



**Conférence
des Nations Unies
sur le commerce
et le développement**

Distr.
GÉNÉRALE

TD/B/COM.2/EM.6/2
15 avril 1999

FRANÇAIS
Original : ANGLAIS

CONSEIL DU COMMERCE ET DU DÉVELOPPEMENT

COMMISSION DE L'INVESTISSEMENT, DE LA TECHNOLOGIE
ET DES QUESTIONS FINANCIÈRES CONNEXES

Réunion d'experts sur les flux
d'investissements de portefeuille et
les investissements étrangers directs
Genève, 28-30 juin 1999
Point 3 de l'ordre du jour provisoire

**Investissements étrangers de portefeuille et investissements étrangers
directs : caractéristiques, similitudes, complémentarités et
différences, incidences décisionnelles et impact sur le développement**

Questions à examiner

Note du secrétariat de la CNUCED

Résumé

La conception de politiques et réglementations à adopter aux niveaux national et international pour atténuer l'instabilité des flux de capitaux est une question qui occupe une place centrale dans le débat en cours au sein de diverses instances. On estime à cet égard qu'une meilleure compréhension des spécificités des différents types de flux, en particulier des investissements étrangers directs (IED) et des investissements étrangers de portefeuille (IEP), pourrait aider à évaluer l'incidence de ces apports sur l'économie des pays bénéficiaires et à définir des axes d'intervention en la matière. La comparaison des IED et des IEP permet de faire ressortir quelques caractéristiques importantes de ces deux formes d'investissement : à l'inverse des seconds, les premiers sont réalisés dans un secteur et une entreprise particuliers; les IED permettent de transférer des technologies et d'améliorer l'accès aux marchés tandis que les IEP peuvent contribuer à consolider le développement des marchés nationaux de capitaux; les IEP sont plus instables que les IED; les IED représentent des flux plus durables alors que les flux

d'IEP semblent appelés à se contracter sous l'effet des dernières crises financières; seule une poignée de pays accueille des volumes importants d'IED et d'IEP.

Compte tenu des dissemblances et des complémentarités entre les IED et les IEP, on peut s'attendre que ces investissements soient régis différemment. Les pays qui libéralisent les IED devraient également libéraliser les IEP. Ils devraient toutefois adopter une politique plus prudente pour attirer les IEP car l'instabilité de ces flux peut avoir un impact négatif : les pays bénéficiaires devraient être autorisés à adopter des mesures (autres que budgétaires et monétaires) leur permettant d'assurer un réglage fin des entrées et sorties de capitaux, afin d'éviter des épisodes d'emballement suivi de tarissement des flux d'investissements de portefeuille en particulier. De plus, l'existence au niveau national d'un système, d'une réglementation et d'un contrôle financiers efficaces est essentielle à une libéralisation réussie. Il faudrait également envisager de faciliter, par des mesures et un soutien appropriés, l'accès des marchés émergents à certains types d'investissements de portefeuille susceptibles de constituer des sources de financement relativement stables.

TABLE DES MATIÈRES

	<u>Paragraphes</u>
Introduction	1 - 3
I. Définition et problèmes statistiques	4 - 12
II. Contribution au développement	13 - 26
A. Nature des contrats d'investissement	13
B. Entrée d'épargne étrangère	14 - 19
C. Environnement économique	20 - 23
D. Complémentarités et dissemblances	24 - 26
III. Déterminants et instabilité comparée	27 - 38
A. Déterminants des IED	28 - 29
B. Déterminants des IEP	30 - 33
C. Instabilité comparée	34 - 38
IV. Incidences décisionnelles	39 - 40

Investissements étrangers de portefeuille et investissements étrangers directs : caractéristiques, similitudes, complémentarités et différences, incidences décisionnelles et impact sur le développement

Introduction

1. La crise financière survenue en Asie de l'Est a remis en cause certains avantages supposés des flux de capitaux à destination des nouveaux pays à économie de marché. La conception de politiques et réglementations à adopter aux niveaux national et international pour atténuer l'instabilité des flux de capitaux est une question qui occupe une place centrale dans le débat en cours au sein de diverses instances. On estime qu'une meilleure connaissance des caractéristiques des différents types de flux pourrait aider à évaluer l'incidence de ces apports sur l'économie des pays bénéficiaires et à définir des moyens d'attirer des courants d'investissements ou de mieux les contrôler. Cette question revêt une importance encore plus grande du fait des discussions portant notamment sur la définition des investissements et les catégories d'investissements à inclure dans le champ des accords d'investissement bilatéraux, régionaux et multilatéraux. Elle touche également au débat relatif à la libéralisation des flux de capitaux : quels types de flux faudrait-il libéraliser en premier et comment attirer des courants d'investissements plus stables ?

2. On constate que les flux de capitaux privés jouent un rôle croissant dans le financement des marchés émergents 1/. De plus, la structure de ces flux s'est considérablement modifiée, les investissements étrangers directs (IED) et les investissements étrangers de portefeuille (IEP) acquérant une place prépondérante dans le total des courants nets de ressources à destination des pays en développement. En 1985, le total des flux de capitaux privés à destination des pays en développement était imputable à plus de 50 % aux prêts bancaires internationaux, à 22 % aux IED et à 18 % aux IEP; en 1997, les parts respectives de ces sources de financement se montaient selon les estimations à 8 %, 43 % et 48 % (le reste correspondant à des dons d'organisations non gouvernementales).

3. Cette évolution des flux de capitaux est la résultante du processus de mondialisation de la production à l'oeuvre par le jeu de l'internalisation des transactions au sein des sociétés transnationales (qui a stimulé les IED) et de la titrisation croissante des opérations financières (qui a stimulé les courants internationaux d'IEP en actions et en obligations) 2/. Ces deux types d'investissements, qui ne présentent pas les mêmes caractéristiques, peuvent avoir des incidences différentes sur les stratégies de développement des pays bénéficiaires. Les différences, les similitudes ou les complémentarités des IED et des IEP ainsi que leurs incidences décisionnelles seront analysées dans la présente note 3/.

I. Définition et problèmes statistiques

4. Dans les opérations de balance des paiements entre résidents et non-résidents, les investissements étrangers sont définis comme des investissements réalisés par des particuliers ou des entreprises dont le pôle d'intérêt économique se trouve dans un pays autre que celui où ils investissent 4/. La définition et la classification des comptes internationaux

données dans le Manuel de la balance des paiements du Fonds monétaire international (FMI), subdivisent les investissements étrangers en : a) investissements directs; b) investissements de portefeuille; c) autres investissements.

5. *Les investissements étrangers directs* désignent les investissements internationaux qu'une entité résidente d'une économie effectue dans le but d'acquérir un intérêt durable dans une entreprise résidente d'une autre économie. Par intérêt durable, on entend qu'il existe une relation à long terme entre l'investisseur direct et l'entreprise et que l'investisseur exerce une influence significative sur la gestion de cette dernière. Le critère utilisé est le suivant : il y a investissement direct lorsqu'un investisseur direct qui est résident d'une autre économie détient *10 % au moins* des actions ordinaires ou des droits de vote d'une entreprise constituée en société ou l'équivalent dans le cas d'une entreprise non dotée d'une personnalité morale distincte. Les transactions entre entreprises apparentées, qu'elles soient constituées ou non en société, sont des investissements directs. Ceux-ci se décomposent en capital social, bénéfiques réinvestis et autres investissements (créances et engagements vis-à-vis des entreprises apparentées). Les entreprises d'investissement direct comprennent les filiales (dont un investisseur non résident détient plus de 50 % du capital), les entreprises affiliées (dont un investisseur non résident détient au maximum 50 % du capital) et les succursales (filiales à 100 % ou entreprises en participation n'ayant pas de personnalité morale distincte).

6. *Les investissements étrangers de portefeuille* recouvrent tout un ensemble d'instruments qui sont *négociés (ou négociables)* sur des marchés financiers organisés et sur d'autres marchés : obligations, actions et instruments du marché monétaire. Le FMI inclut même dans cette catégorie des produits dérivés ou secondaires comme les options. Les mécanismes d'investissement sont également variés, les titres en question étant achetés et vendus par des particuliers, par des banques commerciales et par des fonds de placement (fonds commun de placement, fonds de pays et régionaux, fonds de pension et fonds de couverture de risques). L'opacité des opérations effectuées par certains de ces investisseurs rend difficile une estimation précise du volume d'IEP réalisés dans les marchés émergents.

7. Il existe différentes sources statistiques sur les IEP : le FMI, la Banque mondiale, l'Institut de finance internationale, les pays d'origine (le Trésor aux États-Unis d'Amérique par exemple) et certaines sociétés commerciales (comme Micropal, détenue par Standard and Poor) qui suivent l'évolution des fonds de placement. Il va sans dire que pour un même pays, les données peuvent varier considérablement selon les différentes sources. Le FMI a publié un guide destiné à aider les pays à se préparer à participer à son enquête coordonnée sur les investissements de portefeuille 5/. Tous les pays ne communiquent pas des statistiques détaillées sur les IEP. Le système de notification de la dette à la Banque mondiale permet de recueillir des données sur les IEP, mais seulement pour les pays en développement. Les données du FMI et de la Banque mondiale sur un même pays peuvent présenter des différences très marquées 6/.

8. Certains pays de provenance, en particulier les États-Unis et le Japon, recueillent des informations sur les transactions de portefeuille entre résidents et non-résidents. La Banque du Japon a récemment publié des statistiques sur les investissements de portefeuille japonais à l'étranger, mais elles ne sont guère désagrégées. Les données du Trésor des États-Unis d'Amérique constituent l'ensemble le plus complet disponible sur un pays de provenance puisqu'elles permettent de suivre l'évolution mensuelle des chiffres bruts d'achats et de ventes par les résidents des États-Unis de portefeuilles portant sur des actions et d'obligations à long terme (à échéance supérieure à un an) étrangères (extérieures aux États-Unis). Ces renseignements sont recueillis auprès des banques, des agents de change, des investisseurs et d'"autres entités" qui traitent directement avec des résidents à l'étranger pour des opérations sur des titres étrangers. Il faut néanmoins se garder d'interpréter ces données comme des indicateurs totalement fidèles de l'évolution des flux d'investissements de portefeuille entre les résidents des États-Unis et les résidents hors États-Unis 7 :

a) Dans les données ventilées par pays, il s'agit du pays où l'opérateur étranger se trouve physiquement et il ne correspond pas forcément au pays de résidence de l'émetteur du titre étranger. De plus, un agent de change résidant aux États-Unis peut réaliser des opérations pour le compte d'un résident d'un pays étranger.

b) Les statistiques semblent aussi être faussées par le volume important de transactions réalisées par l'intermédiaire de centres financiers internationaux où des titres peuvent être émis pour le compte de résidents de pays tiers et y être négociés.

c) De même, les opérations liées à l'émission et au négoce de certificats de dépôt de titres émanant d'entreprises non résidentes aux États-Unis sont susceptibles d'être comptabilisées comme s'il s'agissait de titres d'entreprises résidentes.

9. Il convient de noter que ces constatations valent également pour les données relatives aux transactions de portefeuille que le FMI comptabilise dans la balance des paiements en se fondant sur les transactions entre résidents et non-résidents. Dans les pays qui jouent le rôle de centres financiers internationaux, il est difficile d'identifier le pays d'origine des sociétés dont les titres sont négociés.

10. Enfin, des sociétés commerciales comme Micropal compilent des statistiques sur les fonds de placement en actions et en obligations des marchés émergents, qu'il s'agisse de sociétés d'investissement à capital fixe ou variable, et donnent des informations sur leur taille (en fonction de leur valeur liquidative) et sur leurs résultats (rentabilité pour les souscripteurs). Les fonds sont classés en trois catégories : mondiaux, régionaux et nationaux. Les variations de leur valeur liquidative ajustées pour tenir compte du mouvement de l'indice national ou régional du prix du marché ont servi à certains observateurs d'indicateur de l'évolution des investissements de portefeuille dans les pays bénéficiaires 8. Il est possible de démontrer que cette méthode n'est pas fiable pour plusieurs raisons 9. Premièrement, l'indice du prix du marché ne reflète pas nécessairement le prix des actifs dans lesquels les fonds de placement ont

investi. Deuxièmement, les prix des sociétés d'investissement à capital fixe évoluent indépendamment des prix des actifs sous-jacents. Troisièmement, certains fonds n'ont pas investi la totalité de leurs ressources dans les marchés émergents et une partie de leur portefeuille est parfois constituée de placements monétaires.

11. En bref, il n'existe pas de source unique de données sur les IEP et il est difficile d'obtenir une mesure précise de l'ampleur des flux transfrontières de ce type d'investissement. Si les chiffres communiqués au FMI par les pays bénéficiaires semblent être les plus fiables, ils sont loin de porter sur tous les pays et la nationalité exacte de l'acheteur, du vendeur ou de l'émetteur des titres est difficile à déterminer.

12. Outre l'imprécision des estimations des IEP se pose le problème des cas "limites" pour lesquels établir s'il s'agit d'IED ou d'IEP pose problème. Dans les pays où les IEP ont fait l'objet d'une libéralisation, un investisseur de portefeuille peut acheter plus de 10 % des actions d'une société sans avoir un "intérêt durable" dans celle-ci ou la volonté de la contrôler. Pourtant, son investissement peut être considéré comme un investissement direct. Dans d'autres cas de figure, des filiales étrangères peuvent émettre des obligations qui sont acquises, pour l'essentiel, par leur société mère; ces transactions, qui sont en fait des investissements directs, peuvent être enregistrées comme investissements de portefeuille. Si l'on prend comme critère l'existence d'une participation de contrôle, il y a des situations où les IED peuvent se transformer en IEP à la faveur d'une dilution du capital et d'une perte de contrôle. À l'inverse, des IEP peuvent devenir des IED si l'investisseur décide de participer à la gestion de la société dont il avait précédemment acquis des actifs sous forme d'IEP.

II. Contribution au développement

A. Nature des contrats d'investissement

13. Avant d'analyser les contributions respectives des IED et des IEP au développement des nouveaux pays à économie de marché ainsi que les complémentarités (et les différences) entre ces deux types d'investissement, il importe de comprendre la nature des contrats liant les différents types d'investisseurs et les entités ou pays qui reçoivent leurs investissements. Entre les trois formes d'investissement que sont les IED, les IEP et les prêts bancaires, il existe des différences sur les plans de la propriété, du partage des risques et de la forme de rétribution.

a) Les IED sont des investissements internalisés (réalisés au sein de la même société transnationale) en immobilisations et en actifs incorporels. L'investisseur garde le contrôle de la filiale qu'il a constituée et tire des avantages de son investissement (et accroît ainsi le bénéfice global du groupe constitué autour de sa société transnationale) grâce :

- à l'augmentation des ventes (soit sur les marchés locaux soit sur les marchés tiers sous forme d'exportations);
- à la réduction des coûts de production;

- à l'accroissement de l'efficacité de la production du groupe dans son ensemble.

L'investisseur étranger assume les risques opérationnels de son entreprise.

b) Les IEP consistent en l'achat de titres (actions ou obligations) émis par une société ou une entité publique d'un pays étranger. Ces achats devant s'effectuer sur les marchés de capitaux, l'existence de marchés financiers relativement liquides, qu'ils soient nationaux ou internationaux, est un préalable. Du point de vue du pays bénéficiaire, les IEP n'entraînent pas de mutation de la propriété des sociétés émettrices (qui peuvent être des entreprises locales détenues à 100 %, des coentreprises ou des filiales de sociétés transnationales). Les investissements de portefeuille sont "purement" financiers et ne s'accompagnent pas du transfert d'actifs incorporels et de compétences en matière de gestion. Les motivations fondamentales des investisseurs sont d'accroître la rentabilité de leurs investissements et de réduire les risques grâce à une diversification de leur portefeuille.

L'investisseur escompte recevoir une partie des bénéfices réalisés par la société ou l'entité - sous forme de dividendes, de rendements obligataires ou de plus-values en capital. Il partage toutefois également les risques : lorsque les bénéfices sont élevés, la rentabilité l'est aussi, mais s'il y a des pertes, l'investisseur en subit également les conséquences sous la forme d'une baisse du prix des actifs. Dans le cas d'obligations, l'investissement s'effectue en principe pour une durée déterminée. Les investisseurs peuvent cependant vendre leurs obligations avant la date d'échéance moyennant une décote qui sera fonction du risque que représente l'emprunteur, mais aussi de l'évolution des taux d'intérêt sur les marchés. Lorsqu'il s'agit d'actions, l'investissement est de durée indéterminée, mais les titres peuvent être vendus à n'importe quel moment. Le facteur risque et les taux d'intérêt influent également sur le cours des actions.

Si les titres sont négociés sur des marchés locaux des capitaux, des entrées ou sorties massives d'investissements étrangers peuvent déclencher des ondes de choc susceptibles de provoquer des fluctuations de taux de change ou de les aggraver; les investisseurs étrangers assument alors les risques de change. Si les titres sont négociés sur les marchés internationaux de capitaux (certificats américains de dépôt, obligations et actions faisant l'objet d'émissions internationales), les pays bénéficiaires peuvent être protégés des conséquences des variations de prix des actifs; dans ce cas, les émetteurs des marchés émergents assument les risques de change.

c) Les prêts bancaires sont des contrats d'une durée déterminée (correspondant à l'échéance du prêt) conclus entre un prêteur et un emprunteur. Le prêteur conserve le contrat jusqu'à l'échéance et reçoit des versements au titre des intérêts et du principal conformément à l'échéancier fixé dans le contrat. Les paiements à effectuer jusqu'à l'échéance sont indiqués dans le contrat et ne varient pas en fonction de la capacité de remboursement de l'emprunteur : il n'y a donc aucun partage du risque.

B. Entrée d'épargne étrangère

14. Les statistiques relatives à la balance des paiements d'un échantillon de 30 pays en développement et pays en transition pour la période 1990-1997 10/ montrent que dans plus des deux tiers de ces pays, la part moyenne des IED dans les flux de capitaux était plus grande que celle des IEP. Les neuf pays de l'échantillon 11/ dans lesquels les IEP dépassent les IED sont dans l'ensemble des pays à revenu intermédiaire supérieur (à l'exception de l'Inde); tous sont dotés de marchés des capitaux bien développés (leur ratio capitalisation boursière/PIB dépasse la moyenne de celui des pays à revenu intermédiaire). Il convient également de noter que certains pays comme l'Argentine, le Brésil, le Mexique et la République de Corée ont attiré davantage d'investissements en obligations qu'en actions.

15. Les entrées d'IED ont compté pour 8,7 % dans la formation brute de capital fixe des pays en développement en 1996 12/, en augmentation par rapport à 1992 (4,2 %). Les fusions et acquisitions internationales expliquent pour l'essentiel cette évolution, leur part dans les entrées totales d'IED (dans les pays développés et les pays en développement) étant passée de 49 % en 1996 à 58 % en 1997 13/. La majorité des ventes liées à des fusions et acquisitions réalisées dans les pays en développement se sont concentrées en Asie du Sud, de l'Est et du Sud-Est, notamment après la crise financière de 1997. Le nombre d'opérations de fusion-acquisition a aussi sensiblement augmenté en 1997 en Amérique latine de même qu'en Europe centrale et orientale, essentiellement du fait des privatisations.

16. Les bénéficiaires rapatriés se déduisent des entrées d'IED, afin de calculer les transferts nets et de connaître ainsi le montant réel des fonds supplémentaires pouvant être investis. Au fur et à mesure que les filiales se développent, elles utilisent de manière croissante leurs ressources internes pour financer leur expansion, dégagent des bénéficiaires croissants et perçoivent toujours plus de redevances. En outre, les courants inverses résultant de la pratique moins transparente des prix de cession interne peuvent parfois être importants, en particulier lorsque les sociétés transnationales y recourent pour payer moins d'impôts ou pour se prémunir contre les risques de change. Enfin, les filiales font davantage appel aux prêteurs locaux pour financer leur expansion, surtout lorsque les risques de change sont élevés.

17. Les IEP, quant à eux, permettent d'accroître le stock de capital-risque accessible aux entreprises des marchés émergents. Selon les estimations, les émissions internationales d'actions et de titres de créance lancées par les pays en développement et les pays en transition ont représenté près de 17 % du total des fonds levés sur les marchés financiers internationaux en 1996 et 1997 14/. Sous l'effet de la crise financière, les fonds levés par ces pays ont en revanche diminué de plus de moitié en 1998, leur part revenant à 7 % du total. Les investisseurs de portefeuille achètent également des titres émis sur les marchés locaux, ce qui accroît nettement la liquidité de ces derniers. La crise a incité certains investisseurs étrangers à vendre en catastrophe.

18. L'accès croissant aux investissements étrangers de portefeuille, notamment pendant les phases d'expansion qui ont caractérisé les périodes 1993-1994 et 1996-début 1997, s'est accompagné d'une réduction du coût du capital. L'écart moyen entre les taux des nouvelles émissions obligataires

internationales lancées par des pays en développement (et les taux des bons du Trésor des États-Unis ayant une échéance finale et un coupon comparables) est passé de 355 points de base en 1994 à 258 au cours des huit premiers mois de 1997 15/. Étant donné que les taux d'intérêt sur les marchés internationaux de capitaux étaient nettement inférieurs aux taux d'intérêt pratiqués sur la quasi-totalité des marchés émergents, même en rajoutant la marge, le coût du capital a sensiblement diminué pour les entreprises de ces marchés emprunteurs. Pareillement, les années où les entrées d'investissements étrangers en actions ont été importantes (1993, 1996 et 1997), les indices boursiers locaux des principaux marchés émergents qui les ont accueillis ont enregistré une augmentation spectaculaire 16/, ce qui a permis aux sociétés concernées de se financer à moindre coût par émission d'actions.

19. Comme dans le cas des IED, les sommes versées au titre des coupons et des dividendes doivent être déduites pour déterminer le montant des transferts nets découlant des entrées d'investissements de portefeuille. Il convient cependant de noter que les investissements en actions comportent un élément de partage des risques car le versement de dividendes dépend des bénéfices réalisés par les entreprises. Les valeurs de portefeuille étant négociables, les entrées ou sorties massives de ce type d'investissement peuvent déstabiliser des marchés financiers locaux étroits.

C. Environnement économique

20. Il est souvent souligné que les IED se traduisent par un transfert de technologie et de savoir-faire gestionnel, tout en améliorant l'accès aux marchés étrangers. Les sociétés transnationales (STN) originaires de pays développés réalisent une part importante des activités mondiales de recherche-développement, détiennent ou maîtrisent une bonne partie des nouvelles technologies et créent une proportion élevée des produits nouveaux. Elles peuvent donc constituer une importante voie de transfert de technologie vers les pays d'accueil. Le transfert de technologie est toutefois une question complexe. Dans quelle mesure les STN entreprennent-elles des activités créatrices de technologie (recherche-développement et innovation) au sein de leurs entreprises apparentées ou dans le cadre d'accords autres qu'une prise de participation (accords de licence par exemple) qu'elles passent avec des sociétés établies dans les pays en développement ? Les entreprises à affiliation étrangère incitent-elles les sociétés locales à se moderniser, par le jeu de l'intégration en amont et en aval, de l'émulation, de la concurrence et du mouvement des effectifs ?

21. Les IEP peuvent de leur côté eux aussi contribuer à améliorer l'environnement économique dans lequel opèrent les entreprises. Il a été indiqué plus haut que les investissements de portefeuille (nationaux comme étrangers) supposent l'existence de marchés financiers fonctionnant bien. Pour être efficace, un système financier doit remplir trois fonctions 17/ :

- mobilisation adéquate de l'épargne (y compris l'épargne étrangère);

- intermédiation effective entre investisseurs et emprunteurs;
- affectation efficace des ressources à des usages productifs.

22. Ces fonctions sont remplies de manière optimale s'il existe un grand nombre de types différents d'institutions et d'instruments financiers propres à répondre aux diverses préférences des investisseurs (rapport risque/rendement, horizon temporel) et à l'évolution du comportement des différents utilisateurs de ressources en matière d'évaluation des coûts et de couverture des risques. Le système financier doit proposer aussi bien des instruments de financement de base à court terme (dépôts ou marché monétaire) et à long terme (obligations) que du capital-risque (valeurs mobilières et instruments connexes) afin de satisfaire les différents besoins de financement de l'économie. Du reste, l'une des causes de la récente crise financière en Asie a été la faiblesse du système financier des pays de cette région, où l'intermédiation financière repose trop sur les banques. La forte asymétrie des échéances des portefeuilles détenus par les banques a provoqué une grave crise de liquidités après l'interruption brutale des entrées de capitaux étrangers. Ces pays sont maintenant conscients de l'intérêt de créer des marchés obligataires nationaux qui permettraient de diluer les risques et d'allonger les échéances de remboursement, les investisseurs étant d'autant plus disposés à consentir des prêts à plus longue échéance qu'ils ont la possibilité de négocier des obligations avant terme. Par ailleurs, l'existence de marchés de capitaux fonctionnant bien est nécessaire à la densification des circuits financiers et accroît la concurrence vis-à-vis des banques pour ce qui est de l'intermédiation financière, contribuant ainsi à une réduction du coût des emprunts de capitaux.

23. Les IEP sont censés contribuer au développement des marchés de capitaux ^{18/} en rendant les marchés locaux plus liquides. À mesure que les liquidités augmentent, le volume d'échanges s'accroît à son tour et l'instabilité des cours peut être réduite, ce qui incite les investisseurs et les entreprises à recourir aux marchés de capitaux pour investir et lever des fonds par émission d'instruments financiers. En outre, les investisseurs étrangers peuvent améliorer la qualité des places financières locales en étant plus exigeants sur la qualité de l'information et sa diffusion et en matière de protection des participations minoritaires, et aussi parce qu'ils aspirent à une réglementation adéquate du marché et des transactions. L'investissement étranger peut également favoriser la création de nouveaux services et de nouvelles institutions : services de gestion de portefeuille et de conseil financier, services de comptabilité et d'audit, services d'information sur les marchés, organismes de notation financière, notamment. Son rôle peut être aussi de contribuer à une plus grande transparence dans les transactions financières et à une meilleure gestion des entreprises.

D. Complémentarités et dissemblances

24. Les complémentarités pourraient être nombreuses entre ces deux types d'investissement. En premier lieu, les IED sont effectués par des sociétés transnationales et concernent des entreprises ou des secteurs spécifiques. Ainsi les pays d'accueil ne peuvent-ils pas décider de la destination de ces investissements. Les IEP, en revanche, peuvent servir à financer aussi bien des entreprises autochtones que des entreprises à affiliation étrangère et ne

se cantonnent pas à des secteurs déterminés, d'où leur plus grande souplesse d'utilisation. En apportant aux entreprises locales des moyens de financement et des capitaux à moindre coût, les IEP peuvent en accroître la compétitivité. Même si les investisseurs tendent à investir d'abord dans les valeurs sûres, ils tirent aussi parti des "anomalies de prix" en investissant dans des entreprises à potentiel de croissance qui paraissent sous-évaluées.

25. On peut imaginer plusieurs corrélations entre ces deux types d'investissement. Par exemple, en suscitant une intégration en amont et en aval, les IED peuvent favoriser la création d'entreprises locales, qui auraient ensuite recours à l'IEP pour financer leur expansion. À l'inverse, les IEP peuvent, comme on l'a vu précédemment, favoriser l'expansion des marchés locaux de capitaux, ce qui peut ensuite concourir à attirer des flux d'IED. Les IEP peuvent contribuer à consolider l'infrastructure financière locale, ce qui peut faciliter les opérations des STN, tout particulièrement lorsque l'IED est réalisé sous forme de fusion-acquisition.

26. L'IEP constitue un investissement financier et est de ce fait plus sensible à l'évolution de la conjoncture financière. N'étant pas lié à une entreprise ou à un secteur déterminés, il devrait en principe avoir un rôle neutre dans l'affectation des ressources et orienter les flux financiers vers les investissements offrant des perspectives de rendement élevé. Les IEP peuvent pourtant aussi exacerber les crises financières et monétaires du fait que l'attente d'une dévaluation peut rapidement déclencher des sorties massives de capitaux investis en portefeuille. En ce sens, les IEP ont un impact macroéconomique supérieur à celui des IED. Des entrées massives de capitaux par voie d'IED peuvent certes également influencer sur le taux de change réel, mais on tend à considérer que ces apports sont contrebalancés par l'importation du capital technique et des composants nécessaires aux filiales pour leur production, d'où un impact moins fort sur les taux de change. Les sorties d'investissements sous forme de rapatriement des bénéficiaires (et par la pratique des prix de cession interne) peuvent cependant fortement peser sur la balance des paiements. De surcroît, un recours massif à l'emprunt local de la part de filiales de STN risque d'écartier les sociétés autochtones des marchés financiers locaux. D'un autre côté, l'IED peut avoir des répercussions importantes sur le plan microéconomique en modelant l'appareil productif du pays destinataire.

III. Déterminants et instabilité comparée

27. Investissements étrangers directs et investissements étrangers de portefeuille ne sont concentrés à parts égales que dans un petit nombre de pays 19/ - généralement des pays à revenu intermédiaire supérieur dotés de structures économiques et financières diversifiées.

A. Déterminants des IED

28. De nombreux travaux ont été consacrés aux déterminants des IED. Les principales conclusions que l'on peut en tirer sont récapitulées ci-après. Il est généralement admis que les entreprises décident d'investir directement à l'étranger lorsque trois ensembles de facteurs déterminants coexistent

(théorie éclectique également appelée paradigme OLI - avantages liés à l'organisation et à la propriété, à la localisation et à l'internalisation) 20/ :

- Existence d'avantages concurrentiels liés à l'organisation et à la propriété (technologie exclusive ou avantages découlant d'une direction commune, notamment);
- Existence d'avantages liés à la localisation dans le pays d'accueil (marchés importants, ressources moins coûteuses ou infrastructure supérieure);
- Existence de possibilité de bénéfices supérieurs si les relations entre l'investisseur et le destinataire s'établissent au sein du groupe plutôt que dans des conditions de pleine concurrence.

La première et la troisième condition sont des déterminants de l'IED qui concernent spécifiquement les entreprises alors que la deuxième influe de manière décisive sur les flux d'IED à destination d'un pays. Quand seule la première condition est satisfaite, les entreprises s'appuient sur les exportations, la concession de licences ou la vente de brevets pour desservir un marché étranger. Quand la troisième condition s'ajoute à la première, l'IED devient le mode privilégié de desserte des marchés étrangers, mais uniquement en présence d'avantages liés à la localisation.

29. Les variables tenant à la localisation peuvent être liées aux déterminants économiques décisionnels 21/. Les principaux déterminants économiques sont la taille du marché intérieur, la répartition dans l'espace des ressources naturelles et des ressources créées, le prix des intrants, la qualité et la productivité de la main-d'oeuvre, les coûts des transports et des communications internationaux.

B. Déterminants des IEP

30. Les principales motivations de l'IEP sont liées à la recherche du rendement et à la volonté de réduire les risques par la diversification des portefeuilles. Le fort accroissement des entrées d'IEP en 1993 a été attribué à la conjonction de plusieurs facteurs, parmi lesquels :

- La mondialisation et la libéralisation des marchés financiers faisant que les flux financiers peuvent transiter plus librement et à moindre coût d'un pays à l'autre;
- L'amélioration des paramètres économiques fondamentaux de bon nombre de marchés émergents, qui s'est traduite par des taux de croissance bien plus élevés que dans les pays de l'OCDE;
- Une conjoncture macroéconomique mondiale favorable, caractérisée par la faiblesse des taux d'intérêt et l'abondance de liquidités sur les marchés financiers internationaux;

- L'institutionnalisation de l'épargne et la multiplication des services professionnels de gestion d'actifs (fonds communs de placement, fonds de couverture de risque et autres sociétés d'investissement), qui réduisent les coûts opérationnels des transactions (par rapport aux banques commerciales);
- Les progrès décisifs réalisés dans les communications et les technologies de l'information, qui permettent de traiter une très grande masse de données sur les pays et les entreprises.

31. Ces éléments sont la base d'une stratégie de diversification des investissements de portefeuille. En étendant le modèle d'évaluation des actifs financiers à une catégorie d'actifs transnationaux, on a considéré qu'inclure des actifs provenant de nouveaux marchés émergents dans les portefeuilles d'investissement permettrait d'obtenir des rendements plus élevés par rapport au risque, du fait que ces marchés étaient en forte croissance et avaient peu de liens avec les marchés développés parvenus à maturité.

32. Avec la crise financière partie de l'Asie de l'Est avant de se propager à pratiquement tous les marchés émergents, force a été de réévaluer les avantages supposés de la diversification des portefeuilles sur ces nouveaux marchés. Non seulement les capitaux investis sur les marchés émergents ont été d'un rendement inférieur à celui obtenu sur les marchés de pays de l'OCDE (notamment sur la place des États-Unis, où le prix des actions n'a cessé de monter), mais les risques et l'instabilité y sont élevés. L'indice composite de la Société financière internationale (SFI), principal indice de référence pour les marchés émergents, s'inscrit ainsi en retrait de 43,1 % (en dollars) par rapport à l'indice mondial Standard and Poor depuis le début des années 90 22/. D'autre part, l'intégration des marchés financiers a accru la corrélation entre marchés émergents et marchés parvenus à maturité. Le coefficient de corrélation entre l'indice Standard and Poor des 500 premiers titres et l'indice composite SFI a atteint 0,41 sur la période 1995-1997 contre 0,27 sur la période 1975-1995.

33. Ce constat est confirmé par les réponses à un questionnaire envoyé par le secrétariat de la CNUCED 23/ à un certain nombre de gestionnaires de fonds. Il ressort des réponses reçues que la motivation première des investissements réalisés sur les nouveaux marchés est d'améliorer les rendements de portefeuille. Or, ces huit dernières années, les investissements réalisés sur ces marchés ont généralement fait décroître le rendement des portefeuilles investis en valeurs mondiales, notamment depuis la crise asiatique, et les ont rendus plus instables. En dépit de ces résultats médiocres, les gestionnaires de fonds continuent de croire aux bienfaits de la diversification sur les marchés émergents et n'envisagent pas de cesser d'investir ou de moins investir sur ces marchés à court, moyen ou long terme. Les investisseurs devront à l'avenir sans conteste mieux prendre en considération certains paramètres macroéconomiques et microéconomiques 24/, et en particulier le taux de croissance économique, la stabilité des taux de change, le niveau des réserves de change, la stabilité de la situation macroéconomique générale, la bonne santé du système bancaire local, la qualité des réglementations relatives aux marchés boursiers, la qualité de la comptabilité nationale et des règles de publicité ainsi que le degré de protection des droits des investisseurs.

C. Instabilité comparée

34. Des études réalisées au lendemain de la crise financière asiatique 25/ font apparaître que les flux d'IED ont mieux résisté que les flux d'investissements de portefeuille et de prêts bancaires. Au plan national, l'investissement en valeurs de portefeuille est généralement plus instable que l'IED (ce qu'indiquent des coefficients de variation plus élevés). Rien de surprenant dans la mesure où l'IED traduit un intérêt durable pour le pays d'accueil. De plus, il est difficile aux STN de se désengager et de vendre leurs entreprises étrangères affiliées, en particulier si ces dernières sont imbriquées dans les réseaux de production nationaux ou si les coûts "irréversibles" sont élevés.

35. À l'opposé, les investissements de portefeuille s'effectuent par l'intermédiaire des marchés financiers et sont très sensibles aux changements du climat d'investissement, qui peuvent être dus à des facteurs aussi bien propres qu'extérieurs aux économies des pays destinataires. L'évolution des marchés financiers internationaux depuis le début des années 90 s'est notamment caractérisée par le raccourcissement de l'échéance des opérations financières. C'est ainsi que la part des prêts bancaires d'une échéance inférieure à un an dans le total des montants prêtés par les banques est passée de 45 à 52,4 % entre 1990 et 1998. La part des opérations sur titres a augmenté, et le processus d'innovation engagé dans le domaine financier avec la création de produits dérivés couvrant différents risques liés aux opérations financières, a renforcé ce phénomène de titrisation des flux financiers. Les techniques modernes de gestion des risques utilisées par les gestionnaires de portefeuille, telles que les stratégies informatisées d'assurance de portefeuille et d'opérations d'arbitrage programmées, la méthode d'évaluation de la perte potentielle et les modèles d'évaluation des actifs au cours du marché, peuvent accentuer les fluctuations des prix des actifs et accroître le risque de contagion. En outre, les investissements financés par l'emprunt et la recherche des gains à court terme (qui offrent aux gestionnaires de portefeuille des niveaux de prime élevés) sont des facteurs de déstabilisation des marchés financiers.

36. Il est peu probable que l'instabilité foncière des marchés financiers freine le processus de titrisation des opérations financières, car les investisseurs - en particulier les investisseurs institutionnels - obtiennent des rendements plus élevés sur les investissements en titres, tout en supportant des coûts moins élevés sur leurs transactions que lorsque le système bancaire est le vecteur de l'intermédiation financière.

37. Pour les marchés émergents, les problèmes d'asymétrie de l'information accroissent la probabilité d'une mauvaise évaluation des risques d'une opération par l'investisseur, ce qui peut induire une amplification des fluctuations de prix sur ces marchés, les investisseurs étrangers réagissant parfois de manière excessive à tout changement survenant sur leurs marchés. L'asymétrie de l'information peut également favoriser un comportement grégaire débouchant sur des cycles d'emballlement-effondrement de l'investissement et un effet de contagion en temps de crise 26/.

38. Il y a donc une certaine tendance des investissements de portefeuille à l'instabilité. Dans quelle mesure une certaine instabilité des IED due au

risque de change est-elle également possible ? Le risque de change peut amener les STN à adopter certains comportements susceptibles de réduire les flux de capitaux vers les pays d'accueil ou d'aggraver leurs problèmes de balance des paiements 27/. En voici quelques exemples :

- Le facteur risque a incité les STN à financer leurs investissements en monnaie locale;
- Une dépréciation réelle permanente de sa monnaie fait du pays d'accueil un site plus attrayant si la production est destinée au marché mondial (ou au marché du pays d'origine), mais moins attrayant s'il s'agit d'assembler des produits destinés au marché intérieur dont la teneur en composants originaires du pays d'origine est substantielle;
- Les STN peuvent modifier leurs engagements à court terme sur les périodes pour lesquelles elles sont en mesure de se prémunir contre les variations de taux de change (ou éventuellement de les prévoir); une STN peut ainsi avoir avantage à retenir des informations susceptibles de l'aider à intervenir rapidement sur les marchés de changes;
- Une STN a clairement avantage à utiliser les circuits internationaux pour ses transactions, car cela lui permet d'avancer les échéances dues dans une devise dont il est attendu qu'elle s'apprécie et de retarder les échéances dues dans une devise dont on s'attend à la dépréciation;
- Une STN peut emprunter dans une devise dont il est attendu qu'elle se déprécie et prêter dans une devise dont il est attendu qu'elle s'apprécie; de même, elle peut changer la devise dans laquelle ses paiements à effectuer ou à recevoir sont libellés;
- Elle peut également couvrir ses positions en devise étrangère à long ou court terme par une vente ou un achat sur le marché des changes à terme ou en négociant des crédits croisés (swaps).

IV. Incidences décisionnelles

39. Quelques traits saillants en ce qui concerne les IED et les IEP peuvent être relevés à la lumière de ce qui précède :

- Complémentarités : les IED sont détenus par des sociétés transnationales étrangères et concernent des secteurs et des entreprises spécifiques, tandis que les composantes des IEP émanent généralement de sociétés locales ou du gouvernement du pays et ne concernent pas spécifiquement certains secteurs;
- Autres incidences sur le développement : l'IED peut servir de vecteur à un transfert de technologie et améliorer l'accès aux marchés; l'IEP peut aider à renforcer le processus de développement du marché intérieur des capitaux;

- Instabilité : les IEP sont plus instables que les IED, même si les opérations de couverture réalisées par les filiales des STN sont elles aussi susceptibles d'aggraver une éventuelle crise des paiements;
- Durabilité : alors que les flux d'IED paraissent durables, les IEP semblent appelés à se contracter à mesure que les investisseurs de portefeuille deviendront plus exigeants quant au choix des pays d'investissement;
- Accessibilité : seule une poignée de pays accueillent à la fois des montants importants d'IED et d'IEP.

40. Quelles conséquences décisionnelles est-il possible de dégager de ces observations 28 ?

a) Tout d'abord, la complémentarité entre IED et IEP donnerait à penser que ces deux modes d'investissement répondent à des besoins financiers différents. Dans le premier cas, les STN assument les risques opérationnels de leurs filiales, tandis que dans le second, il y a un certain partage des risques entre les investisseurs et les émetteurs locaux. Si un pays ne libéralise que les IED, et encadre les IEP, cela peut désavantager les entreprises locales et leur barrer l'accès à des sources de financement extérieures autres que les prêts bancaires (qui ne comportent pas d'élément partage des risques).

b) Ensuite, la volatilité extrême des IEP impose de se montrer plus prudent dans les politiques visant à attirer ce type d'investissement. Le sentiment règne, principalement parmi les nouveaux pays à économie de marché, que du fait de l'instabilité foncière des marchés financiers internationaux, et aussi longtemps que des mesures internationalement concertées n'auront pas été prises pour faire face à cette volatilité, les pays devraient disposer d'une certaine marge de manoeuvre pour protéger leur économie des conséquences néfastes de l'instabilité des flux de capitaux. Les pays devraient ainsi être autorisés à adopter des mesures (autres que budgétaires et monétaires) pour réguler les entrées et les sorties de capitaux de façon à éviter les cycles d'emballement et de tarissement des flux financiers, plus particulièrement les investissements de portefeuille. Des systèmes financiers, des réglementations et un contrôle efficaces sont des éléments indispensables, sur le plan national, pour garantir une libéralisation appropriée.

- i) À propos de la libéralisation appropriée des capitaux, deux séries de questions de fond doivent être examinées avec attention. La première a trait à la définition des investissements dans les accords d'investissement bilatéraux, régionaux ou multilatéraux et aux catégories d'investissements sur lesquelles ils doivent porter. La question de savoir si les accords d'investissement devraient s'étendre à l'IEP a été abondamment débattue. Jusqu'à présent, même si l'IEP entre dans le champ de nombreux accords d'investissement bilatéraux et régionaux, pratiquement aucune étude théorique ou empirique n'a été entreprise en vue de déterminer le bien-fondé ou les incidences d'une inclusion ou non des investissements de portefeuille dans les traités d'investissement.

Les arguments militant pour l'inclusion des IEP dans ces traités sont les suivants :

- Les IEP devraient être protégés comme le sont les IED, en particulier contre les pertes pouvant résulter d'une expropriation;
- Il est difficile d'établir une distinction nette entre IED et IEP;
- Une libéralisation plus poussée des régimes d'investissement irait dans le sens du mouvement de libéralisation et de mondialisation, favorisant ainsi une affectation efficace de l'épargne tout en abaissant les coûts et en améliorant la qualité des services financiers.

Les arguments militant contre sont les suivants :

- L'inclusion des IEP dans le champ des traités d'investissement réduirait la marge de manoeuvre des gouvernements des pays hôtes, notamment pour ce qui touche à la libéralisation des mouvements de capitaux;
 - Vu la faiblesse du secteur financier dans la plupart des pays en développement, avant de libéraliser complètement les investissements de portefeuille, il faut prendre le temps de renforcer l'infrastructure financière, ainsi que les règles en matière de supervision et de régulation, et de constituer un corps d'investisseurs nationaux.
- ii) La seconde série de questions a trait aux pratiques optimales à mettre en oeuvre pour maîtriser la volatilité des flux d'investissements de portefeuille. À l'échelon international, des initiatives ont été prises par la Banque des règlements internationaux, en vue de contrôler les prêts bancaires consentis à des fonds d'investissement à fort coefficient d'endettement, et par le Groupe des 7 (G7), en vue de créer un forum de la stabilité financière appelé à définir les mesures nécessaires pour traiter les questions liées à la stabilité financière et au risque systémique.

À l'échelon national, outre les efforts déployés pour consolider les paramètres fondamentaux de leur économie, différents pays ont mis en oeuvre diverses mesures, notamment : la modulation de l'impôt sur les plus-values en capital en fonction de la durée de l'investissement; l'institution d'une durée minimale d'investissement; l'introduction d'un coefficient de réserves obligatoires pour les entrées de capitaux à court terme; la mise en place d'une réglementation sur les ventes à découvert; la segmentation des marchés boursiers; le plafonnement des investissements étrangers. La question des politiques nationales en matière de fiscalité réclame un examen plus approfondi, ne serait-ce que parce que les mouvements de capitaux peuvent être influencés par des différences de régime d'imposition 29/.

c) Enfin, quel type de politique ou de soutien pourrait-on envisager pour améliorer l'accès des nouveaux pays à économie de marché à certains types d'investissement de portefeuille aptes à assurer des sources de financement relativement stables, comme les obligations à long et à moyen terme (émission internationale ou nationale), l'émission d'actions sur le marché primaire, les certificats de dépôts de titres, les fonds de capital-risque et les fonds de pays ? Les organismes de notation ont joué un rôle fondamental dans le plus ou moins grand degré d'ouverture des marchés de capitaux. Il est donc essentiel que l'évaluation du risque de souveraineté soit régie par des paramètres stricts, objectifs et de notoriété publique. Les institutions financières multilatérales se sont récemment engagées à aider certains emprunteurs des pays asiatiques à recouvrer l'accès aux marchés obligataires internationaux. Les institutions multilatérales sont-elles en mesure d'étendre cette démarche à un grand nombre de pays malgré son coût parfois élevé, les garanties étant comptabilisées au passif pour un montant équivalent à des prêts ? Quelles autres dispositions pourraient être prises pour donner à un grand nombre de pays en développement accès à des sources de financement stables ?

Notes

1/ Selon les statistiques du Comité d'aide au développement de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE), l'aide publique au développement comptait encore pour 56 % dans le total des courants nets de ressources à destination des pays en développement en 1985, contre 23 % seulement en 1997.

2/ La titrisation des flux de capitaux dénote une profonde transformation structurelle des marchés financiers internationaux et le rôle croissant des investisseurs institutionnels dans les pays de l'OCDE. Voir le document de la CNUCED intitulé : *La croissance des marchés nationaux de capitaux, en particulier dans les pays en développement, et ses liens avec les investissements étrangers de portefeuille* (TD/B/COM.2/EM.4/2), 19 mars 1998.

3/ Cette analyse s'inspire de l'étude complète des liens existant entre les investissements étrangers directs et les investissements étrangers de portefeuille que le secrétariat de la CNUCED a réalisée à l'intention de la Commission de l'investissement, de la technologie et des questions financières connexes dans le document intitulé : *Comprehensive study of the interrelationship between foreign direct investment and foreign portfolio investment* (UNCTAD/GDS/GFSB/5), à paraître.

4/ Voir FMI : *Manuel de la balance des paiements*, cinquième édition.

5/ En tout, 37 pays ont accepté de participer à l'enquête coordonnée, dont les résultats devraient être disponibles fin 1999.

6/ Les statistiques sur les flux de capitaux communiquées par les banques centrales nationales diffèrent parfois de celles provenant du FMI. Le secrétariat de la CNUCED a relevé des discordances entre ces deux sources de données pour certains pays.

7/ Pour des explications plus détaillées, voir le document de la CNUCED intitulé : *Comprehensive study of the interrelationship between FDI and FPI*.

8/ Voir John Rea : "United States emerging market funds: Hot money or stable source of investment capital?", *Perspective*, Investment Company Institute, décembre 1996.

9/ Pour une analyse critique de cette méthode, se reporter au document de la CNUCED intitulé *Comprehensive study...*

10/ Les 30 pays en question sont ceux qui ont communiqué des données sur les IEP pour la période 1990-1997; ils se répartissent comme suit par région : Afrique : Afrique du Sud, Égypte, Maroc, Nigéria, Sénégal, Tunisie; Asie : Arabie saoudite, Bangladesh, Chine, Koweït, Inde, Indonésie, Malaisie, Philippines, République de Corée, Singapour, Thaïlande; Europe orientale : Fédération de Russie, Hongrie, Pologne, République Tchèque, Slovaquie; Amérique latine : Argentine, Brésil, Chili, Colombie, Mexique, Pérou, Uruguay, Venezuela. Pour une analyse plus détaillée des flux d'IED et d'IEP à destination de ces pays, voir le document de la CNUCED intitulé *Comprehensive study*.

11/ Ces neuf pays sont les suivants, ventilés par région : Afrique : Afrique du Sud; Asie : Inde, Philippines, République de Corée et Thaïlande; Amérique latine : Argentine, Brésil, Mexique et Uruguay.

12/ Le chiffre varie selon les régions : 7,3 % pour l'Afrique; 12,8 % pour l'Amérique latine et les Caraïbes; 8,3 % pour l'Asie du Sud, de l'Est et du Sud-Est; 7,5 % pour l'Europe centrale et orientale. Voir CNUCED : *World Investment Report 1998*, annexe, tableau B.5.

13/ Voir CNUCED : *World Investment Report 1998*, chapitre 1, section 3 : Mergers and Acquisitions, p. 19 à 23.

14/ Les données relatives aux émissions internationales d'actions et de titres de créance publiées par la Banque des règlements internationaux dans son *Rapport trimestriel sur l'activité bancaire et financière internationale* font apparaître que les émissions internationales d'actions des pays en développement et des pays en transition se sont élevées à 15 milliards de dollars en 1996, 29,3 milliards de dollars en 1997 et 11,2 milliards de dollars en 1998; leurs émissions internationales cumulées de titres de créance ont atteint 88,1 milliards de dollars en 1996, 89,2 milliards de dollars en 1997 et 37,1 milliards de dollars en 1998.

15/ Voir : Banque mondiale : *Global Development Finance*, 1998, p. 13.

16/ Voir : Société financière internationale : *Emerging Stock Markets, Factbook 1998*.

17/ Pour une analyse plus détaillée des fonctions qu'un système financier efficace doit remplir et du rôle des marchés boursiers, voir CNUCED : *Investissements étrangers de portefeuille dans les pays en développement : problèmes actuels et perspectives* (TD/B/WG.1/11, 26 octobre 1993).

18/ Le rôle que les IEP peuvent jouer dans le développement des marchés financiers locaux est analysé par ailleurs dans : CNUCED, *La croissance des marchés de capitaux nationaux, en particulier dans les pays en développement, et ses liens avec les investissements étrangers de portefeuille*.

19/ Les 10 pays où les fonds investis sont les plus élevés sont l'Afrique du Sud, le Brésil, le Chili, la Chine, la Fédération de Russie, l'Inde, le Mexique, la Province chinoise de Taiwan, la République de Corée et la Thaïlande. C'est aussi dans ces pays que les montants d'IED sont les plus élevés.

20/ Voir Dunning, J.H.: *Multinational Enterprises and the Global Economy* (Wokingham: Addison-Wesley, 1993).

21/ Voir CNUCED : *World Investment Report* de 1998, au chapitre IV consacré aux déterminants de l'investissement étranger direct liés au pays d'accueil, pour une analyse détaillée des déterminants de l'IED.

22/ Voir *Financial Times* : "High risk, low returns", 21-22 mars 1998 (commentaires et analyses).

23/ Les réponses à ce questionnaire seront exposées de façon plus détaillée dans un rapport de la CNUCED à paraître (*Comprehensive study*). Ont répondu au questionnaire les gestionnaires de 11 fonds de placement sur les marchés émergents et de 10 fonds de placement sur les marchés mondiaux.

24/ Il est par ailleurs intéressant de noter que les fonds à vocation mondiale adoptent en général une stratégie d'investissement "descendante" (en partant des données macroéconomiques) tandis que les fonds spécialisés dans les marchés émergents adoptent une stratégie "ascendante" (soit en partant des entreprises).

25/ Les estimations de l'Institut de finance internationale relatives aux flux de capitaux vers les marchés émergents font ressortir que les flux d'IED ont atteint en valeur 111 milliards de dollars en 1998 et 103,9 milliards en 1999, ceux d'IEP 118,3 milliards de dollars en 1997 pour 50,7 milliards en 1998 et 44,3 milliards en 1999, tandis que les flux de prêts bancaires se chiffraient à 121,0 milliards en 1996 pour 24,8 milliards en 1997, -9,7 milliards en 1998 et -8,2 milliards en 1999. Il convient de noter que ces estimations ne sont qu'une première approximation. Voir Institut de finance internationale, "Capital Flows to Emerging Market Economies", 27 janvier 1999.

26/ Voir CNUCED : *Foreign portfolio investment: implications for the growth of emerging capital markets* (UNCTAD/GDS/GFSB/3), 22 mai 1998, et CNUCED : *La croissance des marchés nationaux des capitaux, en particulier dans les pays en développement, et ses liens avec les investissements étrangers de portefeuille.*

27/ L'incidence du comportement des STN sur les flux financiers est étudiée par Richard E. Caves dans *Multinational Enterprises and Economic Analysis*, deuxième édition (Cambridge University Press, 1996, chap. 6, p. 133 à 161).

28/ Pour une analyse plus détaillée des incidences décisionnelles, voir CNUCED : *Comprehensive study.*

29/ Voir Valpy Fitzgerald : "Global Capital Market Volatility and the Developing Countries", IDS Bulletin Vol. 30, No 1, 199 (Institute of Development Studies, Sussex, Royaume-Uni, 1999).
