concluent à une **indétermination de la relation entre flux de capitaux extérieurs et croissance**. Ainsi, pour une cinquantaine de PED, de 1978 à 1998, une hausse d'un point du ratio des entrées de capitaux rapporté au PIB n'entraînerait guère de croissance du PIB/habitant<sup>(21)</sup>.

En revanche, elles montrent des effets bénéfiques ciblés, fonctions de la nature des flux et des caractéristiques du pays d'accueil<sup>(22)</sup>. Elles montrent aussi les effets néfastes de la volatilité de ces flux.

L'analyse sera envisagée sous deux aspects, capitaux à long terme dont IDE et croissance potentielle d'une part, volatilité des flux de capitaux dont capitaux à court terme et crises, d'autre part.

### Effets bénéfiques sous conditions des capitaux longs sur la croissance potentielle

Le constat précédent de la faiblesse du lien entre capitaux extérieurs et croissance<sup>(23)</sup> interpelle les conclusions théoriques résumées ci-dessus et qui relèvent pourtant d'un certain bon sens : l'épargne extérieure de long terme finance essentiellement de l'investissement dans les PED. Ceci devrait élever dans le pays d'accueil à la fois le taux d'investissement rapporté

(21) "Economic growth with foreign saving?", Luiz Carlos Bresser-Pereira et Yoshiaki Nakano, Fondation Vargas, Novembre 2002.

(22) Notamment, IMF Working Paper, "Growing up with capital flows", Ashoka Mody et Antu Panini Mussbid, étude réalisée en 2001 sur un échantillon de 60 PED de 1978 à 1998.

(23) Ce message concerne aussi les IDE dont l'efficacité n'est pas garantie : "Does Foreign Direct Investment Accelerate Economic Growth?", Maria Carkovic et Ross Levine, Université du Minnesota, mai 2002.

au PIB (effet "quantités") et la productivité des facteurs de production (effet "qualité"), donc augmenter sa croissance potentielle.

Ces deux effets seront discutés successivement ci-après.

Préalablement, on pourrait objecter que les IDE, qui ont constitué les deux tiers du financement net des PED au cours de la décennie 1990, sont en fait très concentrés, ce qui biaise les résultats des études empiriques. Sur la période 1996-2001, douze pays en ont en effet attiré les trois quarts. Mais la dispersion des IDE apparaît beaucoup moins forte en termes relatifs. Sur la période 1990-2000, les IDE mesurés en pourcentage de l'investissement domestique de chaque pays ne présentent pas de différences sensibles. D'après la Banque mondiale, le ratio était de 9% pour les "low-income countries", 13% pour les "lower-middle-income countries" et les "upper-middle-income countries" et, enfin, de 11% pour les "top-ten developing countries recipients".

• **L'épargne extérieure de long terme permet-elle d'accroître le taux d'investissement domestique (effet "quantités") ?**

Si, en longue période, la corrélation entre épargne domestique et investissement est forte, en revanche, la corrélation entre épargne étrangère et investissement est faible (étude déjà citée <sup>(21)</sup>).

Sur le plan comptable, la plupart des PED enregistrent comme IDE les cessions d'entreprises, notamment dans le cadre des privatisations. Mais les revenus perçus par les anciens actionnaires peuvent être indifféremment affectés à des dépenses de

consommation, d'investissement ou bien être réexportés. Ainsi, en Argentine, les revenus des cessions d'entreprises à des non-résidents, qui ont représenté plus de la moitié des flux entrants de long terme au cours de la décennie 1990, ont été en large partie affectés à des dépenses de consommation ou exportés<sup>(24)</sup>. La relation IDE-investissement est donc entachée d'un biais comptable non négligeable.

Sur le plan économique, l'épargne étrangère peut conduire dans certaines circonstances à une réduction du taux d'épargne domestique et contrarier la hausse attendue du taux d'investissement. Ces effets pervers peuvent être directs, lorsque l'investissement étranger évince un investissement local. Ils peuvent être aussi indirects, lorsque l'afflux de capitaux entraîne un excès de liquidités. D'où une hausse des prix via la monétisation des réserves de changes lorsque le taux de change est fixe (donc, au final, une appréciation du taux de change réel) ou l'appréciation directe du taux de change lorsque ce dernier est flexible.

Cette appréciation peut entraîner :

- une baisse du prix relatif des produits importés, qui accroît la propension à consommer des ménages et réduit les marges des entreprises locales. D'où une baisse du taux d'épargne des ménages et des entreprises ;

- une dégradation du solde de la balance des paiements courants, de la solvabilité externe, une augmentation de la prime de risque, donc du coût de financement du capital. D'où une baisse de la profitabilité et un risque de baisse du taux d'investissement. Par ailleurs, l'excès de liquidité accroît la

(24) Cette analyse développée au début des années 1980 par Feldstein et Horioka a été actualisée en novembre 2002 pour l'Amérique latine de la décennie 1990 par les économistes de la fondation Vargas, déjà citée.

demande de produits importés qui dégrade davantage les comptes extérieurs.

Ces mécanismes ont joué notamment dans nombre de pays d'Amérique latine au cours de la décennie 1990, (exemple du Mexique de 1989 jusqu'à la crise de décembre 1994).

En résumé, une augmentation des entrées de capitaux peut entraîner un excès de demande et une appréciation du taux de change réel, conduisant à une baisse du taux d'épargne domestique et de la rentabilité des entreprises et, au final, ne pas permettre d'accroître le taux d'investissement global (exemple du Brésil de 1995 à 1998)<sup>(21)</sup>. La consommation absorberait donc l'essentiel d'un afflux important de capitaux extérieurs ? C'est effectivement ce que tend à corroborer une étude du FMI déjà citée<sup>(2)</sup> : la volatilité de la consommation des PED a été plus importante durant la dernière décennie dans un contexte d'intégration financière que lors des précédentes. A l'inverse, la volatilité du PIB a diminué.

• **L'épargne extérieure investie localement permet-elle d'élever la productivité des facteurs de production (effet "qualité") ?**

Ceci soulève la question de l'efficacité des investissements étrangers. Certaines études publiées récemment fournissent des conclusions solides : en fonction essentiellement du contexte du pays d'accueil, les capitaux longs peuvent exercer un effet favorable ou défavorable sur la croissance<sup>(25)</sup>. Mais ils ne paraissent pas *sui generis* exercer une influence favorable.

Les effets sur la croissance peuvent transiter par deux canaux :

**1/ Les effets d'entraînement sur l'économie, incluant les transferts de technologie.** Ils dépendent des "effets d'agglomération" (état des infrastructures, degré d'industrialisation, maillage urbain) et de la **capacité d'apprentissage ou d'assimilation**. Cette dernière est liée à l'existence d'une classe d'entrepreneurs active ("Animal Spirit of Business Man" de Keynes ou "Innovation Capacity and Disposition" de Schumpeter) et au niveau général d'éducation de la population. Elle nécessite que l'écart technologique entre le pays investisseur et le pays hôte ne soit pas trop important, de manière à favoriser l'assimilation. Elle nécessite aussi que le **système bancaire local** soit suffisamment développé pour procurer les capitaux nécessaires aux entrepreneurs locaux qui voudraient valoriser ces effets d'entraînement et de transfert<sup>(26)</sup>. Enfin, la **stabilité de l'environnement macroéconomique et le climat de l'investissement** (notamment un cadre juridique fiable pour l'investisseur) constituent à la fois un facteur d'attraction des IDE et un soutien aux effets d'entraînement.

**L'ensemble de ces facteurs ont été considérés comme significatifs dans des études économétriques<sup>(27)</sup>.** Le rôle des infrastructures, du capital humain et du système bancaire a été mis en évidence, notamment par la Banque mondiale.

**2/ Une réallocation des ressources, qui peut être efficace ou contre-productive selon les situations.** Les investissements extérieurs influencent

(25) Conclusion de plusieurs études économétriques récentes sur un très large échantillon de PED, notamment celle de Maria Carkovic et Ross Levine, déjà citée.

(26) Notamment, "FDI and Economic Growth: the Role of Local Financial Market", de Laura Alfaro et Areendam Chanda, 2002, Banque du Canada : Un marché financier local efficient permet à l'économie de bénéficier des investissements étrangers.

(27) Plusieurs études économétriques l'indiquent, dont "Private Capital Flows, Financial Development and Economic Growth in Developing Countries" de Jeannine N. Baillin, Banque du Canada, 2000. Cette dernière a été réalisée sur un échantillon de 40 PED de 1975 à 1995.

l'allocation des ressources locales, essentiellement *via* les profits, l'intermédiation bancaire et la fiscalité.

Le "market power" des IDE est intrinsèquement élevé (renommée des marques, technologie, management, etc.), ce qui favorise des marges bénéficiaires convenables. Ces dernières peuvent être gonflées par des barrières à l'entrée, tarifaires et non tarifaires, des circuits de distribution exclusifs, ou des pratiques collusives. **Auquel cas, une rente élevée de monopole ou de cartel détourne une partie des ressources locales.** La Banque mondiale ("Global Economic Prospect", 2003) signale une fréquence haute de telles rentes dans les PED, corrélée avec une faiblesse de la régulation publique et un important niveau de corruption. *A contrario*, elle relève que les IDE sont efficaces dans les pays où les barrières à l'entrée sont réduites.

Plusieurs études mettent en exergue **la qualité des systèmes bancaires**, comme condition essentielle d'une allocation efficace des capitaux longs<sup>(26)</sup>. Une organisation bancaire peu développée risque d'affecter ses ressources d'origine étrangère (emprunts internationaux, dépôts de non-résidents, etc.) ou d'origine locale (crédits d'accompagnement d'un IDE), **sur la base de critères bureaucratiques sujets à des aléas de moralité.** L'étude citée de la Banque du Canada conclut même à un effet négatif des flux de capitaux sur la croissance dans les pays à système bancaire sous-développé.

**Les incitations fiscales** pour attirer les IDE sont fréquentes (la Banque mondiale recense cent seize pays à démarche pro-active) et de nature variée (exemption de TVA, réduction de taxes locales, subventions, prêts bonifiés, etc.).

La CNUCED estime ces incitations coûteuses et souvent peu efficaces :

- ou bien elles drainent des IDE dans des pays à "state" et "corporate governance" faibles et elles n'exercent guère d'effet d'entraînement sur l'économie, tout en permettant souvent aux entreprises étrangères de bénéficier de rentes confortables. De plus, de telles incitations peuvent créer des distorsions de concurrence entre entreprises étrangères et locales ;

- ou bien les pays sont en eux-mêmes attractifs, et les incitations fiscales ne sont guère utiles.

Toutefois, d'après la Banque mondiale, les incitations en faveur d'IDE orientés vers la réexportation ainsi que celles concernant des zones économiques spéciales (ZES) peuvent, dans certains cas, présenter un rapport efficacité/coût favorable.

• **Au total, en combinant les effets "quantités" et "qualité", l'efficacité des capitaux extérieurs à long terme sur la croissance potentielle est émoussée lorsqu'un afflux important conduit à substituer l'épargne étrangère à l'épargne domestique ou lorsque le faible niveau de développement – infrastructures, technologie, système bancaire, cadre juridique, etc. –, parfois couplé à des pratiques de corruption, dilue les effets d'entraînement, les transferts de technologie, et introduit des distorsions dans l'allocation des ressources :** surprofits indus, effets d'antisélection de crédit et incitations fiscales inefficaces, voire contre-productives. D'où la conclusion d'un rapport de la Banque mondiale en 2001 : le nombre de PED

bien préparés à absorber des capitaux extérieurs est limité. A cet égard, l'étude du FMI, déjà citée<sup>(2)</sup>, estime que l'agrégation de ces différents critères détermine des seuils à partir desquels l'absorption des flux de capitaux extérieurs devient favorable à la croissance. En ce cas, l'efficacité peut être puissante (Chine, Mexique, etc.).

Dans des situations de faible efficacité, la **contrainte de solvabilité externe se resserre** puisque la stagnation du potentiel de croissance et d'exportation va de pair avec une augmentation des engagements externes rémunérés sous forme d'intérêts et de dividendes. Rappelons que, sous l'effet d'une forte progression du stock d'IDE reçus (cumul pour les PED de USD 2 400 milliards environ en 2002 contre moins de 500 milliards en 1990) et d'une rentabilité élevée des filiales étrangères (leur rentabilité dans les PED est, en général, plus élevée que celle des entreprises locales ou des maisons mères dans leur pays d'origine<sup>(28)</sup>), **les rapatriements de dividendes des filiales ont fortement crû depuis une dizaine d'années**. Depuis 2000, intérêts et dividendes nets versés représentent à peu près les deux tiers des flux nets de capitaux privés et publics reçus. Le poids relatif des dividendes comparé à celui des intérêts s'est considérablement accru depuis douze ans.

Intérêt et dividendes nets versés par les PED*		
(Milliards USD)	1990	2002
Intérêts nets	-41,7	-56,1
Dividendes et revenus de la propriété nets	-10,3	-58,6

Source : IFI

\* Champ : 27 grands PED

## Une volatilité préjudiciable à la croissance et difficilement maîtrisable

L'amplitude particulièrement forte des fluctuations de longue période des flux de capitaux vers les PED résulte de facteurs puissants.

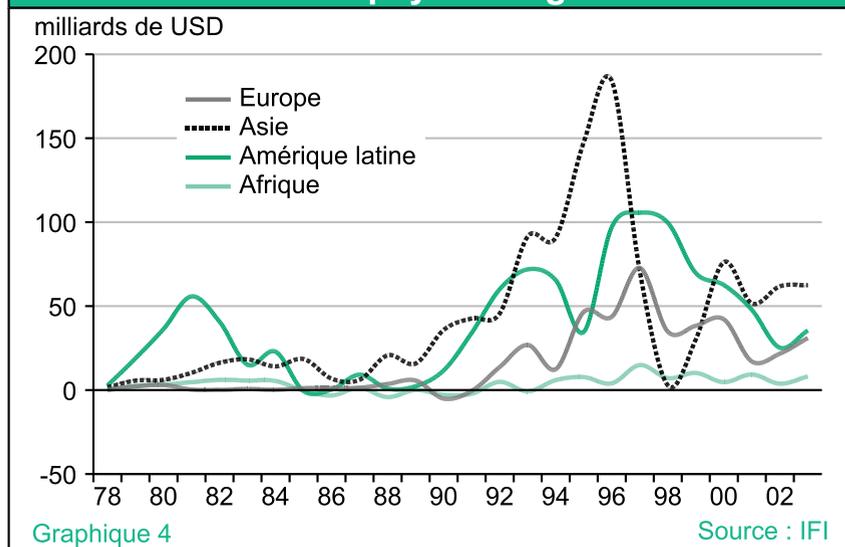
- **Les surliquidités des pays développés recyclées vers les PED conduisent régulièrement à une déconnexion des cycles réel et financier de ces derniers et à la formation de bulles.**

Si l'afflux de capitaux vers les PED est en partie dû à de nouvelles opportunités de marché (réduction du protectionnisme, libéralisation des marchés domestiques, innovations, dynamisme de la demande etc.), il résulte aussi, voire principalement, d'une **surliquidité internationale lorsque le cycle des pays développés est entré dans une phase de maturité ou de bulle** : baisse de la rentabilité du capital, survalorisation des actifs financiers et relâchement des politiques monétaires pour prolonger la phase ascendante du cycle (analysé en première partie).

Certes, les financements massifs des PED au cours de la période 1990-97 ont été pour l'essentiel impulsés en début de période par les opportunités réelles de leurs marchés, notamment dans les services. **Mais nombre de pays émergents ont été ensuite probablement surfinancés**. Toutes les catégories d'intermédiaires financiers ont contribué involontairement à cette évolution : les banques internationales et les compagnies d'assurance cherchant à diversifier leurs actifs, les fonds d'investissement en phase d'extension et les grandes entreprises qui ont tenté

(28) Le ROE moyen des filiales américaines dans les PED serait de 15 à 20% depuis dix ans, d'après une étude réalisée par Lehman, citée dans le rapport 2002 de la Banque mondiale.

## Flux net de capitaux privés vers les pays émergents



Graphique 4

Source : IFI

via l'internationalisation d'atteindre les nouvelles normes de ROE exigées par les marchés. Au total, les bulles des pays à monnaie forte ont ainsi été exportées vers les PED, intrinsèquement à monnaie faible (cf. graphique 4).

Les PED "candidats" au surfinement semblent caractérisés, certes, par des perspectives de croissance et de profit favorables, mais aussi par une liberté des mouvements de capitaux et un taux de change administré, bénéficiant parfois d'une garantie implicite ou supposée du FMI. Cette dernière limite le risque, du point de vue des investisseurs.

- L'amplitude du cycle financier des PED est accentuée par leur poids financier relativement modeste. A titre illustratif, sur la période 1995-2001, les IDE dans le monde ont atteint USD 750 milliards l'an (sommet de cycle en 2000 avec 1 300 milliards) dont seulement 140 vers les PED. Autre exemple sur la même période, les flux nets de capitaux

privés vers les Etats-Unis ont représenté un montant analogue à ceux destinés à l'ensemble des PED. Une réallocation partielle du portefeuille financier des grands acteurs économiques internationaux peut donc entraîner d'importantes variations des flux de capitaux vers les PED.

- Comparé aux grandes économies, le retournement du cycle des PED peut être plus violent car :

- la structure du financement extérieur est fragilisée pendant la phase haussière du cycle de financement. L'augmentation observée de la part des crédits court terme dans les crédits des banques commerciales au-delà de l'accompagnement nécessaire du commerce international et de celle des capitaux aisément délocalisables (investissements de portefeuille, dépôts de non-résidents) coïncide avec un creusement du déficit de la balance courante, de sorte que le ratio de "fongibilité" (capitaux aisément délocalisables sur réserves en devises) se dégrade dangereusement. Sans surprise, les études empiriques révèlent ainsi une forte volatilité des capitaux de court terme, dont les investissements de portefeuille. D'après la Banque mondiale, l'élasticité de la dette court terme au PIB des PED est 2,2 fois plus élevée que la dette moyen terme ;

- les banques locales dont la culture du risque est souvent peu développée profitent de l'augmentation de leurs actifs en devises pour distribuer généreusement des crédits en monnaie locale, collatéralisés par des actifs eux-mêmes souvent surévalués par une bulle immobilière ou boursière ;

- les possibilités de diversifier les actifs en cas de perception de risque accru sont plus limitées dans les PED que dans les pays développés. Dans un contexte d'incertitude, les investisseurs sont donc incités à préférer les marchés financiers des pays industrialisés pour lesquels la diversification des placements est possible et permet d'améliorer la protection ;

- les anticipations auto-réalisatrices et les effets de contagion mimétique (disparition des points de repère d'un marché) sont d'autant plus importants que les pays sont peu développés (résultat d'une étude Banque mondiale). L'asymétrie d'information, la concurrence imparfaite, l'aléa de moralité et plus généralement, la crédibilité des politiques économiques, sont en ce cas souvent en cause. La chute des prix d'actifs peut être amplifiée par certaines techniques de marché ("mark-to-market", ordre de "stop-loss" et appels de marge) ;

- l'efficacité contracyclique des politiques budgétaire et monétaire est éoussée dans les cas fréquents de forte intégration au marché mondial, d'absence de marge de manœuvre budgétaire (solvabilité dégradée) ou de faible crédibilité internationale. De plus, la liberté des mouvements de capitaux ne permet pas d'utiliser la politique monétaire comme instrument de pilotage interne en régime de change fixe ou affaiblit l'effet de relance budgétaire en régime de change flottant.

En résumé, le surfinancement externe à caractère cyclique et le potentiel de retournement, parfois ravageur, qu'il recèle, rythment la croissance et souvent les crises des PED

intégrés à la finance internationale, dont la "cyclicité" intrinsèque est déjà prononcée<sup>(29)</sup>.

Après une crise, les contractions du PIB ont fréquemment atteint environ 10% sur une année (Mexique en 1994 ; Indonésie, Thaïlande, Corée et Russie en 1998 ; Turquie en 1998 et 2001 ; Argentine en 2001 ; Uruguay en 2002 ; etc.), contre une légère récession pour les grandes économies.

Au total, au cours des années 1990, l'ouverture commerciale accrue (Asie surtout), la fragilisation de la structure de financement extérieur (Turquie, Asie, Amérique latine, voire Europe de l'Est) et la dépendance financière (Amérique latine surtout) sont probablement en grande partie à l'origine de la dépendance accrue des PED depuis 1997-98 aux cycles réel et financier des grandes économies.

• Bien sûr, cette volatilité des flux de capitaux et la vulnérabilité des PED pèsent sur la croissance tendancielle de ces derniers.

Plusieurs études déjà citées montrent que :

- l'effet de freinage de la volatilité sur la croissance est plus important lorsque le niveau de développement est faible ;

- pendant la phase d'afflux de capitaux, l'absorption devient de plus en plus difficile. Sur la période 1990-99, une étude du FMI déjà citée indique que les gains de productivité des facteurs de production résultant de l'apport de capitaux extérieurs ont diminué au fil des ans.

Le bilan économique et social du retournement des cycles est donc souvent lourd, mais difficile à évaluer.

*(29) La Banque mondiale (rapport 2001) calcule une volatilité sensiblement plus forte de l'investissement dans les pays à bas revenu qu'à revenu intermédiaire ou à haut revenu sur la période 1991-2000 (respectivement indice de 7,6 contre 4,5 et 3,5).*

En plus de l'effet dépressif, la dette publique peut progresser de plusieurs dizaines de points de PIB, *via* notamment la socialisation des pertes bancaires.

### Dans quelle mesure la libéralisation des opérations financières extérieures influence-t-elle la volatilité des flux de capitaux, la croissance et les crises ?

Sur la période 1970-2001, la croissance a été plus forte dans les économies financièrement les plus ouvertes (étude du FMI déjà citée<sup>(22)</sup>, soixante pays observés de 1978 à 1998). Mais les études concernant strictement les PED aboutissent à des conclusions décalées par rapport à la précédente :

- l'efficacité des flux de capitaux extérieurs sur l'investissement des pays émergents, *via* notamment la possibilité offerte aux non-résidents d'acheter des actifs domestiques, a faibli avec l'ouverture du compte de capital de ces derniers<sup>(23)</sup> ;

- l'ouverture du compte de capital accroît, dans certains cas, la vulnérabilité aux crises<sup>(2)</sup> ;

- la fréquence des crises sur la période 1970-2000 a été élevée dans les PED "ouverts", c'est-à-dire dont le compte de capital est libéralisé, sensiblement supérieure à celle des PED "fermés". Cette fréquence a été faible pour les pays développés, qu'ils soient "ouverts" ou "fermés". Au sein des PED, la relation paraît forte entre la liberté donnée aux flux financiers de court terme, la dégradation des bilans bancaires et les crises.

Compte de capital	Fréquence des crises (% de pays)	
	Pays développés	PED
Fermé	8,8	25,1
Ouvert	9,7	61,6

Sources : Philippe Martin, Federal Reserve Bank of New York and CEPR, Hélène Rey, Princeton University, CEPR and NBER

Ces résultats sur longue période ont été confirmés au cours des années récentes : graves crises financières de certains grands pays ouverts et, *a contrario*, stabilité financière de pays fermés comme l'Inde, la Chine, ou bien réussite de la mise en place d'un contrôle sélectif des changes comme en Thaïlande en 1998.

Les conclusions *a priori* paradoxales de ces différentes études – à savoir une économie plus ouverte est moins volatile et croît plus vite mais l'ouverture augmente la volatilité et pèse sur la croissance – peuvent être en partie réconciliées si l'on retient l'hypothèse probable d'une ouverture trop rapide du compte de capital dans les années 1990 de certains PED au regard de l'évolution de leurs structures internes.

En conséquence, expériences et études récentes plaident en faveur d'une attitude pragmatique concernant la libéralisation du compte de capital.

La maîtrise, pour une économie aux fondements macroéconomiques et financiers fragiles, de sa liquidité interne et externe pour éviter les bulles et les surajustements baissiers est essentielle. Ceci concerne particulièrement les pays dont les banques centrales ne sont pas aptes à stériliser les entrées excessives de devises et dont les systèmes bancaires restent faibles (ratios

de capitalisation, contrôle des risques, gestion actif/passif, etc.). Auquel cas, un contrôle sélectif des capitaux de court terme potentiellement spéculatifs, notamment des résidents, peut être préférable. De ce point de vue, la consolidation en cours des systèmes bancaires, notamment en Asie du Sud ou en Europe de l'Est, limite progressivement les risques. Pour les IDE, les possibles effets pervers pourraient conduire les pays aux caractéristiques d'accueil encore insuffisantes à une ouverture ciblée.

### **Au cours des prochaines années, la volatilité des flux de capitaux vers les PED devrait-elle rester aussi forte et les crises financières aussi fréquentes ?**

A moyen-long terme, l'évolution démographique respective des pays développés (vieillesse) et des PED (transition démographique) plaide pour un transfert net d'épargne des premiers vers les seconds sur une base récurrente, compte tenu des capacités et besoins de financement respectifs qu'elle engendre (étude récente de la Banque mondiale, horizon 2015). La dynamique démographique mondiale conforte donc les conclusions de l'analyse néo-classique d'un transfert international d'épargne de nature non volatile. Cette tendance stabilisatrice de longue période ne doit pas être sous-estimée.

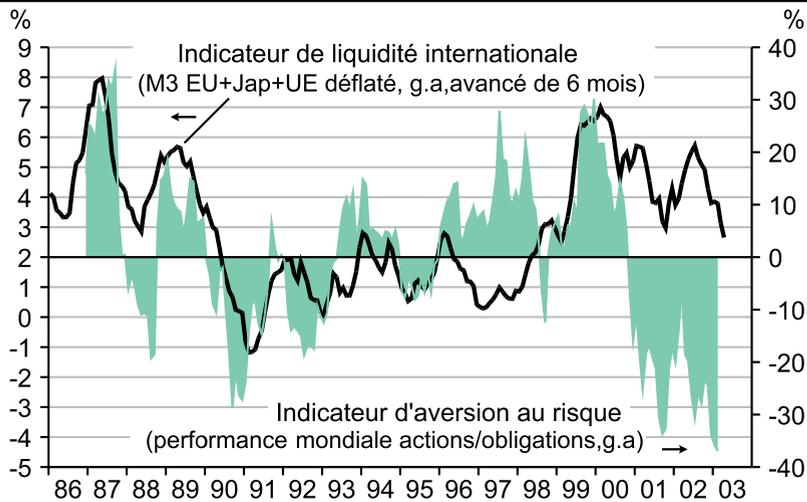
A horizon des prochaines années, on peut relever des tendances contraires mais qui, globalement, laissent prévoir une volatilité persistante.

**Facteur favorable à la réduction de la volatilité, la vulnérabilité financière de nombre de PED aux chocs extérieurs a sensiblement diminué ces dernières années :** baisse significative du potentiel de capitaux de non-résidents rapidement délocalisables (dette court terme, investissements de portefeuille), reconstitution des réserves de changes (*via* notamment le redressement du solde des balances des paiements courants), dégonflement des bulles, dont les surévaluations de taux de change, redressement des systèmes bancaires locaux et, enfin, passage d'un régime de change fixe à un régime de flottement (Asie, Amérique latine, voire Europe de l'Est). Si ces deux derniers facteurs peuvent apparaître durables, en revanche, les précédents recèlent une forte composante cyclique : l'apurement depuis 1998 des effets du surfinancement des années antérieures. La constitution de nouvelles bulles est en effet possible. Notons, par ailleurs, un dialogue renforcé depuis 1998 entre les institutions financières internationales et les pays en risque financier, concrétisé dans une implication financière du FMI, plus active depuis les crises des années 1997-1998 (Brésil, Turquie, notamment).

**Toutefois, plusieurs facteurs peuvent maintenir une volatilité élevée.**

La crise économique actuelle est caractérisée par un excès d'offre de produits industriels, une déflation du prix des actifs, voire des biens, une perte de repère des marchés financiers sur la valorisation des sociétés et un expansionnisme monétaire. En

## Liquidités, flux de capitaux et bulles



Graphique 5

Sources : BFI EE, BNP Paribas

conséquence, l'économie mondiale reste probablement surliquide malgré la chute des cours boursiers, comme en témoignent l'importance des placements monétaires et, surtout, l'énorme bulle obligataire sur les titres publics des Etats considérés comme peu risqués (cf. graphique 5). Cette surliquidité recèle un potentiel élevé de retour massif vers les marchés émergents, dès lors que les perspectives économiques y sembleront favorables, avec des risques analogues à ceux du milieu des années 1990 de surfinancement et de bulles, via une forte concurrence probable entre banques, fonds d'investissement, etc., notamment pour les investissements de portefeuille.

Deuxième facteur de volatilité, les financements à caractère stable des PED risquent de continuer de se réduire :

- les IDE ont amorcé en 2000 une phase de lent déclin, surtout en Amérique latine, (privatisations déjà en partie effectuées, retour sur

investissement en baisse sensible depuis 1998<sup>(30)</sup>). Ils ne représentaient plus que 2,5% du PIB des PED en 2002 contre un pic à 3,2% en 1999 (source : Banque mondiale) ;

- les crédits à moyen terme des banques internationales vont probablement poursuivre leur contraction, remplacés en partie par des crédits à court terme. Les crédits, malgré leur recul depuis 1998, restent la principale forme d'endettement extérieur des PED et une telle évolution ne peut que les fragiliser. Cette dernière résulte surtout d'une modification de l'environnement juridique et prudentiel dans lequel se projettent les banques internationales : non-respect d'engagements contractuels de certains Etats (Argentine), développement du capital économique imposé par la réglementation internationale de Bâle II, qui renchérit le coût des crédits à risque, et enfin proposition par le FMI d'introduire une loi des faillites à l'échelle internationale (SDRM : "Sovereign Debt Restructuring Mechanism") favorisant une restructuration des crédits de moyen terme à la demande de l'Etat débiteur. Toutefois, le FMI semble prendre aujourd'hui quelques distances avec ce mécanisme. Concernant la réglementation de Bâle, plusieurs études concluent à une sélectivité renforcée à l'encontre des émetteurs "speculative grade"<sup>(31)</sup>. Certaines mettent en évidence le risque d'un effet procyclique de la nouvelle réglementation sur l'offre de crédit bancaire (tendances des banques à réagir aux changements de rating des contreparties identiquement et simultanément).

Troisième facteur de volatilité, la structure socio-politique de nombre de PED s'est fragilisée sous l'effet des crises économiques et de l'inflexion du

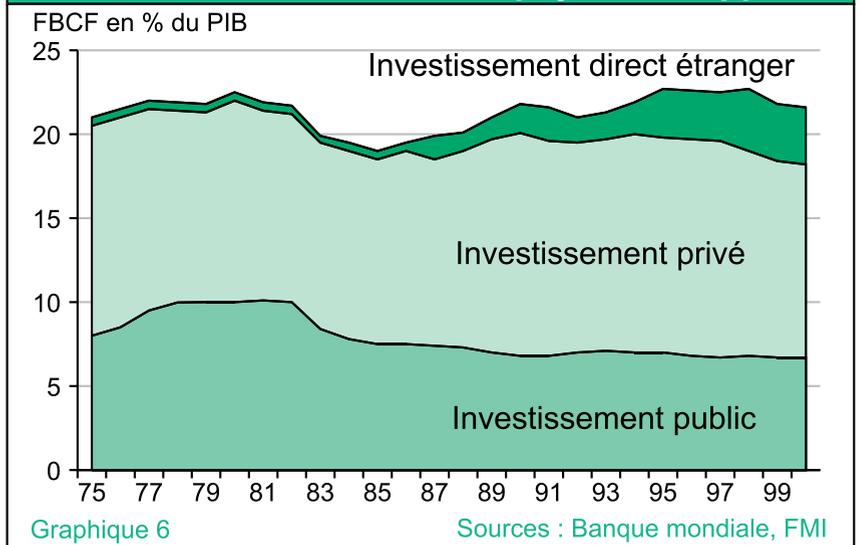
(30) *Global Development Finance*, Banque mondiale, avril 2003. Sur un échantillon de 25 PED, le retour sur investissements des IDE s'établissait à environ 6% de 1998 à 2000, contre près de 8% de 1995 à 1997.

(31) "The impact of the new Basel accord on the supply of capital to emerging market economies", *Financial Stability Review*, Décembre 2002, Banque d'Angleterre, Simon Hayes et Victoria Saporta, International Finance Division, et David Lodge, *Financial Industry and Regulation Division*, Banque d'Angleterre ; "Bâle II : un bilan après deux années de consultation", Florence Béranger et Jérôme Teiletche, CDC IXIS, mars 2003.

niveau de vie sur une période assez longue (de 1998 à 2002, voire 2003). Ceci concerne essentiellement l'Amérique latine (le PIB par habitant recule depuis 1998), l'Afrique, une partie du Proche et Moyen-Orient, et quelques pays d'Asie. Cette nouvelle donne conduit à des changements non anticipés de majorité dans un cadre démocratique (Brésil et Turquie en 2002), ce qui constitue au final un facteur de stabilité, mais aussi à une instabilité chronique débouchant parfois sur des désordres socio-politiques graves (Argentine, Côte-d'Ivoire, Venezuela, notamment). La nouvelle politique extérieure américaine perçue comme unilatérale accroît cette instabilité, particulièrement dans le monde arabo-musulman.

En résumé, les PED sont en moyenne devenus plus instables au niveau socio-politique, tout en ayant réduit leur vulnérabilité financière extérieure. L'efficacité contracyclique de leurs politiques économiques est érodée. Dans cette configuration, les financements privés en provenance des grandes économies ne semblent pas devoir être un facteur de stabilisation, caractérisés par un recul structurel des financements privés stables (IDE, crédits à moyen-long terme) et un risque de retour précipité de financements instables (investissements de portefeuille, émissions obligataires excessives, crédits court terme non commerciaux). Parce que la volatilité des flux de capitaux exerce souvent un effet déstabilisateur puissant sur les PED récipiendaires, on ne peut que conclure à un risque non négligeable de nouvelles crises financières à moyen terme, sauf renforcement des actions internationales préventives.

## Les capitaux domestiques sont une large source d'investissement dans les pays développés



A partir de cette étude, on peut retenir quelques conclusions générales.

- L'intégration financière internationale d'un pays joue rarement un rôle essentiel dans son développement, mais plutôt un rôle d'accompagnement, et pas en toutes circonstances. Le taux d'investissement et la croissance potentielle dépendent principalement du taux d'épargne domestique, marginalement de l'épargne étrangère (cf. graphique 6) qui peut d'ailleurs, dans certains contextes, générer des effets pervers contre-productifs. De plus, l'intégration financière n'exerce en général des effets favorables sur la croissance que si elle accompagne l'intégration

commerciale dont la corrélation en longue période avec la progression du PIB est forte.

- **La globalisation financière ne peut en soi être considérée comme un facteur ou un frein de développement.** Les motivations de l'investissement financier des pays développés vers les PED (réallocation de surliquidités *versus* internationalisation des entreprises ou accompagnement financier du commerce international), la nature des flux, leur importance (problème d'absorption d'un excès de financement) et les caractéristiques du pays d'accueil déterminent la capacité de ces flux à élever ou au contraire, parfois, à réduire le potentiel de croissance du pays hôte. Il apparaît hélas que moins un pays est avancé dans le développement et plus la capacité de l'épargne extérieure à tirer la croissance de ce dernier semble limitée. Dans des situations de faible efficacité économique, la contrainte de solvabilité se resserre puisque une progression de l'endettement extérieur n'entraîne pas une hausse significative du potentiel de croissance et d'exportation. D'où la nécessité du maintien d'une aide officielle ou associative (ONG) pour une partie du monde en développement, en Afrique subsaharienne notamment.

- **La globalisation financière ne doit être, ni diabolisée, ni idéalisée.** En longue période, le développement d'un pays est bien sûr corrélé avec son degré d'intégration financière, mais la trajectoire de développement peut être plus ou moins chaotique, suivant notamment l'adéquation entre son niveau d'intégration financière internationale et ses caractéristiques

intrinsèques. A cet égard, les entreprises ne peuvent être considérées comme les vecteurs d'une "bonne", ou d'une "mauvaise" globalisation : elles s'appuient sur l'environnement qui leur est proposé. De ce point de vue, une libéralisation trop précoce peut s'avérer aussi nuisible qu'une libéralisation insuffisante ou tardive.

Concernant les marchés domestiques, dans un contexte d'économie largement administrée, le recours à l'endettement extérieur aboutit souvent à un échec comme l'ont montré les vagues de financement du secteur public des années 1920 et 1970. Dans un contexte d'ouverture comme au cours des deux dernières décennies, le recours à l'endettement extérieur et les IDE donnent des résultats variables car nombre de PED souffrent encore à la fois d'un excès d'entraves diverses au bon fonctionnement du marché (relations "incestueuses" entre l'Etat et le monde des affaires ou réglementation excessive du marché du travail notamment) et d'une insuffisance de transparence des données financières, de régulation et de contrôle des acteurs privés (dont les intermédiaires financiers), ainsi que du respect du droit des contrats. Même si des progrès sensibles ont été accomplis ces dernières années dans ces différents domaines, notamment en Asie et en Europe de l'Est, ces facteurs d'efficacité des capitaux extérieurs évoluent dans l'ensemble lentement, car ils puisent leurs racines dans la culture et l'organisation socio-politique des pays.

Concernant l'ouverture des opérations en capital de la balance des paiements, une attitude pragmatique doit prévaloir. Les capitaux extérieurs ont afflué depuis un siècle vers les PED par vagues



successives qui ont, en partie, puisé leurs forces dans le surplus d'épargne ou de liquidité des grands pays développés. Les financements excessifs conduisent souvent à une baisse de l'efficacité marginale des investissements extérieurs et à des bulles spéculatives dans les pays hôtes, débouchant parfois sur des crises violentes. Régimes de change fixe, liberté totale des mouvements de capitaux et incapacité du système financier local à stériliser les entrées excessives de capitaux sont en cause. Malgré la baisse de la vulnérabilité financière des PED depuis 1998, il est assez probable que de nouvelles bulles se formeront les prochaines années. Les questions du contrôle des opérations de capitaux financiers de court terme dans certains contextes spécifiques et de l'architecture financière internationale restent donc d'actualité.

*Guy LONGUEVILLE*  
*guy.longueville@bnpparibas.com*

*La revue Conjoncture reflète l'opinion des Etudes Economiques de BNP Paribas. Elle est publiée uniquement à titre informatif. Ni l'information contenue, ni les opinions exprimées ne constituent une offre ou une sollicitation en vue d'acheter ou vendre un quelconque placement. L'information présentée émane de sources considérées comme fiables mais BNP Paribas ne garantit par leur exactitude, ni leur exhaustivité. Toutes opinions ou prévisions ont un caractère provisoire.*

*This publication was produced by a BNP Paribas Company. It will have been approved for publication and distribution in the United Kingdom by BNP Paribas London Branch, a branch of BNP Paribas SA whose Head Office is in Paris, France. BNP Paribas London Branch is regulated by the Financial Services Authority ("FSA"), for the conduct of its designated investment business in the United Kingdom and is a member of the London Stock Exchange. BNP Paribas Securities Corp. in the United States accepts responsibility for the contents of this publication in circumstances where the report has been distributed by BNP Paribas Securities Corp. direct to US recipients.*

*This publication reflects the view of the Economic Research Department of BNP Paribas. It is published for information purposes only. Neither the information nor the opinion expressed constitutes an offer or solicitation to buy or sell any investments. Information contained herein has been obtained from sources believed to be reliable but BNP Paribas does not guarantee its accuracy or completeness. All opinions and forecasts are subject to change. Discretion with respect to suitability should prudently exercised.*

*A BNP Paribas Group Company and/or persons connected with it may effect or have effected a transaction for their own account in the investments referred to in the material contained in this report or any related investment before the material is published to any BNP Paribas Group Company's customers. On the date of this report a BNP Paribas Group Company, persons connected with it and their respective directors and/or representatives and/or employees may have a long or short position in any of the investments mentioned in this report and may purchase and/or sell the investments at any time in the open market or otherwise, in each case either as principal or as agent. Additionally, a BNP Paribas Group Company within the previous twelve months may have acted as an investment banker or may have provided significant advice or investment services to the companies or in relation to the investment(s) mentioned in this report.*

***This publication is not intended for private customers in the UK (as defined by the rules of the FSA) and should not be passed to such persons.***

*By accepting this publication you agree to be bound by the foregoing limitations.*