# Flux internationaux de capitaux : bénédiction ou malédiction ?

## *International Capital Flows : a Blessing or a Curse ?*

Graciela L. Kaminsky*
*George Washington University et NBER*

L'explosion puis le renversement brutal des flux de capitaux vers les marchés émergents dans les années 1990 ont déclenché un débat intense. Beaucoup ont soutenu que la mondialisation avait été trop loin et que les marchés internationaux de capitaux étaient devenus extrêmement erratiques. Au contraire, d'autres ont souligné que la mondialisation permettait d'allouer les capitaux de manière plus efficace, alimentant des taux de croissance plus élevés. Cet article réexamine les caractéristiques des flux internationaux de capitaux depuis 1970 et résume les conclusions des recherches des années 1990 sur le comportement des investisseurs internationaux ainsi que les effets à court et long terme de la mondialisation sur les marchés financiers et la croissance.

The explosion and the dramatic reversal of capital flows to emerging markets in the 1990s have ignited a heated debate, with many arguing that globalization has gone too far and that international capital markets have become extremely erratic. In contrast, others have emphasized that globalization allows capital to move to its most attractive destination, fueling higher growth. This paper re-examines the characteristics of international capital flows since 1970 and summarizes the findings of the research of the 1990s on the behavior of international investors as well as the short- and long-run effects of globalization on financial markets and growth.

* Cet article a été écrit pour la Conférence ABCDE de la Banque Mondiale (Paris, France) les 15 et 16 mai 2003, et s'appuie sur des recherches précédentes faites avec Richard Lyons et Sergio Schmukler. Je voudrais remercier deux référés anonymes pour leurs commentaires très utiles. Je voudrais aussi remercier Victor Cheng et Nilanjana Sarkar pour l'excellente assistance qu'ils m'ont apportée lors de ce travail de recherche.

## 1 INTRODUCTION

L'explosion des flux de capitaux vers les marchés émergents au début et au milieu des années 1990, et le récent retournement qui a suivi les crises en Asie, en Amérique Latine et dans les économies en transition, ont suscité une fois de plus un débat animé sur les avantages et les inconvénients de la mondialisation financière. Beaucoup ont soutenu que la mondialisation avait été trop loin et que les marchés internationaux de capitaux étaient devenus extrêmement erratiques, les flux et les reflux « excessifs » de fonds provoquant des bulles spéculatives et des crises financières et amplifiant du même coup les variations des cycles économiques. Au contraire, le point de vue le plus classique affirme que les marchés internationaux de capitaux favorisent la croissance et la productivité en permettant d'allouer le capital aux zones les plus attractives.

Même si les flux internationaux de capitaux ne provoquent pas une volatilité excessive des marchés financiers intérieurs, il reste vrai que les larges afflux de capitaux peuvent provoquer de l'inflation en présence d'un régime de taux de change fixe. De plus, des flux de capitaux transitoires peuvent déformer la structure des prix relatifs, et l'économie nationale perdre de sa compétitivité si le taux de change réel s'apprécie. Il n'est donc pas étonnant que les décideurs politiques aient utilisé une variété d'outils pour gérer ces flux, en particulier dans le cas de capitaux spéculatifs.

Cet article passe en revue les principaux faits concernant les caractéristiques des flux internationaux de capitaux depuis 1970 et résume quelques-unes des conclusions des recherches menées dans les années 1990 sur les effets de la mondialisation. En premier lieu, il présente un bref historique des mouvements des flux internationaux de capitaux vers les marchés émergents, en mettant l'accent sur la volatilité des prêts bancaires et des flux de portefeuille. En second lieu, afin d'étendre notre compréhension des flux internationaux de capitaux, l'article passe en revue les conclusions de la littérature sur le comportement des fonds communs de placement spécialisés dans les marchés émergents, ainsi que le comportement des banques européennes, japonaises et américaines en matière de prêts aux marchés émergents avant et après les crises mexicaine, thaïlandaise et russe. Il en ressort que les épisodes de forte croissance des flux de capitaux finissent, en fait, de manière soudaine soit en raison de problèmes internes soit du fait d'un effet de contagion. En troisième lieu, l'article examine les effets reconnus à court et à long terme de la dérégulation financière

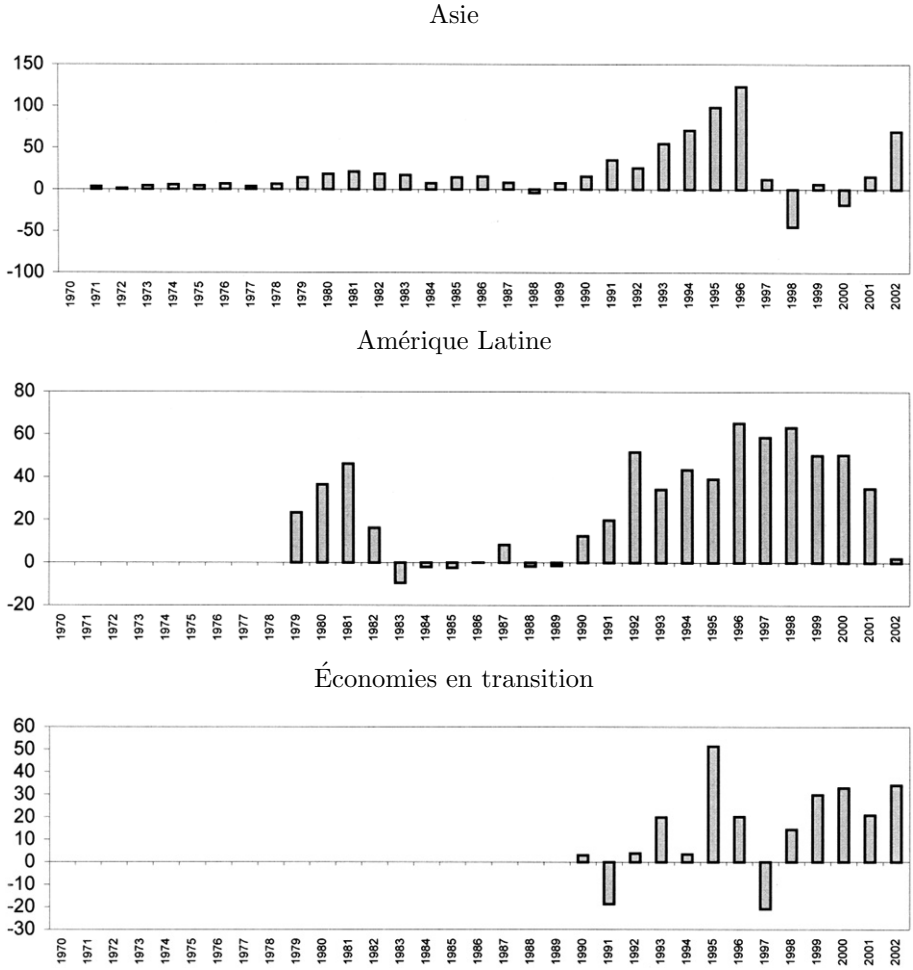
sur les cycles financiers et réels. Il est intéressant de noter que les faits stylisés suggèrent que même si la libéralisation financière peut provoquer des mouvements de capitaux brusques et excessifs à court terme, à long terme les marchés financiers tendent à se stabiliser et la croissance à s'accélérer. Nous examinerons également dans cette section les liens entre la mondialisation et les réformes institutionnelles. En quatrième lieu, l'article passe en revue la littérature sur les moyens de gérer les flux internationaux de capitaux. La conclusion résume les connaissances et les interrogations sur la mondialisation financière et expose les différentes options de politique économique.

## 2 UN BREF HISTORIQUE DES FLUX DE CAPITAUX

Durant les années 1970, les flux de capitaux à destination des économies émergentes ont augmenté de façon remarquable. Cette croissance a été provoquée par le choc pétrolier de 1973-1974, favorisée par le développement du marché des eurodollars, et amplifiée par une remarquable augmentation du volume de prêts bancaires entre 1979 et 1981. L'Amérique Latine est devenue le principal bénéficiaire de cet important flux de capitaux, qui a atteint jusqu'à 46, 2 milliards de dollars pour la région en 1981 (voir fig.1), soit environ 6 % du PIB de la zone. Pendant cette période, les flux internationaux de capitaux étaient le plus souvent effectués sous la forme de prêts bancaires syndiqués (voir fig.2). Ce mouvement s'arrêta brusquement en 1982 avec l'augmentation des taux d'intérêt réels mondiaux à des niveaux jamais atteints depuis les années 1930. Les pays émergents devinrent soudainement les parias des marchés internationaux de capitaux. Non seulement ils furent exclus des marchés de capitaux, à l'exception des prêts destinés à défendre la valeur des prêts passés, mais en plus ils furent forcés de dégager un surplus de compte courant pour rembourser leur dette extérieure.

À la fin des années 1980, les prêts internationaux reprirent, et l'Amérique Latine devint, à nouveau, le « chouchou » de Wall Street. Les flux financiers vers cette région augmentèrent, à nouveau, massivement. L'Asie bénéficia aussi d'une forte croissance des flux de capitaux, qui furent multipliés par 10 par rapport à leur moyenne du début des années 1980. Cette fois-ci, cependant, la composition des flux de capitaux changea radicalement : les prêts bancaires furent remplacés par des investissements directs étrangers et des investissements de portefeuille. Comme on le voit sur la figure 2, les prêts bancaires

**Figure 1 :** *Flux de capitaux privés à destination des marchés émergents*
(en milliards de dollars)




Note : Les pays de la zone Asie inclus sont : le Bangladesh, la Chine, Honk Kong, l'Inde, l'Indonésie, la Corée, la Malaisie, le Pakistan, les Philippines, Singapour, la province chinoise de Taiwan, la Thaïlande et le Vietnam.

Les pays de la zone Amérique Latine inclus sont : l'Argentine, le Brésil, le Chili, la Colombie, la République Dominicaine, l'Équateur, le Guatemala, le Mexique, le Pérou, l'Uruguay et le Venezuela.

Les économies en transition incluses sont : l'Albanie, l'Arménie, l'Azerbaïdjan, la Biélorussie, la Bosnie Herzégovine, la Bulgarie, la Croatie, la République Tchèque, l'Estonie, la Géorgie, la Hongrie, le Kazakhstan, le Kirghizstan, la Lettonie, la Lituanie, la Macédoine (anciennement République yougoslave de), la Moldavie, la Mongolie, la Pologne, la Roumanie, la Russie, la Serbie et le Monténégro, la Slovaquie, la Slovénie, le Tadjikistan, le Turkménistan, l'Ukraine et l'Ouzbékistan.

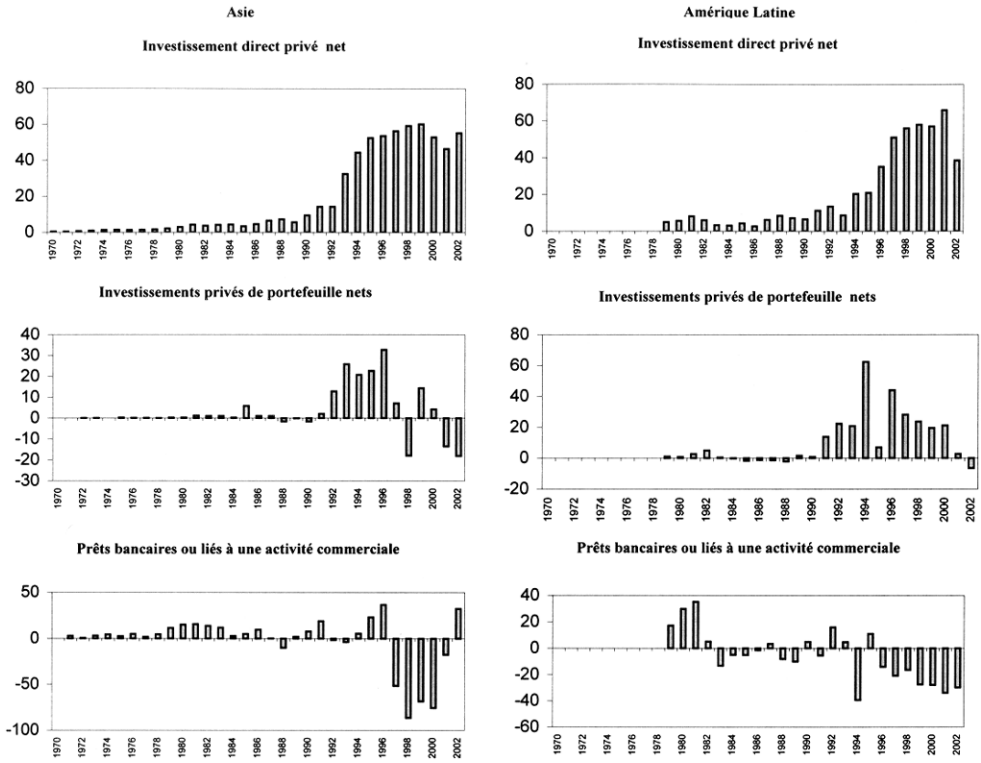
Source : World Economic Outlook

consentis à l'Asie et à l'Amérique Latine passèrent de 70 % des flux nets de capitaux privés dans les années 1970 à 20 % dans les années 1990. Alors que l'investissement direct étranger constituait la plus grande part des flux de capitaux vers l'Asie et l'Amérique Latine, les investissements de portefeuille (obligations et actions) augmentèrent aussi substantiellement, pour représenter environ 40 % des flux de capitaux totaux au milieu des années 1990. En valeur absolue, les flux sous forme d'actions et d'obligations vers l'Asie (exceptés ceux comptés comme IDE) atteignirent 33 milliards de dollars en 1996, tandis que ceux vers l'Amérique Latine culminaient à 63 milliards de dollars en 1994.

À nouveau dans les années 1990, comme dans les années 1980, les phases de forte croissance des flux financiers furent suivies de phases de retournements. Le premier exemple de retournement de flux eut lieu à la suite de la crise monétaire du Mexique en décembre 1994. Dans ce cas, l'interruption fut de courte durée et les flux de capitaux reprirent pour la majorité des pays dans l'année qui suivit, et retrouvèrent leur niveau d'avant la crise peu de temps après. En outre, à la suite de cette crise, les flux de capitaux vers l'Asie ne furent pratiquement pas affectés, la crise ayant été confinée à un petit nombre de pays d'Amérique Latine. Le second renversement, plus sévère, eu lieu en 1997 pendant la crise asiatique. Ce retournement fut par la suite aggravé par la défaillance russe en août 1998 et la crise brésilienne en 1998-1999. Cette fois-ci, l'effondrement des flux de capitaux fut plus prononcé et dura plus longtemps. Le retournement fut similaire en importance à celui qui eut lieu après la crise de la dette : les flux de capitaux totaux vers l'Amérique Latine déclinèrent de 20 % en 1999 puis de 32 % supplémentaires en 2001. L'arrêt soudain des flux de capitaux vers l'Asie fut encore plus brutal : les flux de capitaux totaux passèrent de 123 milliards de dollars en 1996 à 12 milliards de dollars en 1997. Le retournement le plus spectaculaire fut celui des flux d'investissements à court terme vers l'Asie (obligations, actions et prêts bancaires) qui passèrent d'un flux positif de 69 milliards de dollars en 1996 à un flux négatif de 104 milliards de dollars en 1998. En Amérique Latine, les flux de capitaux à court terme passèrent d'un flux positif d'environ 30 milliards de dollars en 1996 à un flux négatif d'environ 31 milliards de dollars en 2001.[1]

1 Cet article n'analyse que les investissements de portefeuille et les prêts bancaires. Cependant, il est important de noter que, contrastant avec les fortes hausses et les arrêts soudains de ce type de flux financiers, l'investissement direct étranger vers les marchés émergents a continuellement augmenté même au pire des troubles monétaires (en partie en raison de l'achat d'entreprises en faillite suite à la crise). Ceci conduit de nombreux auteurs à distinguer les IDE comme des flux financiers stabilisants (voir par exemple H. Reisen et M. Soto (2001) et L. Sarno et M. Taylor (1999)) et à soutenir les politiques encourageant les

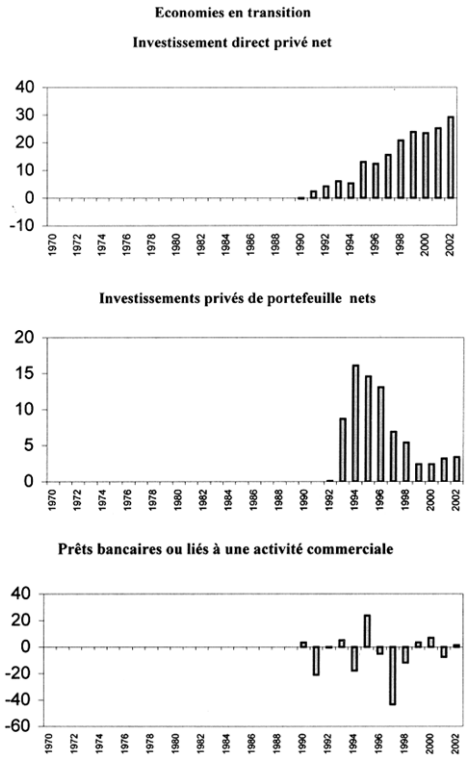
**Figure 2 :** *Composition des flux de capitaux privés à destination*




Enfin, dans les pays en transition, les faits sont comparables à ceux constatés en Asie et en Amérique Latine. Au début des années 1990, les flux de capitaux augmentèrent rapidement, atteignant un pic en 1995 à 51 milliards de dollars. De même qu'en Asie et en Amérique Latine, les flux de portefeuille d'actions et d'obligations et les prêts bancaires souffrirent d'un retournement de grande ampleur à la fin des années 1990. C'est seulement en 2003 que les flux de capitaux vers tous les pays émergents se rétablirent, à la suite de la baisse des taux d'intérêt dans les pays industrialisés.

IDE. Ce raisonnement a été contesté par S. Claessens, M. Dooley et A. Warner (1995) qui ont souligné le fait que distinguer par catégories les flux de capitaux n'avait pas de sens en présence de produits financiers dérivés ou d'agents cherchant à circonvenir aux contrôles de capitaux.

*des marchés émergents* (en milliards de dollars)




Notes : Les pays de la zone Asie inclus sont : le Bangladesh, la Chine, Honk Kong, l'Inde, l'Indonésie, la Corée, la Malaisie, le Pakistan, les Philippines, Singapour, la province chinoise de Taiwan, la Thaïlande et le Vietnam.

Les pays de la zone Amérique Latine inclus sont : l'Argentine, le Brésil, le Chili, la Colombie, la République Dominicaine, l'Équateur, le Guatemala, le Mexique, le Pérou, l'Uruguay et le Venezuela.

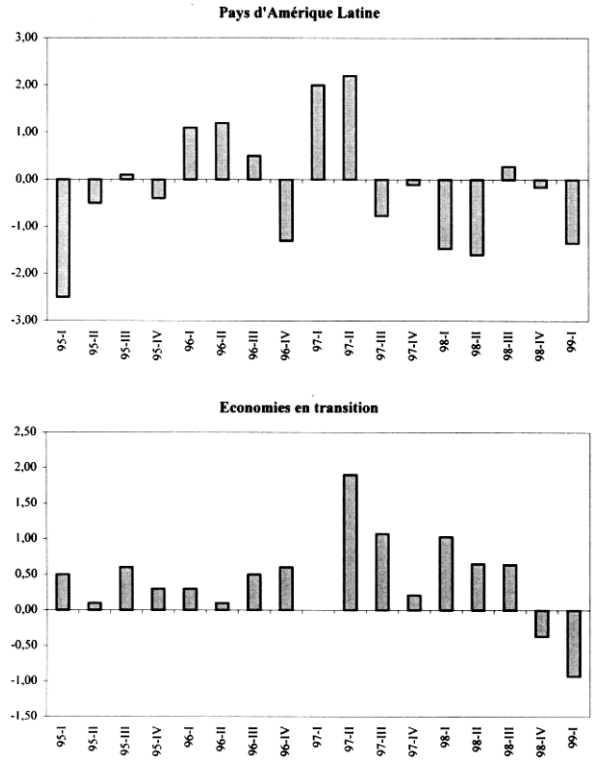
Les économies en transition incluses sont : l'Albanie, l'Arménie, l'Azerbaïdjan, la Biélorussie, la Bosnie Herzégovine, la Bulgarie, la Croatie, la République Tchèque, l'Estonie, la Géorgie, la Hongrie, le Kazakhstan, le Kirghizstan, la Lettonie, la Lituanie, la Macédoine (anciennement République yougoslave de), la Moldavie, la Mongolie, la Pologne, la Roumanie, la Russie, la Serbie et le Monténégro, la Slovaquie, la Slovénie, le Tadjikistan, le Turkménistan, l'Ukraine et l'Ouzbékistan.

Source : World Economic Outlook.

## 3 LE COMPORTEMENT DES FONDS COMMUNS DE PLACEMENT

L'apparition de bulles spéculatives puis leur éclatement suite aux mouvements de flux internationaux de capitaux a mis les investisseurs internationaux sous les feux de la rampe. Ils sont souvent vus comme les principaux responsables de l'instabilité des marchés financiers et ont même été la cible d'attaques de responsables gouvernementaux. Il a beaucoup été dit que, trop souvent, les investisseurs internationaux paniquaient et retiraient leurs fonds des pays aux fondamentaux économiques sains. Évaluer le comportement des investisseurs internationaux est une tâche difficile car les données sur les portefeuilles des investisseurs internationaux sont pratiquement inexistantes. Ce n'est que récemment qu'une nouvelle base de données sur les portefeuilles des fonds communs de placement, compilée par Emerging Market Funds Research Inc., a été mise à disposition des chercheurs. Cette base de données recense les positions

**Figure 3 :** *Fonds communs de placement : flux trimestriels*

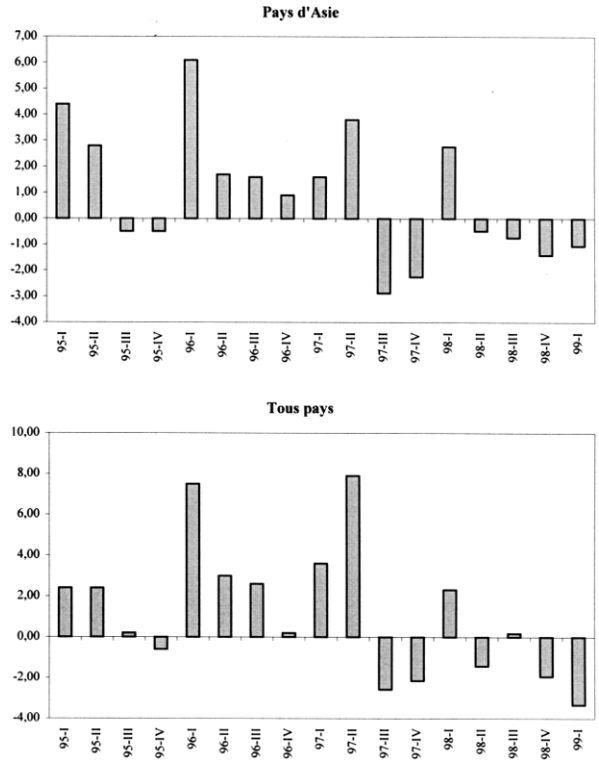



Notes : Les pays de la zone Amérique Latine inclus sont : l'Argentine, le Brésil, le Chili, la Colombie, le Mexique, le Pérou, le Venezuela.

Les pays d'Asie inclus sont : la Chine, Hong Kong, l'Inde, l'Indonésie, la Corée, la Malaisie, le Pakistan, les Philippines, Singapour, le Sri Lanka, Taiwan, la Thaïlande.

de près de 1400 fonds internationaux d'investissement sur les marchés émergents, avec un portefeuille moyen d'environ 120 milliards de dollars en 1996. Elle inclut les fonds enregistrés aux États-Unis et les fonds off-shore ainsi que les fonds enregistrés au Luxembourg, au Royaume-Uni, en Irlande, aux îles Cayman, au Canada et en Suisse. Elle inclut à la fois les fonds ouverts et fermés. Les séries de données commencent en 1995. Kaminsky, Lyons et Schmukler (2002) et Borenzstein et Gelos (2003) ont utilisé ces séries de données pour étudier le comportement des fonds spécialisés dans les marchés émergents. En particulier, ils ont étudié si la fragilité des fondamentaux des économies nationales était bien au cœur des décisions des gestionnaires de portefeuilles de fonds communs ou si ces derniers se comportaient simplement de manière grégaire. Je vais maintenant exposer leurs résultats.

*vers les pays émergents* (en milliards de dollars)

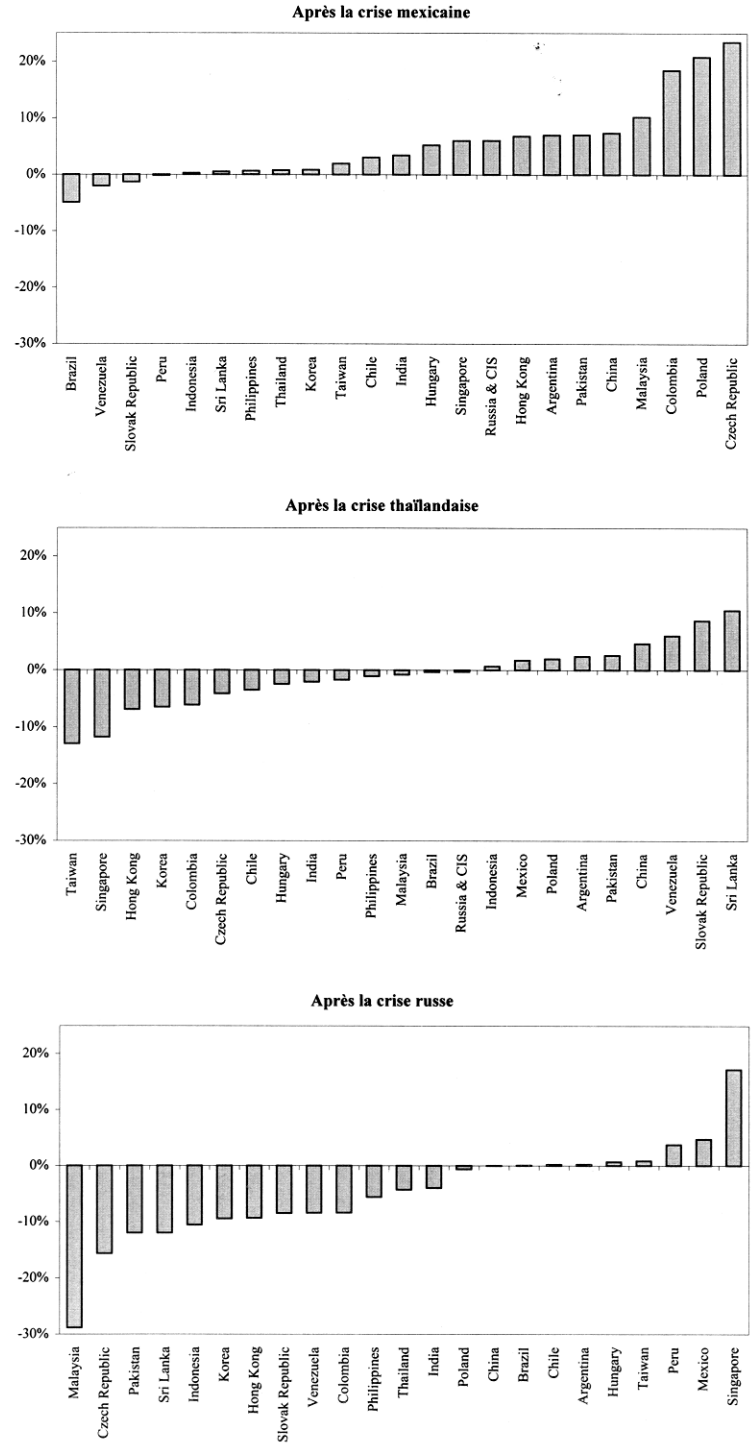



Les économies en transition incluses sont : la République Tchèque, la Hongrie, la Pologne, la Russie et la CEI, la Slovaquie.

Source : Kaminsky, Lyons et Schmukler (2002).

Kaminsky, Lyons et Schmukler décrivent l'évolution des fonds communs de placement en Asie, Amérique Latine et dans les économies en transition avant d'étudier quels sont les déterminants des flux de fonds communs vers ces régions. Les figures 3 et 4 et le tableau 1 reproduisent leurs résultats. La figure 3 donne les flux trimestriels nets moyens vers ces régions de 1995 à 1999. Les flux de fonds communs vers les marchés émergents atteignirent un pic au second trimestre de 1997, à environ 8 milliards de dollars. D'une manière générale, les fortes hausses dans les flux de fonds mutuels furent suivies de retournements. Ceux-ci ne furent pas durables après la crise Tequila. L'Amérique Latine connut des sorties de capitaux de près de 4 milliards de dollars en 1995, mais les fonds communs augmentèrent leur position en Amérique Latine d'environ 2 milliards de dollars pendant la seule première moitié de 1996. La crise Tequila n'eut pas de répercussions en Asie ou dans les pays en transition. En fait, les flux vers l'Asie gonflèrent jusqu'à presque

**Figure 4 :** *Flux de fonds communs de placement : évolution par pays*



Notes : La crise mexicaine a eu lieu à la fin du mois de décembre 1994. La crise thaïlandaise éclata en juillet 1997.

La crise russe commença en août 1998.

Les flux de fonds communs de placement sont la moyenne des ventes et des achats (en pourcentage des titres détenus à la fin du trimestre précédent) pendant les deux trimestres qui ont suivi le déclenchement de la crise, et rapportés à la moyenne de l'échantillon.

Source : Kaminsky, Lyons et Schmukler (2002).

11 milliards de dollars en 1996, tandis que les flux vers les pays en transition restèrent stables en 1995 et 1996. La situation fut différente après la crise asiatique. Cette fois, les fonds communs se retirèrent non seulement d'Asie mais aussi d'Amérique latine, avec des flux négatifs nets dans cette dernière région atteignant environ 1 milliard de dollars dans les 6 mois suivant l'effondrement du Baht thaïlandais. Les retraits de fonds communs atteignirent leur niveau le plus bas en 1998, à près de 4 milliards de dollars en Asie et en Amérique Latine, tandis que les pays en transition subissaient aussi des flux négatifs substantiels après la crise russe.

La figure 4 permet de mesurer le problème de l'arrêt brutal des flux financiers en période de troubles financiers. Elle donne les flux trimestriels moyens (en pourcentage de la situation initiale des fonds communs) vers des pays d'Asie et d'Amérique Latine, ainsi que vers les pays en transition, pour les deux trimestres suivant chacune des trois crises. Le graphique du haut traite de la période qui a suivi la dévaluation mexicaine de décembre 1994, celui du milieu examine les suites de l'effondrement du Baht thaïlandais en juillet 1997, et celui du bas étudie les suites de la dévaluation russe et du moratoire d'août 1998. Pour bien rendre compte de l'importance de ce syndrome « d'arrêt brutal », les graphiques représentent les flux totaux rapportés aux flux moyens (aussi en pourcentage de leur position initiale) calculés sur l'ensemble de la période considérée (1995-1999). Par exemple, après la dévaluation mexicaine, les fonds communs vendirent près de 5 % de leurs avoirs brésiliens (par rapport à leurs achats et ventes moyens trimestriels entre 1995 et 1999). Ainsi, comme on le voit sur le premier graphique de la figure 4, le Brésil a connu des retraits exceptionnels de près de 5 % suite à la dévaluation mexicaine. Enfin, on voit dans le dernier graphe que la Malaisie a été le pays le plus affecté après la crise russe, avec des flux négatifs exceptionnels d'environ 30 %.

Comme l'indiquent Kaminsky, Lyons et Schmukler (2002), l'ampleur des arrêts brusques des flux de fonds communs de placement diffère substantiellement entre les trois crises. La crise Tequila a été circonscrite à l'Amérique Latine. De plus, les retraits « anormaux » de fonds

communs à la suite de l'effondrement du Peso mexicain furent confinés à quelques pays d'Amérique Latine, et seuls le Brésil et le Venezuela, en plus du pays en crise, le Mexique, subirent des retraits d'en moyenne 5 à 2 % dans les deux trimestres suivant la dévaluation. Au contraire, les fonds communs de placement augmentèrent leurs positions en Asie et dans les pays en transition, avec des flux supérieurs aux tendances moyennes d'environ 4 % pour l'Asie et 11 % pour les pays en transition.

Le comportement de l'industrie des fonds communs de placement internationaux dans la période qui a suivi l'effondrement du baht thaïlandais s'avère très différent. C'est à cette occasion que l'on observe pour la première fois les signes d'un retranchement généralisé des fonds communs de placement intervenant dans les marchés émergents. Les flux de fonds communs vers les économies asiatiques étaient clairement tous largement en dessous de leur tendance moyenne pendant les deux trimestres qui suivirent l'effondrement du baht thaïlandais. Seuls les flux vers la Chine, le Pakistan et le Sri Lanka se situaient au-dessus de la moyenne. Il est intéressant de noter qu'après l'effondrement du baht thaïlandais, on a observé des retraits substantiels d'Hong Kong, Singapour, Taiwan, avec des retraits trimestriels moyens oscillant autour de 12 % au dessus de la moyenne pour Singapour et Taiwan, et près de 7 % pour Hong Kong. Les retraits, cette fois, atteignirent aussi l'Amérique Latine et les pays en transition, avec des retraits de près de 6 % pour la Colombie et de 4 % pour la République Tchèque durant les deux trimestres qui suivirent le déclenchement de la crise thaïlandaise. La Colombie, la République Tchèque, le Chili, la Hongrie et le Pérou furent les pays les plus affectés par cet épisode, avec des ventes moyennes supérieures de près de 3 % à la moyenne.

La fuite des capitaux des marchés émergents où ils étaient placés devint encore plus prononcée pendant la crise russe, durant laquelle près de la moitié des pays de l'échantillon connurent des ventes exceptionnelles de près de 10 % voire davantage. Dans certains cas, les retraits furent massifs. Par exemple, les ventes moyennes des fonds communs de placement en Malaisie (par rapport à la tendance) atteignirent 30 % et furent de l'ordre de 16 % en République Tchèque. Quelques pays d'Amérique Latine furent aussi gravement affectés à la suite de l'effondrement russe. Par exemple, la Colombie et le Venezuela connurent des flux négatifs trimestriels moyens de près de 8 %. Les investissements des fonds communs au Mexique et au Pérou furent les seuls à ne pas souffrir suite au trouble mondial provoqué par la défaillance russe. Au Mexique, les flux furent même de 5 % supérieurs à la moyenne observée pendant la période 1995-1999.

L'article de Kaminsky, Lyons et Schmukler (2002) cherche à comprendre en détail pourquoi certains pays furent sévèrement affectés par les retraits de fonds communs tandis que d'autres furent épargnés. Trois facteurs sont analysés : la fragilité économique, la liquidité des marchés financiers[2], et le risque économique et politique. La fragilité est mesurée en utilisant un indicateur composite avancé des crises défini par Kaminsky (1998). Un total de 18 indicateurs est combiné suivant leur pouvoir prédictif en matière de vulnérabilité financière, extérieure et réelle pour chaque pays. Un pays est classé comme étant « fragile » si la probabilité de crise (sur la base de l'information tirée de l'indicateur composite) est supérieure à 50 %, et « sain » dans le cas contraire. La liquidité est estimée à partir de quatre indicateurs. Les deux premiers sont le volume échangé en bourse et la part des portefeuilles de fonds communs de placement dans chaque pays à la veille d'une crise. Ces deux indicateurs donnent deux visions différentes de la liquidité sur les marchés financiers. Le premier offre une mesure globale de la taille et de la profondeur du marché boursier. Le second est lié à la liquidité des fonds communs de placement dans chaque pays puisque les investisseurs n'ont rien à vendre dans un pays où ils n'ont pas investi. Le troisième indicateur date le moment à partir duquel les entreprises dans les marchés émergents commencent à intervenir sur des marchés financiers matures et plus liquides. Le quatrième indicateur mesure la capacité des investisseurs à changer rapidement leur portefeuille dans un pays donné. En particulier, ce dernier indicateur évalue l'étendue des restrictions à la mobilité du capital dans chaque pays. Les restrictions peuvent agir comme du « sable dans les engrenages » des marchés de capitaux et ainsi en restreindre la liquidité[3]. Enfin, l'indicateur de risque

2 La liquidité peut avoir un effet important sur les allocations des portefeuilles des investisseurs car les investisseurs peuvent vouloir éviter les marchés non liquides afin de minimiser le coût des effondrements de prix qui surviennent toujours quand le marché n'est pas suffisamment actif.

3 Pour identifier les marchés liquides, Kaminsky, Lyons et Schmukler (2002) ont commencé par ranger les pays par région selon le volume échangé et selon leur part dans le portefeuille de fonds communs à la veille de la crise. La variable muette liée au volume échangé prend la valeur 1 si le pays est classé parmi les 30 % de pays les plus liquides dans la région dans cette catégorie et 0 dans le cas contraire. De même, les pays sont classés comme « liquides » (i.e., la variable muette prend la valeur 1) s'ils sont parmi les 30 % de pays représentant la plus grande part dans le portefeuille des fonds communs pour la région. Une troisième variable muette est créée pour mesurer si les entreprises des marchés émergents échangent sur des marchés financiers matures. Cette variable prend la valeur 1 si c'est le cas, et 0 dans le cas contraire. Enfin, la variable muette qui mesure les restrictions à l'entrée et à la sortie de fonds étrangers sur le marché boursier des économies émergentes prend la valeur 1 s'il n'y a pas de restrictions et 0 dans les autre cas. Toutes ces informations sont rassemblées dans une variable de liquidité qui est la moyenne des 4 variables muettes mesurant chacun des aspects de la liquidité. Ainsi, l'indice général de liquidité, moyenne des quatre composantes, peut

mesure à la fois l'incertitude politique et économique. L'indicateur de risque politique mesure l'incertitude due aux changements attendus de gouvernements ou aux futures décisions en matière de politique économique. Il identifie aussi les pays caractérisés par une instabilité sociale généralisée. L'indicateur mesure enfin les risques économiques tels que l'imposition de restrictions aux mouvements de capitaux en réponse aux crises. Un pays est classé « à risque » quand il y a au moins un risque politique ou un risque économique.

Le tableau 1 présente les caractéristiques des pays qui ont subi des retraits et des apports exceptionnels à la suite de chacune des 3 crises[4]. Le tableau regroupe les pays en trois régions, l'Asie, l'Amérique Latine et les pays en transition. Comme on le voit dans la première colonne, les pays dont les économies sont fragiles constituent l'essentiel des pays qui ont subi des retraits. Par exemple, pendant la crise mexicaine, l'Amérique Latine fut la seule région à souffrir de retraits. Or 66 % des pays qui subirent des retraits durant cette période étaient des pays dont les fondamentaux étaient faibles. À nouveau, pendant la crise thaïlandaise, au moins 65 % des pays qui subirent des retraits dans le groupe des pays en transition et de l'Amérique Latine étaient des pays dont les économies étaient vulnérables. De même, 43 % des pays asiatiques affectés par des retraits exceptionnels avaient des économies détériorées. Par exemple, la Corée du Sud, la Colombie, la République Tchèque et le Chili souffrirent de retraits élevés à la suite de la crise thaïlandaise, et la République Tchèque et la Corée du Sud étaient classés comme les deux pays les plus vulnérables dans l'échantillon de 25 pays pendant la crise asiatique (la Thaïlande était quatrième) et la Colombie était au sixième rang. Au contraire, ceux qui ne connurent pas de retraits des fonds communs étaient, d'une manière générale, moins fragiles[5].

Mais les fragilités d'un pays n'ont pas été les seules raisons du syndrome d'arrêt brutal. Par exemple, la Chine ne souffrit même pas d'un léger hoquet au plus fort de la crise asiatique, y compris lorsque la crainte d'une dévaluation était largement répandue parmi les investisseurs et que la vulnérabilité de son système financier était largement connue. Au contraire, Singapour, Taiwan et Hong Kong subirent de profonds renversements de flux de capitaux alors que leurs

prendre cinq valeurs : 0, 1/4, 2/4, 3/4 et 1, la valeur 1 indiquant un marché très liquide. J'ai considéré qu'un pays avait des marchés financiers liquides quand cette variable était égale ou supérieure à $0,5$.

4 Voir Kaminsky, Lyons et Schmukler (2002) pour le détail pays par pays des indicateurs de fragilité, de liquidité et de risque, ainsi que du niveau des retraits des fonds communs de placement.

5 Voir Goldstein, Kaminsky et Reinhart (2001).

**Tableau 1 :** *Le comportement des fonds communs de placement durant les crises*

**La crise mexicaine**

| Région | Pourcentage de pays avec des fragilités économiques | Pourcentage de pays avec des marchés financiers liquides | Pourcentage de pays avec des risques |
|---|---|---|---|
| **Asie** | | | |
| Ayant subi des retraits de FCP | n.a. | n.a. | n.a. |
| N'ayant pas subi de retraits de FCP | 0 | 42 | 25 |
| **Amérique Latine** | | | |
| Ayant subi des retraits de FCP | 67 | 33 | 67 |
| N'ayant pas subi de retraits de FCP | 0 | 67 | 33 |
| **Économies en transition** | | | |
| Ayant subi des retraits de FCP | n.a. | 0 | 0 |
| N'ayant pas subi de retraits de FCP | 33 | 75 | 50 |

**La crise thaïlandaise**

| Région | Pourcentage de pays avec des fragilités économiques | Pourcentage de pays avec des marchés financiers liquides | Pourcentage de pays avec des risques |
|---|---|---|---|
| **Asie** | | | |
| Ayant subi des retraits de FCP | 43 | 86 | 29 |
| N'ayant pas subi de retraits de FCP | 25 | 0 | 25 |
| **Amérique Latine** | | | |
| Ayant subi des retraits de FCP | 75 | 50 | 25 |
| N'ayant pas subi de retraits de FCP | 0 | 100 | 0 |
| **Économies en transition** | | | |
| Ayant subi des retraits de FCP | 100 | 100 | 33 |
| N'ayant pas subi de retraits de FCP | 0 | 50 | 0 |

**La crise russe**

| Région | Pourcentage de pays avec des fragilités économiques | Pourcentage de pays avec des marchés financiers liquides | Pourcentage de pays avec des risques |
|---|---|---|---|
| **Asie** | | | |
| Ayant subi des retraits de FCP | 40 | 40 | 60 |
| N'ayant pas subi de retraits de FCP | 0 | 100 | 0 |
| **Amérique Latine** | | | |
| Ayant subi des retraits de FCP | 50 | 100 | 0 |
| N'ayant pas subi de retraits de FCP | 20 | 60 | 0 |
| **Économies en transition** | | | |
| Ayant subi des retraits de FCP | 50 | 33 | 0 |
| N'ayant pas subi de retraits de FCP | 100 | 0 | 100 |

Note : Ce tableau reprend les données de la figure 4 qui présente les flux de retraits (et les injections) des fonds communs de placement agissant sur les marchés émergents, avec les indicateurs de fragilité, de liquidités des marchés financiers, et de risques économiques et financiers de ces économies.

Source : Kaminsky, Lyons et Schmukler (2002)

économies semblaient a priori bien plus saines que celle de la Chine. Ces pays avaient les marchés financiers les plus liquides de la région. D'une manière générale, 86 % des pays de la région Asie-Pacifique qui subirent des retraits étaient des pays avec des marchés financiers relativement liquides. Au contraire, tous les pays de cette région qui ne furent pas affectés par la crise thaïlandaise avaient des marchés financiers non liquides. Enfin, le risque a également joué un rôle important, puisque 40 % des pays les plus affectés par les retraits étaient aussi confrontés à des risques politiques et économiques. Par exemple, en 1994, au plus fort de la crise bancaire, le Venezuela abandonna la convertibilité. Loin de décourager les retraits de capitaux, l'instauration de restrictions à la mobilité des capitaux sembla avoir aussi contribué à l'explosion des ventes d'actifs vénézueliens. La Malaisie fut le pays qui souffrit des pertes les plus importantes à la suite de la crise russe. Il est intéressant de relever que les retraits pourraient avoir été provoqués par le risque croissant, perçu ou réel, associé au pays. C'est à la suite de la crise russe que la Malaisie introduisit un contrôle total sur les sorties de capitaux.

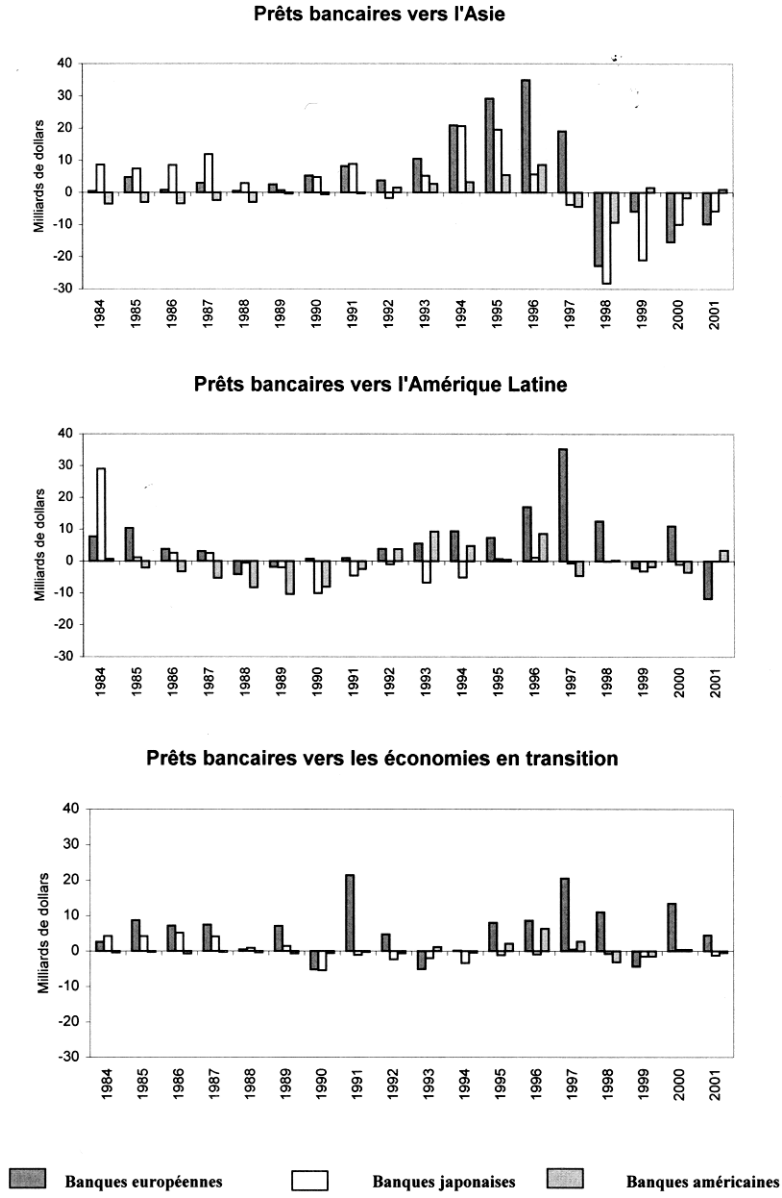
Borenzstein et Gelos (2003) nous apportent des résultats complémentaires afin de caractériser entièrement le comportement des fonds communs de placement dans les marchés émergents. Les auteurs étudient dans quelle mesure les fonds communs suivent des stratégies grégaires en utilisant la mesure de Lakonishok, Shleifer et Vishny (1994) du grégarisme. Cette mesure permet d'évaluer si les fonds adoptent effectivement des comportements identiques de manière plus fréquente par rapport à une situation de référence où ils échangeraient de manière indépendante et aléatoire. Les résultats de Borenzstein et Gelos suggèrent que les fonds communs agissent effectivement de manière grégaire. En particulier, ils trouvent que, pour un pays donné, le nombre de fonds choisissant la même destination est approximativement supérieur de 8 % à ce à quoi on pourrait s'attendre si ces derniers agissaient de manière indépendante. Ce phénomène de comportement grégaire est moins prononcé parmi les fonds fermés, ce qui suggère que ce type de comportement peut être associé aux investisseurs individuels plutôt qu'aux gestionnaires de fonds. Enfin, ce comportement a aussi été plus prononcé à l'occasion de certaines crises. Par exemple, au début de la crise brésilienne, le comportement grégaire sur les actifs brésiliens a augmenté de 15 %.

## 4 LE COMPORTEMENT DES BANQUES

Comme on l'a vu dans la deuxième partie, les prêts effectués par des banques ont été relativement volatiles durant les trois dernières décennies. Cette partie étudie le rôle qu'ont joué les banques européennes, japonaises et américaines dans la propagation des crises des années 1990. J'ai utilisé les statistiques bancaires consolidées de la BIS pour étudier le rôle des trois ensembles internationaux de banques. En particulier, j'ai pris en compte les avoirs internationaux des banques intervenant dans les économies émergentes et qui rendent compte à la BIS. Il faut noter qu'il n'est pas possible d'isoler les avoirs extérieurs totaux. Les avoirs internationaux incluent à la fois les avoirs extérieurs totaux et les avoirs locaux en monnaie étrangère enregistrés par les agences étrangères. La différence entre les avoirs extérieurs totaux et les avoirs internationaux est relativement importante pour des pays dont les économies sont largement dollarisées et avec une forte présence de banques étrangères comme les pays d'Amérique Latine.

Comme on le voit dans la figure 5, durant la plus grande partie du début des années 1990, les flux bancaires augmentèrent fortement en direction de l'Asie et plus encore après la crise mexicaine. Les prêts bancaires à l'Asie émergente augmentèrent de 89 % de juin 1994 à juin 1997. Une partie de cette croissance des prêts était due à l'objectif des banques européennes d'atteindre une meilleure place dans les marchés émergents, et en particulier en Corée du Sud. De plus, la forte augmentation des prêts, en particulier dans le cas de la Thaïlande, de l'Indonésie et de la Corée du Sud, était en grande partie due à l'expansion rapide du crédit de la part des banques japonaises. Face à une économie en dépression et à une faible demande de prêts au niveau national, les banques japonaises se tournèrent de plus en plus vers l'étranger, et en particulier vers les économies en croissance rapide de l'Asie du Sud-Est, qu'elles considéraient comme de potentiels emprunteurs. Au contraire, les prêts des banques américaines à destination de l'Asie restèrent à un niveau modeste durant la période précédent la crise. En juin 1997, le volume de prêts des banques américaines à l'Asie émergente n'était que de 32 milliards de dollars et représentait seulement 20 % de l'ensemble des prêts des banques américaines aux pays en développement. À la veille de la crise thaïlandaise, les banques japonaises avaient une exposition financière quatre fois plus importante que les banques américaines (124 milliards de dollars). Les prêts des banques européennes à l'Asie émergente étaient aussi très importants, et à la veille de la crise thaïlandaise, leurs avoirs

**Figure 5**




en Asie avaient déjà dépassé ceux des banques japonaises, atteignant 161 milliards de dollars. Le volume de prêts des banques européennes à l'Asie émergente représentait environ la moitié de leurs prêts aux marchés émergents; la Corée du Sud à elle seule représentait 40 % de leurs prêts au monde en développement.

Notes : Les pays de la zone Asie inclus sont : l'Afghanistan, l'Arménie, l'Azerbaïdjan, le Bandgladesh, le Bhoutan, les territoires d'outre mer britaniques, Brunei, le Cambodge, la Chine, la Corée du Nord, la Corée du Sud, Fidji, la Polynésie française, la Géorgie, l'Inde, l'Indonésie, le Kazakhstan, Kiribati, le Kirghizstan, le Laos, Macao, la Malaisie, les îles Maldives, la Mongolie, le Myanmar, Nauru, le Népal, la Nouvelle Calédonie, l'Ouzbékistan, les îles américaines du Pacifique, le Pakistan, la Papouasie Nouvelle Guinée, les Philippines, les îles Samoa, les îles Salomon, le Sri Lanka, Taiwan, le Tadjikistan, la Thaïlande, Tonga, le Turkménistan, Tuvalu, le Vietnam et Wallis et Futuna.

Les pays d'Amérique Latine inclus sont : l'Argentine, le Belize, la Bolivie, le Brésil, le Chili, la Colombie, le Costa Rica, Cuba, la Dominique, la République Dominicaine, l'Équateur, Grenade, le Guatemala, la Guyana, Haïti, le Honduras, la Jamaïque, les îles Malouines, le Mexique, le Nicaragua, le Paraguay, le Pérou, Sainte Lucie, Saint Vincent, le Salvador, le Surinam, Trinité et Tobago, les îles Turks et Caicos, l'Uruguay et le Venezuela.

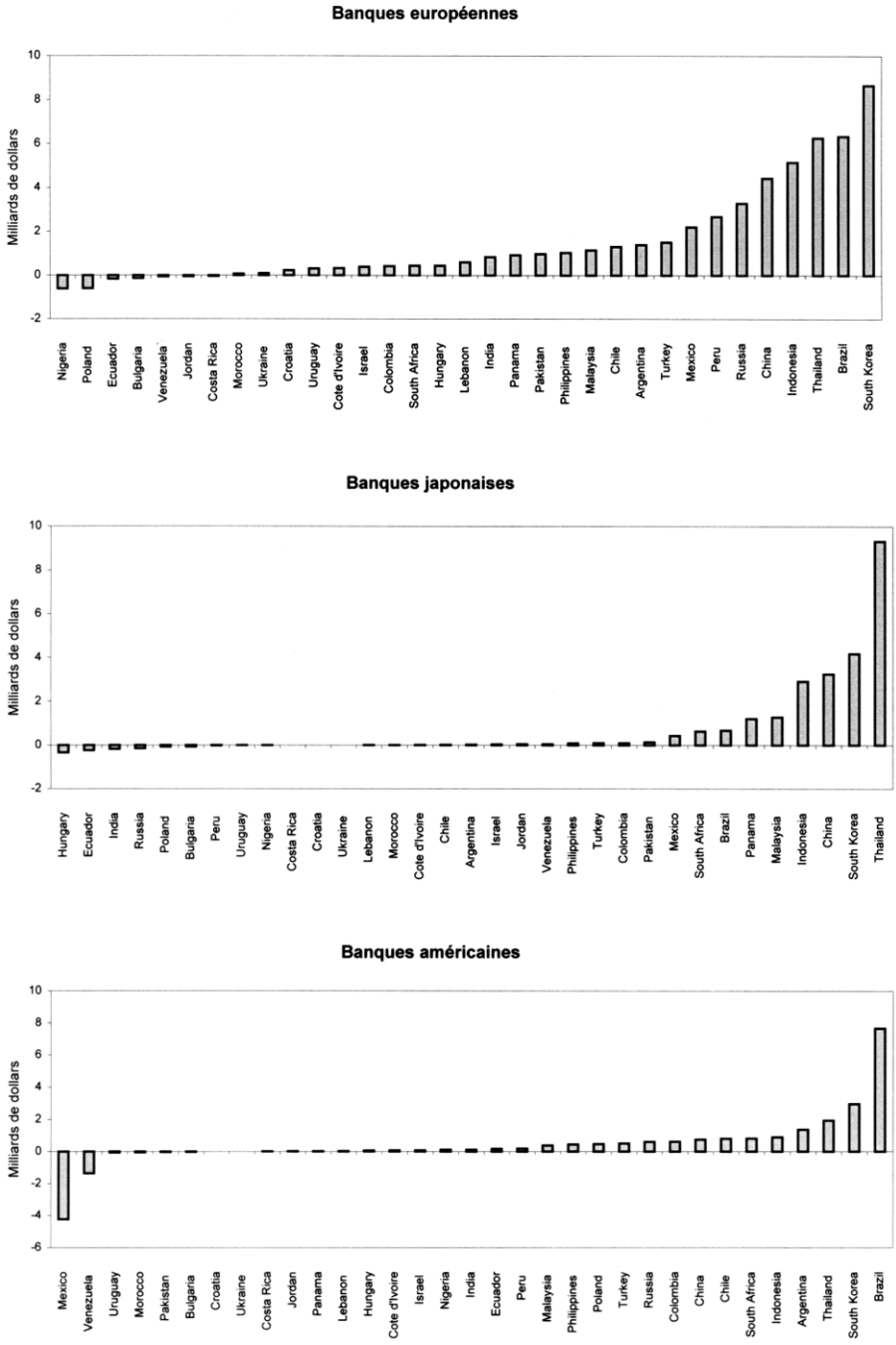
Les économies en transition incluses : l'Albanie, la République Démocratique d'Allemagne, la Biélorussie, la Bosnie Herzégovine, la Bulgarie, Chypre, la Croatie, l'Estonie, la Géorgie, Gibraltar, la Lettonie, la Lituanie, la Macédoine, Malte, la Moldavie, la Pologne, la Roumanie, la Russie, la Serbie et le Monténégro, la Slovaquie, la Slovénie, la République Tchèque, la Tchécoslovaquie, la Turquie, l'Ukraine, l'Union Soviétique et la Yougoslavie.

Source : Bank of International Settlements.

Les banques japonaises, fortement exposées en Thaïlande, furent les premières à se retirer des pays émergents d'Asie. Entre juin et décembre 1997, les prêts accordés par les banques japonaises diminuèrent de 8 %. Au contraire, les banques européennes, fortement exposées en Corée du Sud, commencèrent seulement à se retirer suite au déclenchement de la crise en Corée du Sud en novembre 1997. En valeur nette, les prêts accordés par les banques européennes continuèrent à augmenter de juin à décembre 1997. En juin 1998, toutefois, la réduction des prêts aux pays émergents d'Asie devint généralisée. Les prêts bancaires à l'Asie diminuèrent de 46 milliards de dollars, les banques européennes rapatrièrent 12 milliards de dollars, les banques japonaises 25 milliards de dollars et les banques américaines 9 milliards de dollars.

La figure 5 présente aussi les données relatives aux prêts bancaires à l'Amérique Latine et aux pays en transition. Les prêts à ces régions augmentèrent nettement au milieu des années 1990 (en grande partie en raison de l'achat dans ces régions de banques locales par des banques européennes), les avoirs augmentant de près de 50 % entre juin 1994 et juin 1998, immédiatement avant le déclenchement de la crise russe. Durant les années 1990, les banques européennes détenaient la majorité des créances de ces régions, 67 % en Amérique Latine et 84 % dans les pays en transition. La crise russe provoqua quelques retraits des japonais et des américains. Ce ne fut pas le cas des banques européennes qui avaient acheté des banques locales. Les prêts des banques européennes

**Figure 6 :** *Flux bancaires : évolution par pays*
*Après la crise mexicaine : décembre 1994 - décembre 1995*




Source : Banque des Règlements Internationaux

à l'Amérique Latine atteignirent même un pic en décembre 2000 qu'ils n'ont pas égalé depuis.

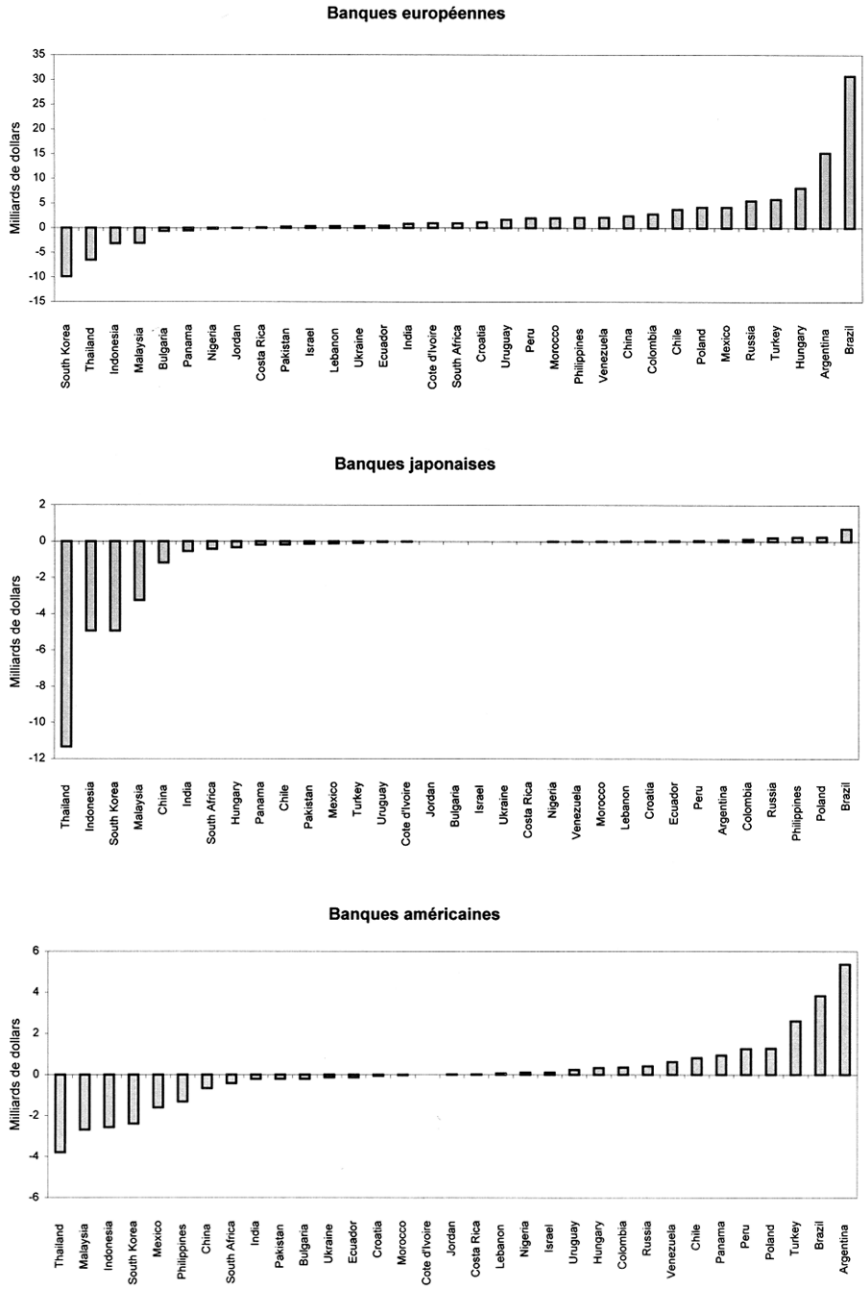
Les figures 6 à 8 rendent compte pays par pays des flux bancaires originaires des banques européennes, japonaises et américaines au lendemain des crises mexicaine, thaïlandaise et russe. Chaque figure se concentre sur l'année qui suit la crise. La figure 6 montre que, à l'exception du Mexique et du Venezuela dont les crises bancaires étaient liées à des raisons internes, les pays d'Amérique Latine ne subirent pas de retournements dans les prêts bancaires suite à la crise mexicaine. De plus, les prêts à l'Amérique Latine avaient retrouvé et même dépassé les niveaux observés avant la crise au bout d'un an. Le Brésil fut le plus important bénéficiaire des flux bancaires en 1995, avec 15 milliards de dollars de prêts des banques européennes et américaines. Même dans le cas du Mexique et du Venezuela, les retraits ne furent pas généralisés. Seules les banques américaines rappelèrent leurs prêts dans ces pays. La figure 6 montre aussi qu'en Asie, les principaux bénéficiaires des flux de capitaux en 1995 furent la Corée du Sud, la Thaïlande et l'Indonésie.

La figure 7 montre le comportement des banques en matière de prêts à la suite de la crise thaïlandaise. À la différence de la crise Tequila, la crise thaïlandaise provoqua des retournements de flux majeurs des banques en Europe, au Japon et aux États-Unis. La Thaïlande, la Corée du Sud, l'Indonésie et la Malaisie furent les pays qui connurent les retraits les plus importants. Toutefois la contagion ne fut que de nature régionale, tous les pays d'Amérique Latine et dans une moindre mesure les pays en transition continuèrent de bénéficier d'un accès ininterrompu au crédit bancaire.

La figure 8 présente les retombées de la crise russe. Comme ce fut le cas avec les fonds communs de placement, le retournement des prêts bancaires suite à la défaillance russe ne fut pas restreint à la Russie ou aux pays voisins. Cette fois-ci, le retournement fut plus général et affecta des pays aussi éloignés les uns des autres que le Brésil, l'Afrique du Sud ou la Russie. Alors que les banques japonaises continuaient à rapatrier des emprunts de Thaïlande, d'Indonésie et de Corée du Sud, les retournements ne furent pas limités à ces pays. Les banques japonaises rapatrièrent également leurs emprunts du Brésil, du Mexique, d'Inde et d'Afrique du Sud. Les banques américaines firent de même.

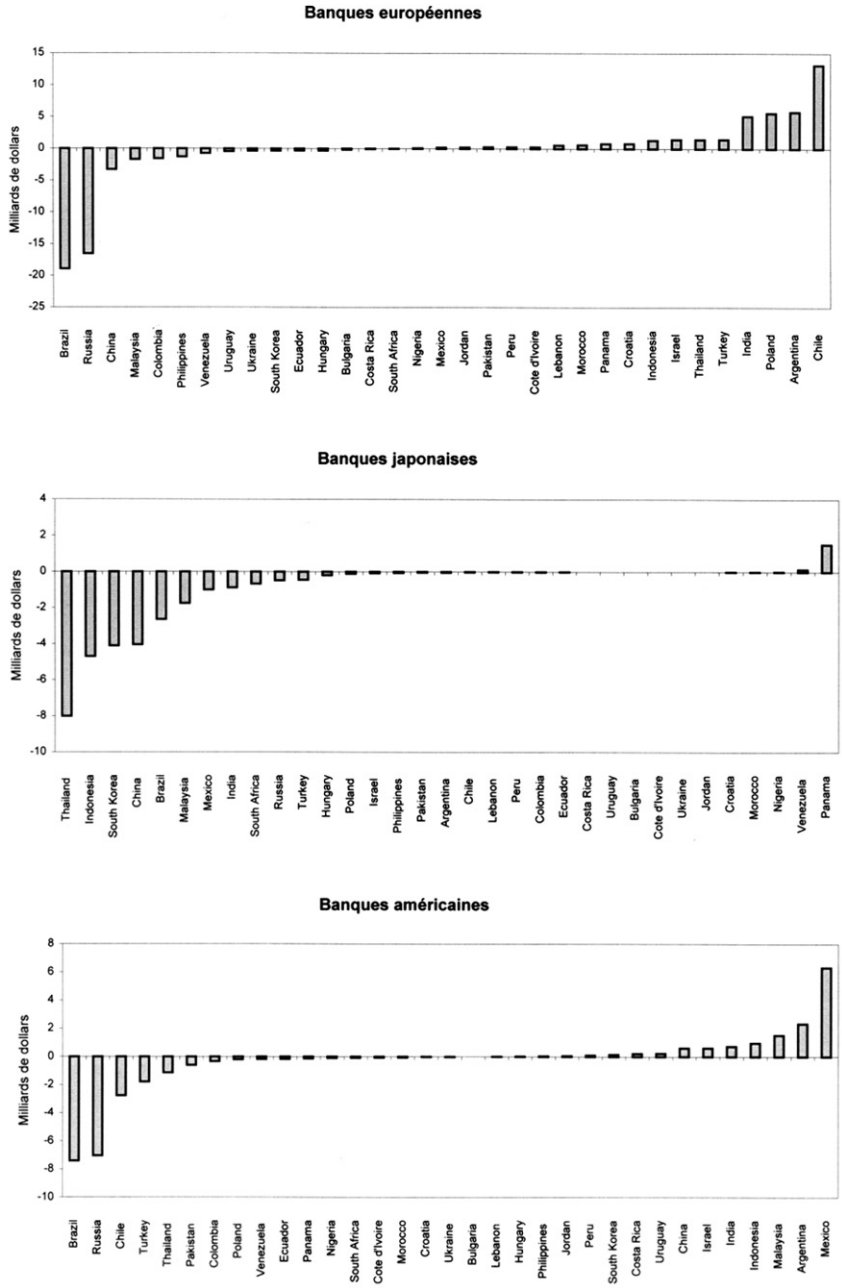
Bien que les faits présentés ci-dessus suggèrent que les banques internationales étaient au centre de la contagion financière à la fin des années 1990, des preuves plus formelles sont présentées par Kaminsky et Reinhart (2000), Caramazza, Ricci et Salgado (2000), et Van Rijckeghem et Weder (2001). Kaminsky et Reinhart (2000) ont étudié

**Figure 7 :** *Flux bancaires : évolution par pays*
*Après la crise thaïlandaise : juin 1997 - juin 1998*




Source : Banque des Règlements Internationaux

**Figure 8 :** *Flux bancaires : évolution par pays*
*Après la crise russe : juin 1998 - juin 1999*




Source : Banque des Règlements Internationaux

la contagion pendant la crise de la dette en 1982, la crise mexicaine de 1994 et la crise asiatique de 1997. Ils ont examiné dans quelle mesure les pays qui avaient emprunté à un même créditeur se sont retrouvés victimes de la contagion. Ils ont remarqué que les banques américaines étaient au cœur de la contagion pendant la crise de la dette tandis que ce sont les banques japonaises qui ont répandu la crise thaïlandaise en Indonésie, en Corée du Sud et en Malaisie. Van Rijckeghem et Weder (2001) ont étudié les crises mexicaine, asiatique et russe. Ces auteurs ont examiné l'évolution des flux financiers de 17 banques de pays créditeurs affiliées à la BIS vers 31 pays émergents. À nouveau, il apparaît que le degré de compétition entre les pays débiteurs pour l'obtention de fonds d'un même bailleur bancaire est un moyen relativement robuste de prédire l'incidence de la contagion. L'étendue de la contagion fut plus prononcée pendant la crise asiatique. Pendant cet épisode, les estimations indiquent que les banques japonaises réduisirent de 30 % leur présence dans les marchés émergents. Enfin, Caramazza, Ricci et Salgado (2000), s'appuyant sur les travaux précédemment effectués sur les indicateurs de vulnérabilité aux crises monétaires, ont examiné le rôle des liens financiers en contrôlant par ailleurs pour l'impact des déséquilibres macroéconomiques externes et internes ainsi que des excédents commerciaux. Leurs résultats indiquent que les liens financiers ont une influence sur le niveau de contagion alors que les régimes de change et le contrôle des flux financiers ne semblent pas en avoir.

## 5 MONDIALISATION ET VOLATILITÉ

Comme nous l'avons rappelé dans l'introduction, les opinions sur les effets de la mondialisation financière ne pourraient pas être plus opposées, avec d'un côté les ardents défenseurs du contrôle des capitaux comme Rodrick (1998) et Stiglitz (1999) et de l'autre ceux qui soutiennent que le capital doit pouvoir se déplacer librement vers les destinations les plus attractives (Dornbusch, 1998). La raison avancée pour justifier la restriction des flux internationaux de capitaux trouve son origine dans la croyance qu'imperfections du marché et distorsions sont le lot de l'ensemble des marchés de capitaux à travers le monde. L'une des distorsions les plus fréquemment citées est l'asymétrie de l'information, qui est encore plus forte dans les marchés internationaux de capitaux où les différences géographiques et culturelles rendent difficile l'obtention d'informations. De plus, les imperfections sur les marchés internationaux sont amplifiées par

les difficultés à faire respecter les contrats d'un pays à l'autre[6]. En présence d'informations imparfaites, les investisseurs peuvent surréagir aux chocs et se retirer massivement des pays dès les premiers signes de difficultés économiques, ou, au contraire, devenir euphoriques et distribuer du capital en quantités supérieures à ce qui serait raisonnablement justifié par des fondamentaux économiques sains. Au contraire, ceux qui considèrent que les marchés internationaux de capitaux sont efficients, sont favorables à la disparition des restrictions sur les mouvements de capitaux. Ils affirment que la libéralisation financière permet d'améliorer le fonctionnement des systèmes financiers, en augmentant le volume de fonds disponibles et en permettant la diversification du risque entre les pays. De plus, ils affirment aussi que l'intégration financière tend à améliorer largement la croissance économique.

Cette partie va résumer quelques-uns des résultats de la littérature portant sur les effets de la mondialisation sur les marchés financiers et sur l'économie réelle, en accordant une attention particulière aux faits sur lesquels s'appuient ces visions concurrentes. En particulier, cette partie se concentrera sur les effets à court et long terme de l'intégration financière sur la volatilité réelle et financière.

## 5.1 Les marchés financiers

Les conclusions tirées sur les crises des années 1990 suggèrent que les crises sont précédées par des afflux de capitaux « excessifs » qui, à leur tour, nourrissent une large expansion du crédit intérieur et des bulles spéculatives sur les marchés financiers[7]. La plupart des épisodes de crises bancaires sont aussi précédés d'une libéralisation financière[8]. Pour réconcilier le fait que la mondialisation est au cœur des crises financières avec l'hypothèse selon laquelle les marchés internationaux de capitaux permettent une allocation plus efficace des capitaux et favorisent la stabilité sur les marchés financiers, en collaboration avec Schmukler (Kaminsky et Schmukler, 2002), nous avons examiné la possibilité que la libéralisation financière exerce un effet variant dans le temps sur les cycles des prix des marchés boursiers[9]. La figure 9 reproduit quelques-uns des résultats de cet article. Le graphique

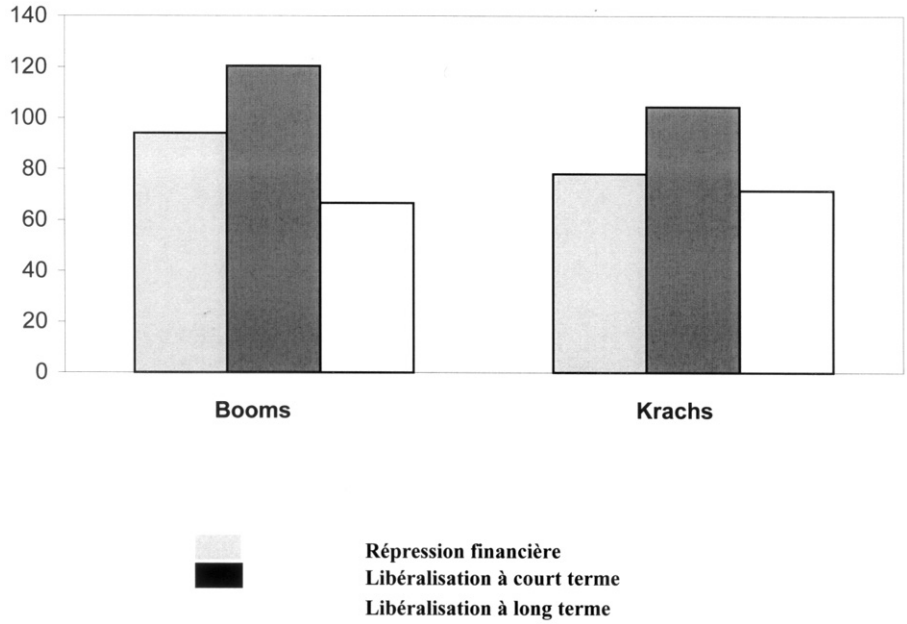
6 Pour une excellente discussion sur les effets de l'asymétrie de l'information sur les marchés d'actifs, voir Eichengreen et Mussa (1998).

7 Voir, par exemple, Sachs, Velasco et Tornell (1996).

8 Voir, par exemple, Kaminsky et Reinhart (1999) et Demirgüç-Kunt et Detragiache (1999).

9 Dans le but de dater les épisodes de libéralisation financière, nous avons construit une chronologie de la libéralisation financière dans le secteur financier local, le compte de capital

**Figure 9 :** *Amplitude moyenne des booms et des krachs dans les prix boursiers des marchés émergents* (en pourcentage)




Source : Kaminsky and Schmukler (2002)

montre l'amplitude moyenne des booms et des krachs pour quatorze marchés émergents[10] durant les périodes de répression financière, les effets à court terme de la libéralisation et ses effets à long terme. Ce graphique semble montrer des cycles excessifs : les booms les plus importants sont suivis des krachs les plus importants immédiatement après la libéralisation financière. Mais la libéralisation financière ne provoque pas une plus grande volatilité des marchés financiers de manière permanente : si elle persiste, les marchés boursiers des pays émergents deviennent plus stables. Une des explications possibles étudiées dans l'article (en utilisant une variété de mesures de la qualité de l'environnement institutionnel) est que la libéralisation financière provoque des réformes institutionnelles qui améliorent le fonctionnement des marchés financiers. Il est intéressant de noter que les données pour les quatorze pays émergents indiquent que la dérégulation précède en fait les réformes institutionnelles. Cet enchaînement peut être dû aux

et le marché boursier local. La chronologie permet de différencier des épisodes de libéralisation partielle et totale.

10 Les quatorze économies émergentes sont l'Argentine, le Brésil, le Chili, la Colombie, Hong Kong, l'Indonésie, la Corée, la Malaisie, le Mexique, le Pérou, les Philippines, Taiwan, la Thaïlande et le Venezuela.

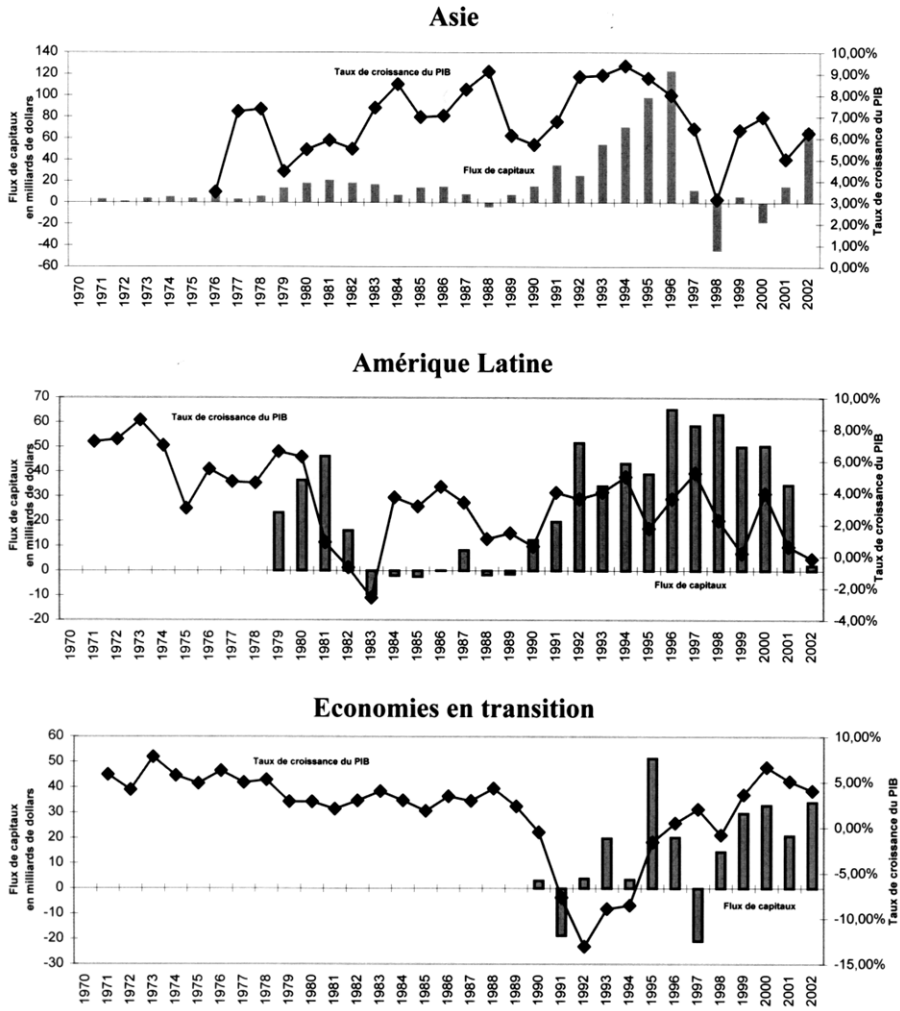
actions des investisseurs locaux, l'accès aux marchés internationaux de capitaux faisant suite à la dérégulation, ce qui rend nécessaire une réglementation plus adaptée afin de pouvoir continuer à investir dans les marchés financiers locaux. Comme le suggère Stultz (1999), la libéralisation et l'intégration progressive des marchés émergents avec les marchés financiers internationaux peuvent aider à fortifier le secteur financier national, puisque les investisseurs étrangers ont, de manière générale, de meilleures compétences et informations, et peuvent donc surveiller la gestion des établissements mieux que les investisseurs locaux ne pourraient le faire. De plus, la libéralisation permet aux entreprises d'accéder à des marchés de capitaux matures. Les entreprises présentes sur les marchés boursiers étrangers sont sous la juridiction d'un système légal d'un niveau supérieur et qui a des standards d'information plus élevés. Cela favorise une plus grande transparence dans la gestion des entreprises et peut amener des améliorations dans la gouvernance d'entreprise.

## 5.2 Cycles économiques et croissance

La section précédente examinait les effets à court et long terme de la mondialisation sur les marchés financiers. Les données suggéraient que l'on constatait des phases alternées de croissance et de baisse excessives sur les marchés financiers des pays en développement à la suite de la mondialisation, mais qu'à long terme, les marchés financiers devenaient plus stables si la mondialisation persistait. Mais comment les cycles financiers affectent-ils l'économie ? Dans cette partie, nous allons examiner ce que nous savons et ce que nous ne savons pas des relations entre la mondialisation, les fluctuations du cycle économique et la croissance.

Je vais d'abord étudier les caractéristiques du cycle économique des flux internationaux de capitaux. La figure 10 présente les flux internationaux de capitaux vers les marchés émergents ainsi que les taux annuels de croissance de la production. La figure examine séparément trois régions : l'Asie, l'Amérique Latine et les pays en transition. Les tableaux suggèrent que les flux de capitaux ont été procycliques avec de larges afflux pendant les périodes fastes et des reflux pendant les récessions. Par exemple, les taux de croissance en Amérique Latine oscillaient autour de 4.5 % dans les périodes d'afflux de capitaux tandis qu'ils étaient d'environ 1 % dans les périodes d'arrêt brutal. De même, la croissance économique de l'Asie s'est effondrée à environ $5,5$ % pendant les périodes d'arrêt brusque des flux de capitaux à la fin des années

**Figure 10 :** *Flux de capitaux privés vers les marchés émergents et taux de croissance annuels du PIB*




Note : Les pays d'Asie inclus sont : le Bangladesh, la Chine, Honk Kong, l'Inde, l'Indonésie, la Corée, la Malaisie, le Pakistan, les Philippines, Singapour, la province chinoise de Taiwan, la Thaïlande et le Vietnam.

Les économies en transition incluses sont : l'Albanie, l'Arménie, l'Azerbaïdjan, la Biélorussie, la Bosnie Herzégovine, la Bulgarie, la Croatie, la République Tchèque, l'Estonie, la Géorgie, la Hongrie, le Kazakhstan, le Kirghizstan, la Lettonie, la Lituanie, la Macédoine (anciennement République yougoslave de), la Moldavie, la Mongolie, l'Ouzbékistan, la Pologne, la Roumanie, la Russie, la Serbie et Monténégro, la Slovaquie, la Slovénie, le Tadjikistan, le Turkménistan et l'Ukraine.

Les pays d'Amérique Latine inclus sont : l'Argentine, le Brésil, le Chili, la Colombie, la République Dominicaine, l'Équateur, le Guatemala, le Mexique, le Pérou, l'Uruguay et le Venezuela.

Source : World Economic Outlook

**Tableau 2 :** *Corrélations entre les composantes cycliques des politiques macroéconomiques, le PIB réel et les flux nets de capitaux*

| Pays | Corrélations avec le PIB réel | | | Corrélations avec les flux nets de capitaux | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | Politique fiscale | | Politique monétaire | Politique fiscale | | Politique monétaire |
| | Dépenses du gouvernement | Taxe d'inflation | Taux d'intérêt à l'emprunt | Dépenses du gouvernement | Taxe d'inflation | Taux d'intérêt à l'emprunt |
| OCDE | −0.13 | 0.16 | 0.23 | 0.03 | 0.04 | 0.19 |
| hors OCDE | 0.33 | −0.15 | −0.05 | 0.2 | −0.16 | −0.06 |

Note : Une corrélation positive (négative) entre les dépenses gouvernementales (la taxe d'inflation) et le PIB réel indique une politique fiscale procyclique.

Une corrélation négative entre le taux d'intérêt à l'emprunt et le PIB réel indique une politique monétaire procyclique.

Une corrélation positive (négative) entre les dépenses du gouvernement (la taxe d'inflation et les taux d'intérêt à l'emprunt) et les flux nets de capitaux indique que les politiques macroéconomiques restrictives sont liées à des périodes d'afflux nets de capitaux faibles.

La composante cyclique des différents indicateurs a été obtenue en utilisant le filtre HP.

Source : Kaminsky, Reinhart et Végh (2004)

1990, alors que les taux de croissance annuels étaient de l'ordre de $8,5$ % pendant les périodes de larges afflux de capitaux. Les données contrastent nettement avec l'idée que les marchés internationaux de capitaux devraient permettre aux pays d'atténuer le cycle économique. Au contraire, les pays semblent avoir perdu de manière systématique l'accès aux marchés internationaux de crédit pendant les récessions. Ce comportement non-optimal des flux internationaux de capitaux a aussi été étudié par Calvo et Izquierdo (2003), qui ont remarqué que les retournements soudains de flux de capitaux à destination des économies émergentes provoquaient d'importantes dépréciations réelles et de profonds retournements économiques. Peut-être que ce qui rend ces retournements soudains si dévastateurs est qu'ils semblent provoquer la mise en œuvre de politiques macroéconomiques restrictives ? Par exemple, le Pérou introduisit des programmes d'austérité draconiens au début puis à la fin des années 1980 à la suite des crises de la dette et de la monnaie. Au contraire, le Royaume-Uni put poursuivre une politique contracyclique à la suite de la crise monétaire du SME (Système Monétaire Européen) de 1992 quand il laissa flotter la Livre Sterling. Le Pérou perdit l'accès aux marchés internationaux de capitaux, le Royaume-Uni non. Ce ne sont pas des cas isolés. Comme le rapportent Kaminsky, Reinhart et Végh (2004), les politiques macroéconomiques tendent à être procycliques dans les pays en développement alors qu'elles sont contracycliques ou acycliques dans les pays industrialisés. Autrement dit, les politiques macroéconomiques tendent à atténuer le cycle économique dans les pays industrialisés mais tendent à l'amplifier dans les pays en développement, comme on le voit dans le tableau 2. Ce

tableau résume les résultats de Kaminsky, Reinhart et Végh (2004). La colonne de gauche donne la corrélation entre les composantes cycliques des politiques fiscales et monétaires et le cycle économique. La colonne de droite montre la corrélation des composantes cycliques des politiques fiscales et monétaires avec les afflux nets de capitaux. Il est intéressant de noter que ces résultats suggèrent que les flux internationaux de capitaux à destination des pays en développement peuvent provoquer des politiques macroéconomiques procycliques. Par exemple, les dépenses du gouvernement (taxe d'inflation) sont positivement (négativement) corrélées à des afflux nets de capitaux, ce qui indique que les périodes d'afflux de capitaux sont associées à des politiques fiscales expansives et les périodes de reflux de capitaux à des politiques fiscales restrictives. Ainsi, dans ce type de pays, quand il pleut, en fait il pleut à verse. Bien que des recherches plus approfondies soient nécessaires, les faits stylisés semblent suggèrer que les flux internationaux de capitaux peuvent provoquer des cycles économiques plus volatils dans les économies émergentes.

Alors que ces données soulignent les liens entre l'intégration fiscale et l'instabilité de la production au long du cycle économique, les données sur les effets à long terme de la mondialisation sur l'activité économique suggèrent que l'intégration financière améliore la croissance. De nombreux auteurs ont examiné les effets de la dérégulation locale et externe des marchés financiers dans les économies émergentes et ont trouvé que, généralement, celles-ci génèrent une croissance durable sur le long terme. Par exemple, Bekaert, Harvey et Lundbald (2002) examinent les effets sur la croissance de l'ouverture du marché boursier aux investisseurs étrangers dans un échantillon de près de 90 pays en développement, et trouvent qu'en moyenne, la libéralisation provoque une augmentation de la croissance supérieure d'environ 1 point. Ils trouvent que l'investissement rapporté au PIB augmente suite à la libéralisation et que la productivité des facteurs augmente aussi significativement. Les auteurs en concluent que les effets de la libéralisation sont très forts car non seulement ils réduisent les contraintes financières, mais en plus les investisseurs étrangers peuvent promouvoir une meilleure gouvernance d'entreprise qui, indirectement, réduit le coût du financement extérieur. De manière similaire, Galindo, Micco et Ordoñez (2002) se demandent si la libéralisation financière favorise la croissance économique, et analysent ses effets sur la croissance du financement extérieur pour les entreprises. En particulier, ils font l'hypothèse que la libéralisation des marchés financiers nationaux et externes réduit le coût des financements extérieurs auxquels doivent faire face les entreprises en réduisant l'impact des problèmes associés

au risque moral et à la sélection adverse. Considérant cette perspective, l'impact du développement financier doit être différent selon les besoins de chaque entreprise en fonds extérieurs. Les entreprises qui dépendent le plus des fonds extérieurs seront plus touchées par le développement financier que celles qui ont des besoins en capitaux réduits. Les résultats montrent que, durant les périodes de mondialisation, les industries qui dépendent des financements extérieurs croissent presque de 1 % plus vite que les industries faiblement dépendantes des financements extérieurs, alors que cela n'était pas le cas durant les périodes de répression financière.

Les articles de Bekaert, Harvey et Lundbald (2002) et de Galindo, Micco et Ordoñez (2002) concluent que la libéralisation financière ne peut pas être la seule cause des nouvelles opportunités de croissance et suggèrent que la libéralisation financière provoque aussi des réformes institutionnelles. Ce thème, qui est aussi abordé dans Kaminsky et Schmukler (2002), est davantage exploré par Gourinchas et Jeanne (2002). Ces auteurs distinguent deux catégories de bénéfices tirés de la mondialisation financière. La première catégorie inclut les bénéfices en termes d'efficience de l'allocation internationale, comme le lissage de la consommation en réponse aux chocs ou la possibilité d'accélérer l'accumulation de capital local avec l'aide du capital étranger. La seconde catégorie de bénéfices englobe les incitations à mener de bonnes politiques ou des réformes qui sont générées par une ouverture du compte de capital. Ceci inclut la discipline de marché sur les politiques macroéconomiques nationales induites par la menace de fuite de capitaux. Plus généralement, cela peut aussi inclure les incitations à réformer le système économique domestique de manière à réduire les activités improductives (détournements, recherches de rente), ou de garantir une meilleure protection du droit de propriété. Pour examiner l'importance relative des bénéfices de l'efficience allocative internationale, les auteurs ont calibré un modèle néoclassique de croissance simple d'une petite économie ouverte faiblement dotée en capital, avec les données dont ils disposaient pour les économies émergentes d'après la seconde guerre mondiale. Même s'ils trouvent que l'ouverture financière améliore le bien-être national en permettant aux ménages de lisser leur consommation et en permettant d'accélérer l'accumulation nationale de capital, les bénéfices ne sont pas très importants comparés aux bénéfices de politiques alternatives qui réduisent les distorsions ou augmentent la productivité nationale[11].

11 Les données de l'article de Arteta, Eichengrenn et Wyplosz (2001) suggèrent aussi que les effets positifs sur la croissance de la libéralisation sont plus forts dans des pays avec des institutions fortes, mesurées par les indicateurs standards de respect de la loi.

## 6 GÉRER LES FLUX INTERNATIONAUX DE CAPITAUX

L'étude des faits semble suggérer qu'à court terme la mondialisation provoque des faillites du système financier et prolonge les récessions. Même si les afflux de capitaux ne provoquent pas de volatilité excessive dans les marchés financiers nationaux, il est tout de même vrai qu'ils provoquent de l'inflation en présence d'un régime de taux de change fixe. De plus, les afflux transitoires de capitaux peuvent fausser les prix relatifs, et l'économie domestique perdre en compétitivité, du fait de l'appréciation du taux de change réel. Il n'est pas étonnant que les décideurs politiques aient utilisé une variété d'outils pour gérer ces flux, en particulier quand il s'agissait de capitaux spéculatifs. Si dans certains cas ils ont établi des contrôles de capitaux, ils ont aussi recouru à des opérations de stérilisation ou à l'austérité fiscale pour aider à « stériliser » les effets monétaires expansifs des achats de monnaie étrangère. La liste ne s'arrête pas là. Les gouvernements ont aussi permis une plus grande flexibilité des taux de change pour éviter une explosion de l'inflation durant les périodes d'afflux de capitaux, estimant que si l'appréciation du taux de change réel était inévitable, il valait mieux qu'elle ait lieu à travers une appréciation nominale plutôt que de l'inflation au niveau national.

Comme j'ai déjà exposé les effets du contrôle des capitaux, je vais maintenant me concentrer sur les effets d'une opération de stérilisation et des politiques de taux de change lors des périodes de larges afflux de capitaux et décrire quelques-uns des faits rapportés dans Reinhart et Reinhart (1998). Comme l'ont démontré Calvo et Reinhart (2000), les marchés émergents ont, en général, une monnaie à taux de change fixe, qui ne flotte que dans les périodes d'immédiate après-crise. Avec de tels régimes de taux de change, les afflux de capitaux entraînent une accumulation de réserves par la Banque Centrale et une explosion des agrégats monétaires. Pour éviter l'inflation, les autorités monétaires doivent stériliser les effets de l'intervention dans le marché de changes en vendant des titres de placement sur le marché domestique ouvert. Naturellement, la stérilisation ne peut être effective que si les avoirs nationaux et étrangers ne sont pas des substituts proches. Les données pour les marchés émergents suggèrent que, au plus, la stérilisation n'a que des effets à court terme (voir Reinhart et Reinhart (1998)). Pourtant beaucoup de pays y ont eu recours. Par exemple, la Colombie pendant la plus grande partie de l'année 1991, l'Indonésie en 1991-1992, et la Malaisie entre 1991 et 1993 mirent en place des opérations

d'« open market » à grande échelle pour stériliser complètement les afflux de capitaux. Dans une moindre mesure, mais tout de même significativement, les Banques Centrales du Chili, de la Corée du Sud, du Mexique, des Philippines et de la Thaïlande ont stérilisé en partie les afflux de capitaux du début et du milieu des années 1990. Dans la plupart des cas, les taux d'intérêt domestiques à court terme augmentèrent quand la stérilisation commença, suggérant que la politique avait un impact au moins à court terme. De manière intéressante et inattendue par rapport à l'objectif initial des Banques Centrales, les opérations de stérilisation fortes, en provoquant de fortes hausses des taux d'intérêt domestiques, provoquèrent aussi une augmentation du volume des flux agrégés de capitaux, et principalement des capitaux spéculatifs[12]. Un autre inconvénient de l'intervention stérilisée est que la hausse des taux d'intérêt domestiques qu'elle provoque augmente aussi le coût du capital pour le gouvernement, puisque les Banques Centrales acquièrent des réserves de change à relativement faible rendement et émettent des bons de stérilisation à haut rendement. En pratique, ces pertes quasi-fiscales ne sont pas triviales. Par exemple, la Banque Centrale colombienne perdit près de $0,6$ % du PIB en 1991 suite à l'effort de stérilisation (voir Rodriguez (1992)). De même, les pertes du Chili dues à la tentative de stérilisation de 1990 à 1992 se montèrent à près de $1,4$ % du PIB (voir Kiguel et Leiderman (1993)).

L'explosion des afflux de capitaux vers les marchés émergents pendant la première moitié des années 1990 était au départ contrebalancée par les opérations de stérilisation. Ces interventions ne réussirent pas à éviter des appréciations nominales ou une hausse de l'inflation. Mais les afflux persistants et les réserves de change continuant à s'accumuler, ces politiques devinrent assez coûteuses. À ce moment-là, les Banques Centrales en Asie et en Amérique Latine permirent au taux de change de varier plus librement de telle sorte que l'appréciation réelle eut lieu à travers une appréciation nominale plutôt qu'à travers une hausse de l'inflation au niveau national. Comme le décrivent Reinhart et Reinhart (1998), le Chili et la Colombie permirent à leur monnaie de s'apprécier de 5 %. À nouveau en novembre 1994, la Banque Centrale du Chili laissa le peso s'apprécier cette fois de $9,5$ %. De manière similaire, la Colombie permit à sa monnaie de s'apprécier de 5 % en janvier 1994 et de 7 % en novembre 1994. Le Chili et la Colombie, mais aussi la République Tchèque et le Mexique laissèrent leur monnaie flotter de manière un

12 Voir Montiel et Reinhart (1999) pour une étude de quinze périodes de stérilisation en Afrique, Asie, Amérique Latine et dans les pays en transition.

peu plus libre. Tous ces pays élargirent la bande de flottement du taux de change au début des années 1990.

## 7 CONCLUSION

L'explosion des flux de capitaux vers les marchés émergents pendant la première moitié des années 1990 et le récent retournement de situation qui a suivi les différentes crises à travers le monde ont suscité une fois de plus un débat intense quant à la bonne manière de gérer les flux internationaux de capitaux. Les reflux de capitaux inquiètent les dirigeants politiques, mais également les afflux de capitaux car ils peuvent provoquer des bulles spéculatives dans les marchés d'actifs et favoriser une appréciation de la monnaie locale et une perte de compétitivité. Les dirigeants politiques s'inquiètent aussi du fait que les afflux de capitaux soient le plus souvent des afflux de capitaux spéculatifs, c'est pourquoi les contrôles de capitaux ont le plus souvent visé les afflux de capitaux à court terme. Si les contrôles de capitaux peuvent fonctionner, au moins à très court terme, l'introduction de restrictions à la mobilité du capital peut avoir des effets indésirables à long terme. En particulier, les contrôles de capitaux peuvent provoquer des faiblesses au niveau du secteur financier[13]. Les contrôles de capitaux peuvent aussi retarder des améliorations dans la gouvernance d'entreprise pour les firmes non-financières, car en libéralisant leurs comptes de capital, les pays permettent aux entreprises locales de participer aux marchés internationaux de capitaux, principalement à travers des cotations croisées dans les principales bourses mondiales, qui disposent de standards d'information plus élevés et sont soumises à la juridiction d'un système légal supérieur. Ceci favorise certainement plus de transparence dans la gestion des entreprises et peut amener des améliorations dans la gouvernance d'entreprise[14]. Ainsi, la régulation des flux de capitaux peut provoquer non seulement des faiblesses au niveau financier mais aussi une croissance économique plus faible. Les décideurs politiques ont aussi recouru à la stérilisation des flux de capitaux afin de regagner un certain contrôle de leurs politiques monétaires. Si la stérilisation peut permettre un moment de répit, elle peut aussi s'avérer très coûteuse pour les Banques Centrales. De plus,

13 Claessens, Demirgüç-Kunt, et Huizinga (2001) présentent des indications que la libéralisation des comptes de capital et des entrées de banques étrangères mènent à des améliorations de l'efficience du système bancaire.

14 Voir, par exemple, Stultz (1999).

la capacité des gouvernements à contrôler les flux internationaux de capitaux ou à les stériliser diminue avec la mondialisation.

Pour conclure, il n'y a pas de politique optimale pour parer aux risques de la volatilité des flux internationaux de capitaux, puisque les politiques qui peuvent fonctionner à court terme ont un effet inverse sur le long terme. Toutefois, il y a de nombreux signes que les crises monétaires et bancaires tendent à avoir lieu dans des économies aux fondamentaux économiques faibles. Ceci suggère que des politiques macroéconomiques orthodoxes devraient être au cœur de la gestion des flux de capitaux volatils.

## RÉFÉRENCES


Arteta, C., B. Eichengreen et C. Wyplosz (2001), "When Does Capital Account Liberalization Help More than it Hurts ?", NBER Working Paper No. 8414.

Bekaert, G., C. Harvey et C. Lundblad (2001), "Does Financial Liberalization Spur Growth ?", NBER Working Paper No. 8245.

Borensztein, E. et G. Gelos (2003), "A Panic-Prone Pack ? The Behavior of Emerging Market Mutual Funds", IMF Staff Papers, Avril.

Calvo, G et A. Izquierdo (2003), "On the Empirics of Sudden Stops", Inter-American Development Bank, mimeo, Mai.

Calvo, G. et C. Reinhart (2002), "Fear of Floating", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. CXVII, No. 2, Mai, pp. 379-408.

Caramazza, F., L. Ricci, et R. Salgado (2000), "Trade and Financial Contagion in Currency Crises", IMF WP/00/55.

Claessens, S., M. Dooley, et A. Warner (1995), "Portfolio Capital Flows : Hot or Cold ?", *World Bank Economic Review*, 9, pp. 153-174.

Claessens, S., A. Demirgüc-Kunt et H. Huizinga (2001), "How Does Foreign Entry Affect Domestic Banking Markets ?", *Journal of Banking and Finance*, 25(5), Avril.

Demirgüç-Kunt, A. et E. Detragiache (1999), "Financial Liberalization and Financial Fragility", in *Annual World Bank Conference on Development Economics*, World Bank, DC, pp. 303-31.

Dornbusch, R. (1998), "Capital Controls : An Idea Whose Time is Past", in *Should the IMF Pursue Capital-Account Convertibility ?*, pp. 20-27, Essays in International Finance 207, International Finance Section, Department of Economics, Princeton University (Mai).

Eichengreen, B., et M. Mussa, avec Giovanni Dell'Ariccia, Enrica Detragiache, Gian Maria Milesi-Ferretti, et Andrew Tweedie, (1998), "Capital Account Liberalization : Theoretical and Practical Aspects", International Monetary Fund Occasional Paper 172. Washington.

Goldstein, M., G. Kaminsky, et C. Reinhart (2000), *Assesing Financial Vulnerability : An Early Warning System for Emerging Markets*, Institute for International Economics.

Galindo, A. A. M., et G. Ordoñez (2002), "Financial Liberalization and Growth : Empirical Evidence", paper presented at Conference *Financial Globalization : A Blessing or a Curse*, World Bank, Washington D.C.

Gourinchas, P. et O. Jeanne, (2002), "On the Benefits of Capital Account Liberalization for Emerging Economies", Mimeo, Princeton University.

Kaminsky, G. (1998), "Currency and Banking Crises : The Early Warnings of Distress", International Finance Working Paper, Federal Reserve Board.

Kaminsky, G. et C. Reinhart (2000), "On Crises, Contagion, and Confusion", *Journal of International Economics*, Juin.

KAMINSKY, G. et S. SCHMUKLER (2002), "Short-Run Pain, Long-Run Gain : The Effects of Financial Liberalization", World Bank Working Paper.

KAMINSKY, G., R. LYONS et S. SCHMUKLER (2002), "Fragility, Liquidity, and Risk : The Behavior of Mutual Funds During Crises", mimeo.

KAMINSKY, G., C. REINHART, et C. VÉGH (2004), "When it Rains, it Pours : Procyclical Capital Flows and Macro Policies", Juin.

KIGUEL, M. et L. LEIDERMAN (1994), "On the Consequences of Sterilized Intervention in Latin America : The Case of Colombia and Chile", mimeo, Tel Aviv University.

LAKONISHOK, J., A. SHLEIFER, et R. W. VISHNY (1994), "Contrarian Investment, Extrapolation, and Risk", *Journal of Finance*, Vol. 49 (Décembre), pp. 1541-78.

REINHART, C. et P. MONTIEL (1999), "Do Capital Controls Influence the Volume and Composition of Capital Flows ? Evidence from the 1990s", *Journal of International Money and Finance*, Vol. 18, No. 4, Août, pp. 619-635.

REINHART, C. et V. REINHART (1998), "Some Lessons for Policy Makers Dealing with the Mixed Blessing of Capital Inflows", in M. Kahler (ed) *Capital Flows and Financial Crises*, (New York, Council on Foreign Relations), pp. 93-127.

REISEN, H. et M. SOTO (2001), "Which Types of Capital Inflows Foster Developing-Country Growth ?", *International Finance*, 4 : 1, pp. 1-14.

RODRIGUEZ, C. A. (1991), "Situacion Monetaria y Cambiaria en Colombia", (mimeograph, Buenos Aires, Argentina : CEMA, Novembre).

RODRIK, D. (1998), "Who Needs Capital Account Convertibility ?" in S. Fischer et alii, eds., *Should the IMF Pursue Capital-Account Convertibility ?*, *Essays in International Finance* No. 207, Department of Economics, Princeton University, Mai.

SACHS, J, A. TORNELL et A. VELASCO (1996), "The Collapse of the Mexican Peso, What Have we Learned ?", Brookings Papers on Economic Activity.

SARNO, L. et M. P. TAYLOR (1999), "Hot Money, Accounting Labels and the Permanence of Capital Flows to Developing Countries", *Journal of Development Economics*.

STIGLITZ, J. (1999), "Bleak Growth for the Developing World", *International Herald Tribune*, Avril 10-11, p. 6.

STULTZ, R. (1999), "Globalization of Equity Markets and the Cost of Capital", The Ohio State University, Dice Center, Working Paper.

VAN RIJCKEGHEM, C. et B. WEDER (à paraître), "Bank Lending and the Transmission of Emerging Markets Currency Crises", *Journal of International Money and Finance*.