Distr.
GENERALE

TD/B/WG.1/11
26 octobre 1993

FRANCAIS
Original : ANGLAIS

CONSEIL DU COMMERCE ET DU DEVELOPPEMENT
Groupe de travail spécial sur les investissements
et les apports financiers, le financement
du développement non générateur de dette et
les nouveaux mécanismes visant à accroître les
investissements et les apports financiers
Troisième session
Genève, 10 janvier 1994
Point 4 de l'ordre du jour provisoire

INVESTISSEMENTS DE PORTEFEUILLE ET NOUVEAUX MECANISMES
DE FINANCEMENT

Investissements étrangers de portefeuille dans les pays
en développement : problèmes actuels et perspectives

Rapport du secrétariat de la CNUCED

TABLE DES MATIERES

	<u>Paragraphes</u>
RESUME ET CONCLUSIONS	1 - 9
INTRODUCTION	10 - 11
I. TENDANCES DES INVESTISSEMENTS ETRANGERS DE PORTEFEUILLE	12 - 39
A. Facteurs à l'origine des tendances récentes	12 - 19
B. Evolution des nouveaux marchés boursiers	20 - 30
C. Types d'investissements étrangers de portefeuille	31 - 39
II. MOTIVATIONS DES INVESTISSEURS ETRANGERS	40 - 61
A. Facteurs favorables aux investissements étrangers de portefeuille	40 - 47
Rendements	41
Diversification du portefeuille	42 - 44
Investisseurs institutionnels	45 - 47
B. Facteurs dissuasifs des investissements étrangers de portefeuille	48 - 59
Etat des nouveaux marchés	48 - 52
Politiques des pouvoirs publics	53 - 59
C. Perspectives des investissements étrangers de portefeuille	60 - 61
III. CONSIDERATIONS INTERESSANT LES PAYS D'ACCEUIL	62 - 117
A. Rôle des marchés boursiers	66 - 96
Coûts et avantages de ces marchés	66 - 88
La mobilisation des ressources et les marchés boursiers dans les pays en développement	89 - 96
B. Incidences macro-économiques et financières des investissements étrangers de portefeuille	97 - 106
Incidences macro-économiques	97 - 101
Incidences financières	102 - 106
C. Mesures destinées à attirer les investissements étrangers de portefeuille	107 - 117

RESUME ET CONCLUSIONS

1. Au cours des quatre dernières années, les investissements étrangers de portefeuille dans les pays en développement ont augmenté rapidement, cela à un moment où des changements structurels se produisaient sur les marchés internationaux des capitaux, qui passaient de l'intermédiation bancaire à la titrisation financière et qui étaient de plus en plus sous l'influence du rôle important joué par les investisseurs institutionnels.
2. Les investissements étrangers de portefeuille ont également été stimulés par des réformes de structure dans les pays en développement, qui se sont toujours plus orientés vers des systèmes économiques se rapprochant davantage de l'économie de marché. Le bond des investissements étrangers de portefeuille avait en outre pour tremplin une reprise et une croissance régulières sans précédent dans les pays en développement d'accueil, ce qui a rendu possibles de gros profits sur les nouveaux marchés boursiers.
3. Toutefois, les pays bénéficiaires demeurent peu nombreux, puisqu'une quinzaine seulement de pays/économies en développement sont maintenant capables d'attirer ces capitaux dans des proportions assez substantielles. Il s'agit généralement de pays à revenu intermédiaire possédant une certaine base industrielle. Les conditions à remplir pour attirer des investissements étrangers de portefeuille toujours plus abondants vers un plus grand nombre de pays d'accueil dépendent essentiellement des efforts de ces pays pour appliquer des politiques favorables à la croissance et au renforcement du cadre opérationnel des marchés boursiers locaux. De leur côté, les pays développés peuvent contribuer à augmenter ces courants en assouplissant leurs règlements applicables aux politiques de placement de leurs investisseurs institutionnels sur les nouveaux marchés.
4. Le grand avantage des courants d'investissements étrangers de portefeuille est que le service acquitté sur les capitaux importés est fonction du rendement de l'investissement, ce qui contribue à adapter les paiements dus au titre du service à la capacité de paiement et sert d'instrument efficace pour partager les risques entre investisseurs et emprunteurs. Les investisseurs étrangers étant surtout attirés par les rendements élevés, ces placements sont étroitement liés à la performance et à la compétitivité des sociétés privées, qui dépendent beaucoup d'une conjoncture économique stable et propice.
5. Au-delà des avantages que les investissements étrangers de portefeuille représentent en tant que moyen de canaliser l'épargne étrangère vers les pays en développement, il convient de déterminer le rôle des marchés boursiers dans leurs systèmes financiers. Un nombre croissant de pays en développement ont reconnu que les marchés boursiers peuvent être utiles pour rendre les systèmes financiers intérieurs plus efficaces et ils ont créé et développé des marchés boursiers. Les places boursières peuvent compléter avec profit le secteur bancaire en procurant un capital risque et en assurant une structure financière de sociétés saine. En revanche, elles peuvent entraîner des coûts, car leur mécanisme de prix peut parfois déstabiliser l'économie, en particulier si elles ont peu d'envergure et sont fortement concentrées et

si le cadre réglementaire est précaire. On a des preuves de la contribution positive des marchés boursiers à la mobilisation des ressources dans les pays en développement, mais il faut analyser plus en profondeur leur apport à une répartition efficace de ces ressources.

6. Malgré les progrès impressionnants réalisés par les principaux nouveaux marchés dont les performances sont maintenant comparables à celles des marchés développés, beaucoup d'entre eux se caractérisent encore par une instabilité marquée, une forte concentration, le manque de liquidité, une réglementation insuffisante ou peu de moyens de la faire respecter, autant de facteurs qui peuvent, dans une large mesure, décourager les investisseurs étrangers. Des réformes de grande ampleur sont nécessaires pour améliorer le fonctionnement des nouveaux marchés. Elles exigeront un engagement sérieux des gouvernements propre à garantir un cadre institutionnel, juridique et réglementaire qui permette le bon fonctionnement des marchés boursiers locaux.

7. Les investissements étrangers de portefeuille peuvent cependant avoir aussi des effets préjudiciables à l'économie intérieure s'ils ont essentiellement des motifs spéculatifs à court terme. Mais l'expérience a montré que les craintes à cet égard sont largement dépourvues de fondement : les investisseurs mondiaux ont une tendance à "investir" dans les nouveaux marchés et les apports de participations étrangères n'ont pas subi de fluctuations marquées. Toutefois, les flux d'investissements étrangers de portefeuille ont généralement accentué l'instabilité des nouveaux marchés, à cause peut-être d'une diffusion plus rapide de l'information. Cette incidence possible sur des marchés déjà connus pour leur volatilité justifierait peut-être une ouverture graduelle des nouveaux marchés aux investisseurs étrangers.

8. Du côté des investisseurs, l'énorme potentiel représenté par la masse d'épargne que détiennent les investisseurs institutionnels des pays de l'OCDE pourrait de plus en plus rechercher des débouchés d'investissement ailleurs que sur les marchés traditionnels. A mesure que les gestionnaires de portefeuilles se familiarisent avec les nouveaux marchés, un assouplissement des politiques des pays d'origine concernant les portefeuilles des investisseurs institutionnels pourrait permettre une augmentation spectaculaire des investissements étrangers de portefeuille.

9. Dans l'ensemble, les perspectives d'un nouvel accroissement des investissements étrangers de portefeuille dans les pays en développement semblent prometteuses, étant donné le potentiel considérable de l'épargne institutionnelle et les progrès réalisés par les nouveaux marchés boursiers. En effet, la confirmation des progrès qui élèvent le niveau de beaucoup des nouveaux marchés et accroissent la compétitivité des sociétés nationales par l'amélioration de la gestion économique va probablement rendre ces marchés encore plus attrayants, puisque leur instabilité peut s'en trouver atténuée et des perspectives de forte croissance sont censées présager de forts rendements.

INTRODUCTION

10. Le bond récent des investissements étrangers de portefeuille, en particulier sous forme de participation, dans les pays en développement, apporte une preuve satisfaisante que leur réputation financière s'améliore, mais pose en même temps un certain nombre de questions de principe. Quel est le potentiel d'investissements étrangers de portefeuille qui soit une source viable de financement extérieur pour les pays en développement ? Quelles en sont les incidences, du point de vue des politiques, micro ou macro-économiques, pour les pays d'accueil ? Quel est le rôle des marchés boursiers dans le système financier des pays en développement et ces pays retireront-ils des avantages d'un développement actif des places boursières pour attirer des investissements étrangers de portefeuille ? Etant donné le nombre limité de pays qui ont jusqu'ici attiré ce genre de placement, quelles politiques et mesures faudrait-il adopter pour augmenter ce nombre ?

11. Le présent rapport analyse ces questions, dans un effort pour en dégager des enseignements quant aux politiques à suivre par les pays en développement en matière d'investissements étrangers de portefeuille. Il examine d'abord les tendances des investissements étrangers de portefeuille et les facteurs sous-jacents. Il analyse ensuite les motivations des investisseurs étrangers, ainsi que les facteurs qui ont sur eux un effet dissuasif, afin de jauger le potentiel de leurs investissements en tant que source viable de financement extérieur. Il aborde enfin les conclusions à en tirer pour les politiques des pays d'accueil.

I. TENDANCES DES INVESTISSEMENTS ETRANGERS DE PORTEFEUILLE

A. Facteurs à l'origine des tendances récentes

12. Au cours des quatre dernières années, les investissements étrangers de portefeuille dans les pays en développement ont beaucoup augmenté. Ces investissements (bruts) sont passés de 3,5 milliards de dollars en 1989 à 8,2 milliards de dollars en 1992 (tableau 1) 1/. La part des pays en développement dans les émissions mondiales d'actions sur les marchés internationaux est passée de 11,6 % en 1990 à 30,7 % en 1991, puis à 46 % pendant le premier semestre de 1992 2/. Outre ces actions, les pays en développement ont émis d'autres titres de participation tels que des obligations convertibles et obligations à bons de souscription d'actions 3/. Alors qu'en 1986 et 1987 l'Asie du Sud-Est avait attiré plus des trois quarts des investissements étrangers de portefeuille, l'Amérique latine a dernièrement absorbé la majeure partie de ces courants (tableau 1).

13. Les investissements étrangers de portefeuille sur les nouveaux marchés boursiers 4/ ont fait un bond à un moment où des changements structurels se produisaient sur les marchés internationaux de capitaux et dans l'économie des pays d'accueil. On pense que ces facteurs auront un effet de longue durée sur les courants de capitaux et les meilleurs observateurs du marché croient que les tendances nouvelles des investissements étrangers de portefeuille vont persister dans les années à venir.

14. Les changements structurels qui se sont produits sur les marchés internationaux des capitaux ont provoqué un glissement de l'intermédiation bancaire à la titrisation financière 5/. Quantité de facteurs ont contribué à ce regain d'intérêt pour les titres. Les progrès technologiques en matière d'information et de communications, la déréglementation des marchés financiers (notamment la levée des obstacles officiels au développement des marchés de valeurs mobilières dans les principaux pays de l'OCDE) et l'internationalisation croissante des opérations financières (grâce à la libéralisation des opérations transfrontières) ont encouragé la titrisation financière. Le recours à des instruments négociables (y compris actions et instruments participatifs) qui permettent de mieux gérer les risques s'est rapidement étendu aux dépens des dépôts et prêts bancaires.

15. L'institutionnalisation de l'épargne est une autre caractéristique notable des affaires financières internationales. L'importance croissante des investisseurs institutionnels (compagnies d'assurance, caisses de retraite, fonds communs de placement) 6/, renforcée par des facteurs démographiques et institutionnels dans les pays de l'OCDE, a eu tendance à altérer la nature des marchés de capitaux. A la différence de l'investisseur individuel qui peut avoir une attitude soit très prudente, soit nettement spéculative, les investisseurs institutionnels sont ordinairement contraints d'adopter un comportement plus professionnel en matière de gestion des risques. Ils chercheront à diversifier les portefeuilles, à trouver des investissements qui offrent la possibilité de rendements meilleurs et, en même temps, celle de faire concorder leurs rentrées futures avec leurs obligations à venir. Les investisseurs institutionnels accordent généralement plus de poids aux actions qui composent leurs portefeuilles, car ils se rendent compte que le rendement des actions tend à dépasser celui des créances sur le long terme et que les techniques financières modernes leur permettent d'améliorer la gestion des risques.

16. Dans les pays en développement, il s'est également produit d'importants changements structurels qui ont encouragé les investissements étrangers de portefeuille. L'immense majorité de ces pays s'est engagée dans un vaste mouvement de réformes, en s'orientant vers une économie plus axée sur le marché. En particulier, la privatisation et la libéralisation des systèmes financiers intérieurs dans beaucoup de pays ont stimulé l'essor des marchés boursiers intérieurs. De nombreux pays ont en outre ouvert graduellement leurs marchés financiers aux investisseurs étrangers en assouplissant les restrictions imposées aux opérations financières internationales et en autorisant l'admission des banques et intermédiaires financiers étrangers. Des 46 pays en développement et pays en transition qui ont ouvert des places boursières, 26 accordent l'admission sans restriction aux investisseurs étrangers, 9 une admission relativement libre, tandis que 11 restreignent l'admission des étrangers (tableau 2) 7/.

17. L'augmentation récente des investissements étrangers de portefeuille vers quelques pays en développement a également eu pour tremplin une reprise et une croissance régulières sans précédent des nouveaux pays à économie de marché.

Quinze pays/économies ont accueilli les plus gros investissements étrangers de portefeuille : cinq en Amérique latine (Argentine, Brésil, Chili, Mexique, Venezuela); neuf en Asie (Hong Kong, Inde, Indonésie, Malaisie, Philippines, République de Corée, Singapour, province chinoise de Taiwan, Thaïlande); Turquie 8/.

18. En Asie, les économies dynamiques d'Asie de l'Est (Hong Kong, Indonésie, Malaisie, province chinoise de Taiwan, République de Corée, Singapour et Thaïlande) ont enregistré la croissance la plus forte, très supérieure à la moyenne mondiale et à celle des pays de l'OCDE. Grâce à un appui suffisant des pouvoirs publics aux industries nationales et à une politique judicieuse d'exportation, ces pays sont devenus compétitifs à l'échelle internationale. En même temps, l'essor des marchés boursiers locaux a encouragé de nouvelles émissions et le coût du capital a encore été réduit par l'entrée sur les marchés internationaux des obligations et des valeurs. La transformation économique de la Chine et la nouvelle orientation imprimée à la politique économique de l'Inde ont aussi amélioré leur compétitivité; de leur côté, les entreprises locales ont commencé à accroître le volume de leurs émissions de titres sur les marchés financiers internationaux.

19. Le récent retournement des politiques économiques dans de nombreux pays d'Amérique latine a déclenché une reprise remarquable. Les privatisations et le rétablissement de la stabilité financière ont donné aux places boursières une vitalité nouvelle et quelques-uns des grands pays d'Amérique latine sont devenus les plus grands émetteurs des marchés internationaux de valeurs.

B. Evolution des nouveaux marchés boursiers

20. Aujourd'hui, une cinquantaine de pays en développement et pays d'Europe de l'Est possèdent des marchés boursiers. Alors que les marchés d'Europe de l'Est n'ont été créés qu'il y a deux ou trois ans, ceux de certains pays en développement remontent parfois au XIXe siècle ou à la première moitié du XXe. Ces marchés établis de longue date sont situés dans sept pays d'Amérique latine (Argentine, Brésil, Chili, Colombie, Mexique, Uruguay et Venezuela) et dans cinq pays d'Afrique et d'Asie (Inde, Pakistan, Philippines, Egypte et Maroc).

21. Au XIXe siècle et au début du XXe, l'activité était irrégulière, comme en témoigne l'euphorie boursière des années 20 avant la dépression mondiale des années 30. Pendant les années 50 et la plupart des années 60, de nombreux marchés ont stagné. Les vagues de nationalisation ont arrêté la croissance des places boursières dans plusieurs pays. C'est seulement vers la fin des années 60 et pendant les années 70 que les nouveaux marchés ont repris leur élan sous l'effet d'une forte croissance économique et de meilleures perspectives économiques, ainsi que de l'apparition d'une classe moyenne. Pendant cette période, les gouvernements se sont en outre intéressés davantage à développer les marchés de capitaux et, dans un certain nombre de pays, les bourses ont été réorganisées.

22. Pendant la période 1976-1980, la capitalisation boursière (c'est-à-dire la valeur marchande totale des transactions) et le volume des opérations ont fortement augmenté à la fois en Amérique latine et en Asie (tableau 3).

Tandis que, dans un certain nombre de pays d'Asie, l'expansion des marchés boursiers correspondait à une nette augmentation du nombre de sociétés inscrites à la cote, dans la plupart des pays d'Amérique latine elle était due à des augmentations de capital et la hausse des cours des actions de sociétés déjà inscrites à la cote.

23. Cette période de croissance dynamique a été suivie de résultats moyens pendant la première moitié des années 80 à cause du fléchissement de l'économie mondiale, ainsi que de la stagnation et de la récession dans un certain nombre de pays en développement qui avaient des difficultés de dette extérieure (tableau 3). Les investisseurs ont perdu confiance et les cours se sont effondrés, surtout en Amérique latine. Le repli a été moins marqué en Asie, bien que la croissance de ses marchés boursiers ait été nettement inférieure à ce qu'elle avait été dans les années 70.

24. Ultérieurement, toutefois, les nouveaux marchés ont fait une remontée spectaculaire, surtout depuis 1985. Au cours des dix dernières années, la capitalisation boursière totale des nouveaux marchés a été multipliée par 11, se chiffrant à environ 960 milliards de dollars en décembre 1992, et la part des nouveaux marchés dans la capitalisation boursière mondiale a quasiment triplé, pour atteindre 8,7 % en 1992. La liquidité a progressé encore davantage, puisque le volume des transactions a été multiplié par 25 pendant la même période. Actuellement, les dimensions des nouveaux marchés les plus grands sont comparables à celles de nombreux marchés européens. Tel est le cas du Brésil, de l'Inde, de la Malaisie, du Mexique, de la République de Corée, de la province chinoise de Taiwan, de la Thaïlande, de Hong Kong et de Singapour, alors qu'en 1982 trois nouveaux marchés seulement avaient une dimension appréciable. En 1992, 8 des 20 plus grandes places boursières du monde étaient de nouveaux marchés 9/.

25. Dans le même temps, l'ampleur des nouveaux marchés, exprimée en rapport de la capitalisation boursière au PIB, s'est accentuée. En 1992, ce rapport sur les nouveaux marchés était équivalent à 32 % en moyenne. Le chiffre est certes encore inférieur à la moyenne de 46 % sur les marchés traditionnels, mais la progression a été très rapide. Pour un certain nombre de pays en développement tel que le Chili, la Malaisie, le Mexique, les Philippines, la République de Corée, la province chinoise de Taiwan et la Thaïlande, le ratio a notablement augmenté en dix ans à peine, passant parfois de moins de 5 % à 30 ou 40 %. La performance est impressionnante quand on la compare à la croissance enregistrée par la plupart des pays développés au XIXe siècle et au début du XXe 10/.

26. Le nombre de sociétés inscrites à la cote a de même nettement augmenté et a quasiment doublé entre 1983 et 1992. Alors qu'au milieu des années 80 les sociétés nationales cotées sur les nouveaux marchés représentaient moins d'un tiers du total mondial, elles atteignent aujourd'hui environ 40 %. Certains pays tels que l'Inde, la République de Corée, le Brésil et le Pakistan ont un très grand nombre de sociétés cotées en bourse, bien que beaucoup soient très petites (tableau 4).

27. La concentration est plus forte sur les nouveaux marchés que sur les marchés développés. Dans la plupart des nouveaux marchés, la part de la capitalisation boursière détenue par les dix principaux titres à la fin

de 1992 dépassait 30 % (tableau 4). La concentration est particulièrement élevée en Amérique latine, où les parts atteignent 50 % et plus en Argentine, au Chili, en Colombie et au Venezuela. Sur les marchés développés, à l'exception de l'Allemagne et de la Suisse 11/, la part est inférieure à 30 %.

28. Alors que le volume des échanges a énormément augmenté sur beaucoup de nouveaux marchés depuis le milieu des années 80, quantité d'entre eux demeurent étroits. Bien que les valeurs les plus cotées sur plusieurs de ces marchés soient aussi liquides, par exemple, que les émissions d'une firme de taille moyenne cotée à la Bourse de New York, les transactions tendent à se concentrer sur un petit nombre de titres. Tel est particulièrement le cas en Amérique Latine, où, sur la plupart des marchés, la proportion des échanges correspondant aux dix titres les plus cotés se situait entre 50 et 80 % en 1992 12/. Cette caractéristique est beaucoup plus prononcée en Asie, où plusieurs pays enregistrent une proportion inférieure à 22 %.

29. Beaucoup de nouveaux marchés ont affiché des rendements exceptionnels au cours des 15 dernières années. Par exemple, entre 1976 et 1992, les indices SFI de la rentabilité totale en dollars E.-U. pour l'Argentine, le Chili, le Mexique, la République de Corée et la Thaïlande ont augmenté à des taux annuels situés entre 22 et 35 %. Par comparaison, aux Etats-Unis et en Europe, les indices de la rentabilité totale ont augmenté d'environ 15 % par an 13/. Ces deux dernières années, les performances des nouveaux marchés ont été moins exceptionnelles, bien que celles de certains restent remarquables si on les compare à la plupart des marchés développés.

30. Certes, les rendements sur les nouveaux marchés ont été extraordinairement élevés, en particulier depuis 1986, mais l'instabilité (mesurée par l'écart type des indices de rendement) a été tout aussi prononcée. Selon la SFI, les écarts types des indices mondiaux de rendement total (en dollars) sur la période quinquennale se terminant en 1992 ont été plus élevés sur les nouveaux marchés que partout ailleurs. Pendant la même période, l'indice composite de la SFI pour les nouveaux marchés a accusé un écart type de 6,7 %, tandis que, pour l'Amérique latine et l'Asie, il atteignait respectivement 9,2 % et 8 %. Ces chiffres sont élevés, comparés à 3,9 % pour l'indice des Etats-Unis et 5,8 % pour l'indice EAFE (Europe, Australie, Extrême-Orient). Au reste, ces moyennes masquent de profondes différences entre les pays. Sur quelques nouveaux marchés très instables, l'écart type dépasse 15 % (Argentine : 34,2 %; Brésil : 23 %; province chinoise de Taiwan : 15,1 %; Turquie : 19,5 %).

C. Types d'investissements étrangers de portefeuille

31. Les investissements étrangers sur les nouveaux marchés peuvent passer par trois circuits principaux : achats directs sur les marchés boursiers locaux; fonds-pays ou fonds régionaux; émissions de certificats de dépôt sur des bourses étrangères par des sociétés inscrites à la cote sur les nouveaux marchés 14/.

32. Le volume des achats directs sur les marchés locaux dépendra de l'évolution du marché, qui facilite et encourage les transactions. Depuis quelques années, l'ouverture des activités locales de courtage et des banques

d'affaires aux étrangers a favorisé les achats. En revanche, l'éventualité de répercussions négatives sur les nouveaux marchés (par suite de sorties de capitaux ou d'instabilité des cours) est plus concevable dans cette catégorie d'investissements étrangers de portefeuille.

33. Les fonds-pays ou les fonds régionaux, qui peuvent être à capital variable ou à capital fixe 15/, procurent aux investisseurs étrangers les avantages qui s'attachent aux fonds communs de placement. Ils peuvent mobiliser de vastes ressources pour une diversification efficace du portefeuille et offrent des connaissances spécialisées quant aux firmes, aux marchés et à l'économie. Tandis que les fonds à capital variable sont achetés et vendus par leurs gestionnaires à la valeur qu'ils avaient sur les marchés d'origine, les fonds d'investissement à capital fixe sont vendus aux prix de la place sur laquelle ils sont traités. En général, les fonds d'investissement à capital fixe ont été négociés avec une prime ou une décote par rapport à leur valeur nette d'actif (cours des marchés d'origine). Primes et décotes varient d'ailleurs dans le temps pour un même fonds. L'investisseur peut ainsi se trouver face à deux sources de risque et de rendement, associées, la première aux fluctuations de la valeur d'actif net, la deuxième aux variations de la décote ou de la prime. A la fin de 1992, on comptait environ 589 fonds-pays à capital variable et à capital fixe sur les nouveaux marchés boursiers en opération, rassemblant plus de 35,5 milliards de dollars d'actifs nets 16/.

34. Ces dernières années, les émissions publiques et les inscriptions à la cote de valeurs des nouveaux marchés sur des marchés étrangers par le biais de certificats de dépôt ont augmenté, du fait de changements dans les prescriptions réglementaires et de la baisse des coûts 17/. Depuis 1991, les émissions de certificats de dépôt sur les marchés internationaux des capitaux ont dépassé les autres catégories d'investissements étrangers de portefeuille sur les nouvelles places boursières.

35. Un American Depository Receipt (ADR) est un certificat ou reçu délivré par une banque des Etats-Unis qui donne droit à un nombre spécifié d'actions déposées dans un compte de garde par une société étrangère dans son pays d'origine 18/. L'ADR est négocié librement sur les bourses des Etats-Unis, sans qu'il y ait livraison des actions qu'il représente. Les certificats mondiaux de dépôt sont semblables aux ADR, mais sont émis simultanément sur les bourses de valeurs dans le monde entier 19/. Ces certificats de dépôt représentent des créances sur les actifs sous-jacents et donnent droit à des versements de dividendes aux investisseurs, ainsi qu'à toutes les liquidités et aux produits de ventes.

36. Pour les investisseurs étrangers, les ADR et les certificats mondiaux de dépôt ont l'avantage d'être conformes aux normes des marchés boursiers traditionnels. De plus, l'ADR permet aux investisseurs institutionnels des Etats-Unis d'acheter des titres émis hors des Etats-Unis, tandis qu'ils sont très souvent tenus d'investir uniquement en émissions libellées en dollars des Etats-Unis. Pour les sociétés de pays en développement, les certificats de dépôt facilitent l'accès aux marchés financiers internationaux, tout en assurant un moindre coût du capital et une meilleure transparence.

Cette formule signifie également des frais de surveillance moins élevés et fait moins redouter une prise de contrôle étrangère par comparaison avec les achats directs effectués par des étrangers sur les places boursières locales. Les certificats de dépôt élargissent le marché pour les sociétés qui sont présentes sur les nouveaux marchés, augmentant ainsi ou stabilisant les cours par une offre plus ample et une augmentation de la demande.

Expériences du Brésil et du Mexique

37. Des renseignements que le Brésil et le Mexique 20/ ont communiqués au Groupe de travail spécial sur les investissements et les apports financiers, il ressort que les investissements étrangers de portefeuille dans ces deux pays ont récemment beaucoup augmenté.

38. En 1987, le Brésil a autorisé les étrangers à investir dans les fonds communs de placement sur les marchés boursiers locaux; en 1991, les investisseurs institutionnels étrangers ont été admis sans restrictions. Les fonds communs de placement comprennent : a) les sociétés d'investissement de capitaux étrangers, qui devraient détenir au moins 50 % de leur portefeuille en valeurs; b) les fonds d'investissement de capitaux étrangers, avec un minimum de 70 % du portefeuille en valeurs; c) le fonds à capital fixe du Brésil; d) le fonds de conversion de capitaux étrangers, créé dans le cadre du système de conversion de la dette en prises de participations au capital social. En 1991, le total net des investissements étrangers de portefeuille s'élevait à 571 millions de dollars (185 millions provenant de fonds communs de placement et 386 millions d'investisseurs institutionnels). De janvier à octobre 1992, le total est brusquement monté à 1 527 millions de dollars (202 millions de dollars provenant de fonds communs de placement et 1 325 millions d'investisseurs institutionnels).

39. Le Mexique a autorisé les investissements étrangers sur ses marchés de valeurs par quatre mécanismes : a) ADR; b) souscriptions illimitées d'actions B sans droit de vote; c) achats d'actions A (précédemment réservées aux investisseurs mexicains) par l'intermédiaire d'un fonds fiduciaire qui délivre des certificats aux étrangers; d) des fonds-pays mexicains. Dès février 1993, les investissements étrangers de portefeuille cumulatifs avaient atteint 25,3 milliards de dollars, soit environ 20 % de la capitalisation boursière totale. De janvier 1991 à février 1993, le total des investissements étrangers de portefeuille s'est élevé à 12 milliards de dollars, dont 9,5 milliards par le biais d'ADR et de certificats mondiaux de dépôt. Pendant la même période, les achats totaux d'actions mexicaines B par des étrangers ont atteint 1 553 millions de dollars et les achats d'actions A par des étrangers par le biais de fonds fiduciaires se sont chiffrés à 817 millions de dollars. Depuis 1981, 40 fonds mexicains (y compris des fonds-pays et des fonds mondiaux) ont été lancés.

II. MOTIVATIONS DES INVESTISSEURS ETRANGERS

A. Facteurs favorables aux investissements étrangers de portefeuille

40. Les investisseurs étrangers sur les nouveaux marchés sont attirés par des rendements élevés et par les possibilités de diversification du portefeuille. Les renseignements sur la provenance des investisseurs étrangers sont rares;

on a toutefois signalé que différentes catégories d'investisseurs motivés par des degrés différents de risque et de rendement opéraient sur les nouveaux marchés 21/. On pense souvent que les résidents locaux de pays en développement possédant des avoirs étrangers (capitaux fugitifs) et d'autres investisseurs privés, de même que certaines banques étrangères, s'intéressent avant tout au rendement à court terme. Les intervenants institutionnels, y compris les fonds communs de placement, les caisses de retraite et les compagnies d'assurance, ont un horizon d'investissement relativement lointain et tablent sur une rentabilité potentiellement élevée combinée avec une diversification des risques.

Rendements

41. Nous l'avons vu, les rendements sur les nouveaux marchés ont été spectaculaires. Pendant plusieurs années consécutives, les nouvelles places boursières ont été les plus performantes. En 1992, selon les indices de rendement de la SFI 22/, les dix marchés les plus performants étaient de nouveaux marchés, exception faite de la Suisse. Le rendement des actions est en corrélation directe avec la croissance des exportations et celle des dividendes par action 23/. Les fluctuations des rendements sont de même en corrélation directe avec celles de la production industrielle 24/. Toutefois, les récentes augmentations extraordinaires des rendements ne sauraient s'expliquer seulement par la mesure des performances macro-économiques. La rentabilité récente sur les nouveaux marchés tient aussi aux changements structurels qui ont stimulé la demande de titres sur ces marchés par les investisseurs. Les rendements en Amérique latine ont atteint un maximum en 1991, pour chuter en 1992, bien que le Chili, la Colombie et le Mexique conservent une rentabilité raisonnablement élevée. De même, quelques pays d'Asie (Inde, Malaisie, Pakistan, Philippines et Thaïlande) ont enregistré de forts rendements en 1991 (bien qu'inférieurs à ceux de l'Amérique latine), mais une baisse en 1992 25/. Les rendements sont donc sujets à d'amples fluctuations, de sorte que les risques peuvent aussi être considérables.

Diversification du portefeuille

42. A partir de modèles de portefeuille, les analystes boursiers ont démontré que les investisseurs peuvent escompter des rendements plus élevés tout en diminuant les risques s'ils composent leur portefeuille d'actifs assez disparates. La diversification des portefeuilles par pays, plus que par secteurs, peut contribuer beaucoup à une rentabilité maximale et à des risques moindres, la corrélation entre les marchés boursiers nationaux étant faible 26/. On peut créer des possibilités de rentabilité maximale quand les cycles boursiers ne coïncident pas en déplaçant des fonds de marché qui ont déjà atteint un maximum vers des marchés qui sont en phase ascendante.

43. Un certain nombre d'études exploitant des données relatives aux nouveaux marchés et s'étendant sur la période 1960-1990 ont fait apparaître les bénéfices substantiels réalisés par les investisseurs internationaux qui avaient placés leurs fonds dans des pays en développement 27/. Leurs principales conclusions sont les suivantes :

- La diversification des portefeuilles sur les nouveaux marchés a été profitable à la fois en augmentant les rendements et en diminuant les risques;
- Le risque systémique intérieur a été plus grand sur les nouveaux marchés que sur les principaux marchés traditionnels, mais pas forcément plus élevé que sur les petits marchés traditionnels;
- La corrélation des rendements avec ceux des marchés traditionnels a été faible, voire négative. Les corrélations des nouveaux marchés entre eux ont été très faibles.

44. Toutefois, à mesure que l'économie des nouveaux marchés devient plus ouverte, leurs bourses de valeurs pourraient aussi devenir plus globalement intégrées. Il est probable qu'une intégration plus poussée accentuera la corrélation entre les nouveaux marchés et les marchés traditionnels. Les tendances des coefficients de corrélation des indices de rendement globaux entre les nouveaux marchés et le marché des Etats-Unis ne démontrent pas de façon concluante qu'il y a maintenant davantage de corrélation entre ces marchés (tableau 5). A l'exception de quelques nouveaux marchés (tels que la Malaisie, les Philippines et la Thaïlande) où il semble y avoir accentuation des corrélations avec les marchés traditionnels à mesure que le temps passe, les corrélations avec d'autres nouveaux marchés sont restées minimales, voire négatives, et sont beaucoup moins prononcées que les corrélations entre les marchés boursiers traditionnels. Apparemment, par conséquent, il existe encore d'amples possibilités d'accroître la rentabilité ajustée au risque en diversifiant les portefeuilles sur les nouveaux marchés.

Investisseurs institutionnels

45. Vu l'importance croissante de l'épargne institutionnelle dans les pays de l'OCDE, il faut s'attendre à ce que les investisseurs institutionnels deviennent une source majeure de fonds sur les marchés financiers. Or ces investisseurs ont généralement placés moins de 5 % de leur portefeuille de valeurs étrangères sur les nouveaux marchés (soit moins de 0,2 % de leur portefeuille total) 28/. Dès la fin de 1991, les caisses de retraite et les compagnies d'assurances avaient, selon les estimations, investi 12 à 15 milliards de dollars sur les nouveaux marchés (l'équivalent de 3 % de la capitalisation boursière totale de ces marchés).

46. Dans un aperçu des portefeuilles des investisseurs institutionnels des pays de l'OCDE qui ont le plus investi à l'étranger, Baring Securities a donné quelques indications concernant la composition de ces portefeuilles 29/ :

a) Aux Etats-Unis, en 1991, les fonds ERISA 30/ ont investi 19,8 milliards de dollars nets en valeurs étrangères, tandis que les fonds communs de placement, les fonds à capital fixe et les particuliers investissaient, de leur côté, 23,5 milliards de dollars. A la fin de 1991, le total des fonds ERISA s'élevait à 2 725 milliards de dollars, dont environ 4,6 % investis en actifs étrangers; la proportion devrait atteindre 10 % d'ici à 1997. Le nombre de fonds communs de placement a également

augmenté et leurs actifs étrangers totaux dépassaient 30 milliards de dollars en mars 1992. En 1992, 48 fonds-pays à capital fixe étaient inscrits à la cote aux Etats-Unis et représentaient un actif total de 5,9 milliards de dollars.

b) Au Royaume-Uni, il y a eu accumulation considérable d'actifs étrangers dans les portefeuilles des caisses de retraite; la part des actifs étrangers dans le total est passée de 6 % en 1971 à 26 % en 1991. Leur répartition géographique s'est diversifiée, 13 % des actifs étrangers étant investis dans des pays autres que les Etats-Unis, le Japon et les pays européens. Les plus grands investisseurs étrangers du monde sont ceux du Royaume-Uni qui possédaient, à la fin de 1990, 175 milliards de dollars investis en valeurs étrangères; 75 % de ce montant appartenaient aux principaux investisseurs institutionnels 31/.

c) Aux Pays-Bas, les actifs des caisses de retraite privées et publiques ont atteint en 1992 près de 350 milliards de dollars, dont environ 13 % d'actifs étrangers.

d) Au Japon, tandis que les investissements en obligations étrangères ont plus que doublé entre 1990 et 1991, l'investissement net en valeurs étrangères est tombé de 6,3 milliards de dollars (dont 1,7 milliard de dollars étaient investis sur les nouveaux marchés) à 3,6 milliards de dollars pendant la même période. La part des actifs étrangers dans l'actif total des assurances sur la vie au Japon est passée de 8,8 % en 1984 à 12,3 % en 1991. De son côté, la part des valeurs étrangères dans les actifs étrangers totaux de ces assurances est passée de 7,9 % en 1984 à 23,7 % en 1991. En revanche, les fonds communs de placement japonais ont ramené le pourcentage de valeurs étrangères dans leurs actifs étrangers de 65 % en 1982 à 15 % en 1991, essentiellement en réduisant leurs investissements aux Etats-Unis. En revanche, ils ont augmenté leurs investissements dans des pays autres que les Etats-Unis et l'Europe, qui sont passés de 15 % de leurs actifs étrangers totaux en 1989 à 31 % en 1992.

47. Cet aperçu indique que les ressources dont disposent les investisseurs institutionnels des pays de l'OCDE sont énormes, mais que ces investisseurs détiennent avant tout des obligations nationales. On distingue cependant une tendance à diversifier par pays et, ce qui est très intéressant, à investir dans des pays situés hors de la zone développée que constituent l'Amérique du Nord, le Japon et l'Europe. La part des valeurs dans les actifs étrangers a également tendu à augmenter, mais demeure modeste, ce qui est peut-être dû en partie aux obstacles opposés aux investissements étrangers de portefeuille, question qui sera analysée plus loin.

B. Facteurs dissuasifs des investissements étrangers de portefeuille

Etat des nouveaux marchés

48. On cite souvent certaines caractéristiques des nouveaux marchés qui risqueraient de décourager l'investissement étranger :

- Faible dimension;
- Forte concentration du marché;
- Manque de liquidité, vu le faible volume des transactions;
- Petit nombre et faible dimension des sociétés inscrites à la cote;
- Peu d'opérateurs actifs;
- Extrême volatilité;
- Réglementation boursière inadéquate ou peu de moyens de l'appliquer, ce qui peut encourager les opérations d'initiés et le jeu spéculatif.

49. Certes, quelques-unes de ces critiques sont encore valables puisque de nombreux nouveaux marchés en sont encore à leur "apprentissage", mais de grands progrès ont été faits. A maints égards, quelques nouveaux marchés sont maintenant comparables aux marchés traditionnels. Bien que la capitalisation boursière des nouveaux marchés demeure modeste, le coefficient de transactions, c'est-à-dire le rapport valeur des transactions/capitalisation, sur certains des nouveaux marchés est comparable à celui qui caractérise les marchés traditionnels, ce qui tient à la liquidité de ces marchés (tableau 4).

50. De même, à quelques exceptions près (Argentine, Chili, Colombie, Venezuela et Philippines), le ratio de concentration des nouveaux marchés, c'est-à-dire la part de capitalisation boursière détenue par les dix sociétés principales, ne dépasse pas en moyenne la moyenne des marchés traditionnels. D'autre part, le nombre des sociétés nationales inscrites à la cote sur les nouveaux marchés boursiers a augmenté et, sur certains d'entre eux, est maintenant assez substantiel.

51. Dans un effort pour rendre leurs places boursières plus attrayantes au niveau international, les gouvernements des pays où se trouvent les nouveaux marchés prennent actuellement des mesures pour en améliorer les normes et la réglementation 32/. En fait, beaucoup des règlements concernant l'information boursière et la protection des investisseurs sont convenablement appliqués et, dans beaucoup des nouveaux marchés, sont d'une qualité acceptable au niveau international 33/.

52. Malgré les progrès, l'exiguïté relative et la forte concentration peuvent contribuer à l'extrême instabilité constatée sur certains marchés 34/, car le faible volume des transactions, concentré sur quelques titres recensés, est sujet à des variations excessives sous l'effet des mouvements du marché. De son côté, l'instabilité des rendements dépend de la nature des courants d'information qui parviennent au marché. Il se peut ainsi qu'un environnement commercial et économique instable accentue l'instabilité. Il semble effectivement que la rentabilité soit irrégulière dans les pays qui appliquent des politiques instables en matière de monnaie et de taux de change 35/.

Politiques des pouvoirs publics

53. Les politiques des pouvoirs publics, que ce soit dans les pays d'accueil ou les pays d'origine, peuvent faire obstacle aux mouvements internationaux de capitaux. Dans les pays d'accueil, les obstacles peuvent résulter de la fiscalité et des politiques qui régissent l'admission des étrangers sur les marchés boursiers de ces pays.

54. L'imposition anticipée des plus-values et des dividendes peut se répercuter sur le rendement des valeurs avant impôt escompté par les investisseurs étrangers, à moins que ceux-ci ne puissent profiter d'un allègement fiscal sous forme d'un crédit d'impôt ou d'un dégrèvement de la part de leurs propres autorités fiscales 36/. Comme certains pays développés (Etats-Unis, par exemple) n'accordent généralement cet allègement que pour les impôts sur les dividendes étrangers, les impôts étrangers sur les gains en capital sont donc pleinement à la charge de l'investisseur étranger et tendent à augmenter le rendement brut d'impôts escompté des valeurs, augmentant d'autant le coût du capital pour les établissements émetteurs.

55. Des 33 pays possédant de nouveaux marchés boursiers pour lesquels on possède des renseignements 37/, 11 seulement imposent les gains en capital; six pays n'imposent ni les gains en capital ni les dividendes. D'autre part, les pays en développement ont également libéralisé l'admission sur leurs marchés boursiers (tableau 2) et presque toutes les grandes places boursières ont autorisé le libre rapatriement des revenus et du capital.

56. Du côté des pays d'origine, les règlements relatifs aux placements des investisseurs institutionnels peuvent freiner considérablement les investissements étrangers de portefeuille 38/. Dans la plupart des pays développés, les établissements d'épargne, tels que les compagnies d'assurances et les caisses de retraite, se heurtent à un plafonnement de la proportion des actifs étrangers qu'ils peuvent détenir en portefeuille et font généralement l'objet de règlements prudeniels en matière d'investissement et de diversification.

57. En Allemagne, des règlements stricts s'appliquent aux compagnies d'assurances, qui sont tenues d'investir dans quelques catégories seulement et dans la même monnaie dans laquelle les primes d'assurance doivent être versées. Ces compagnies n'ont donc investi qu'une fraction infime de leur portefeuille à l'étranger. En outre, les obligations ont la préférence sur les actions, car les règlements (par exemple, forte ponction fiscale sur les gains en capital) favorisent la détention de créances plutôt que d'actions. De même, les caisses de retraite se heurtent à des restrictions prohibitives sur les actifs étrangers (par exemple, un maximum de 5 % du total des actifs, contrepartie de 100 % des engagements par des actifs libellés dans les mêmes monnaies et restrictions imposées quant à la cotation de l'investissement).

58. Au Japon, les compagnies d'assurances et les caisses de retraite sont assujetties à des règlements moins restrictifs, les plafonds imposés à la détention d'actifs étrangers ayant été relevés à 30 % du total des actifs. Cependant, les compagnies d'assurances ne peuvent utiliser les gains en capital pour verser des dividendes aux assurés.

59. Aux Etats-Unis, les règlements des Etats ont fixé des limites rigoureuses aux investissements étrangers des compagnies d'assurances et des caisses de retraite publiques, ainsi que des restrictions en matière de cotation des investissements et de composition des actifs.

C. Perspectives des investissements étrangers de portefeuille

60. Etant donné la titrisation des flux internationaux de capitaux, la progression récente des investissements étrangers de portefeuille sur les nouveaux marchés boursiers s'explique aussi par les rendements exceptionnellement élevés de ces marchés, favorisés par de vastes réformes économiques propices à la croissance des pays où ces marchés sont installés. Toutefois, la rentabilité des nouvelles places financières a fléchi ces deux dernières années et quelques-unes sont demeurées extrêmement instables. En outre, le bond des actifs en portefeuilles vers un certain nombre de pays d'Amérique latine s'expliquait aussi par le rapatriement de capitaux fugitifs et par une baisse des taux d'intérêt aux Etats-Unis 39/. Il s'agit donc de savoir si la récente rapidité de l'expansion des investissements étrangers de portefeuille sur les nouveaux marchés se maintiendra dans l'avenir immédiat.

61. D'autres facteurs militent cependant pour la thèse selon laquelle il y a de bonnes chances à plus long terme pour que les investissements étrangers de portefeuille dans les pays en développement poursuivent leur montée. La confirmation des progrès qui élèvent les normes des nouveaux marchés et améliorent la gestion économique dans les pays où ils se trouvent va probablement rendre ces marchés encore plus attrayants. La consolidation des places boursières peut atténuer l'instabilité, et il y a des chances pour que des perspectives favorables de croissance entraînent une hausse des rendements. Malgré leur intégration croissante dans le marché mondial des capitaux, tendance qui peut accentuer leur corrélation avec les marchés traditionnels, les nouveaux marchés offrent encore d'excellentes occasions de diversifier les portefeuilles. La corrélation entre nouveaux marchés et marchés développés demeure plus faible qu'elle ne l'est entre les marchés développés, et d'autres nouveaux marchés continuent de s'ajouter à la liste des places intéressantes pour une diversification des portefeuilles. De surcroît, l'énorme potentiel représenté par la masse d'épargne que détiennent les investisseurs institutionnels des pays de l'OCDE peut de plus en plus rechercher des débouchés d'investissement ailleurs que sur les marchés traditionnels. A mesure que les gestionnaires de portefeuilles se familiarisent avec les nouveaux marchés, un assouplissement des politiques et des pouvoirs publics dans les pays d'origine concernant les portefeuilles de ces investisseurs institutionnels pourrait permettre une augmentation spectaculaire des investissements étrangers de portefeuille.

III. CONSIDERATIONS INTERESSANT LES PAYS D'ACCUEIL

62. Les flux de valeurs de portefeuille sous forme de prises de participations peuvent devenir une importante source de financement extérieur et présenter certains avantages par rapport au financement par l'emprunt. Cependant, pour les pays d'accueil, les incidences de tels flux sur la gestion de l'économie intérieure et du système financier suscitent de nombreuses questions qui méritent d'être éclaircies.

63. En premier lieu, il faut considérer le rôle des marchés boursiers dans le développement économique. On s'est interrogé dernièrement sur leurs qualités intrinsèques au vu de l'expérience récente des pays développés 40/. A cet égard, divers éléments touchant à la place de ces marchés dans les systèmes financiers des pays en développement sont à envisager.

64. En deuxième lieu, des questions se posent quant aux répercussions des investissements étrangers de portefeuille pour la gestion macro-économique, et en ce qui concerne les coûts et les avantages de flux de ce type.

65. Enfin, compte tenu de l'intérêt que peut présenter un financement extérieur sous forme de participations, il faut aussi envisager la question des modifications à apporter à la structure des marchés naissants pour améliorer leurs normes et les rendre plus attrayants aux yeux des investisseurs étrangers.

A. Rôle des marchés boursiers

Coûts et avantages de ces marchés

66. Le rôle des marchés boursiers doit être considéré dans le cadre plus général des liens entre les systèmes financiers et le développement économique. Les travaux de nombreux précurseurs 41/ sur l'importance de la structure et de l'intermédiation financières dans le développement économique, suivis de recherches concernant l'incidence de la libéralisation financière sur la croissance des pays en développement, recherches qui ont donné lieu à de nombreux débats 42/, ont contribué à faire largement admettre l'idée que les systèmes financiers influent sur le développement économique.

67. Un système financier efficace devrait fournir aux agents économiques les services financiers nécessaires pour opérer d'une façon satisfaisante, favorisant ainsi un développement économique global. Le problème consiste à trouver une définition communément acceptable de l'efficacité financière, vu que chaque pays met en place les types de services financiers requis par ses agents économiques, en fonction de son niveau de développement, de ses politiques et de ses structures juridiques.

68. En dépit de ces difficultés d'ordre conceptuel, on peut définir comme suit certaines des principales fonctions d'un système financier efficace :

- Mobilisation adéquate de l'épargne (y compris l'épargne étrangère) à l'aide d'instruments financiers;
- Intermédiation effective entre investisseurs et emprunteurs;
- Répartition efficace des ressources entre les utilisateurs les plus productifs.

69. Ces caractéristiques supposent la création de nombreux types d'institutions et instruments financiers qui répondent aux diverses préférences des investisseurs (rapport risque/rendement, préférences temporelles) et à la façon dont les utilisateurs de ressources évaluent les coûts et se prémunissent contre les risques. Le système financier doit fournir

à la fois des instruments de financement de base - à court (dépôts ou marché monétaire) et à long terme (obligations) - et un capital-risque (valeurs mobilières et instruments connexes), en fonction des différents besoins de financement de l'économie. Les économies relativement avancées créent en outre des instruments plus élaborés propres à assurer une couverture efficace contre les imprévus.

70. A mesure que l'économie se développe et que les besoins financiers deviennent plus variés, les marchés boursiers s'étoffent également en vue de compléter et de concurrencer le secteur bancaire, réduisant ainsi le coût du capital pour les emprunteurs ^{43/}. Ces marchés permettent de diversifier la structure du capital des entreprises, d'assurer un partage plus efficace des risques et de doter les sociétés d'une structure financière plus saine en améliorant leur ratio dettes/fonds propres. Les valeurs mobilières offrent aux investisseurs des possibilités supplémentaires de diversifier leur portefeuille en fonction de la configuration risque/rendement souhaitée.

71. Les marchés secondaires contribuent également à faire cadrer l'horizon à long terme des emprunteurs avec la préférence des investisseurs pour les liquidités à court terme. Le mécanisme de cotation des actions permet en outre de mieux répartir l'investissement : une mauvaise gestion des sociétés cotées en bourse peut avoir d'importantes répercussions sur le prix auquel le marché évalue celles-ci. De surcroît, la cotation sur les marchés boursiers suppose la divulgation de renseignements à l'intention des investisseurs, ce qui encourage les entreprises à améliorer les normes comptables et à rendre la gestion plus transparente.

72. Les risques : les investisseurs disposés à prendre des risques seront plus enclins à investir s'ils sont en mesure de partager ceux-ci à la faveur d'émissions de titres ou de se désengager par l'intermédiaire des marchés secondaires. Un large actionnariat permet de répartir le risque inhérent à un nouveau projet entre de nombreux porteurs, qui peuvent à leur tour opérer un panachage entre plusieurs entreprises. D'où une réduction de l'élément "prime de risque" dans le coût du capital.

73. Comme le montre l'évolution récente des pays en développement, il y a d'autres objectifs auxquels les marchés boursiers peuvent utilement contribuer. Par exemple, les gouvernements ne peuvent guère mettre en oeuvre leurs politiques de privatisation et d'échanges de créances contre des prises de participation hors du cadre d'un marché des valeurs. De plus, les marchés boursiers peuvent devenir un important moyen de mobiliser des ressources extérieures à mesure que le financement par l'emprunt se tarit sous l'effet de la crise de la dette.

74. Cependant, il y a également des coûts à prendre en considération. Gagner la confiance des investisseurs peut prendre du temps, car il faut pour cela un marché suffisamment large, une réglementation satisfaisante et des moyens de faire respecter les règles. La mise en place d'une infrastructure et d'un cadre réglementaire appropriés peut se révéler onéreuse. En outre, le comportement des marchés boursiers a parfois un effet déstabilisant sur le système financier.

75. Les marchés boursiers traversent souvent des cycles car ils réagissent rapidement aux événements tant intérieurs qu'internationaux. Les cours des actions peuvent être instables, sans pour autant correspondre à des variations dans les données économiques fondamentales 44/. Des "bulles" spéculatives risquent d'entraîner une surévaluation puis une chute des cours tandis qu'une sous-évaluation conduit parfois à des prises de contrôle spéculatives et de caractère inamical. Ainsi, les fluctuations du marché et l'instabilité des cours peuvent grandement affecter la capacité des entreprises de mobiliser des fonds sur le marché primaire.

76. Ce phénomène se manifeste surtout aux premiers stades du développement des marchés boursiers, en raison du faible volume des titres, de la possibilité d'effectuer assez facilement certaines manipulations, ainsi que du manque de pratique et de l'inexpérience des investisseurs, des agents de placement et des courtiers. Il peut également y avoir des obstacles à la diffusion de l'information; les entreprises semblent communiquer moins de renseignements, et avec de plus longs délais d'attente, que sur les marchés développés.

77. Les opérations boursières comportent des frais élevés d'intermédiation. Elles font intervenir un personnel d'appui nombreux, qu'il s'agisse de garants d'émission, de courtiers ou d'analystes financiers. Les entreprises qui émettent des titres doivent prendre en charge le coût de la diffusion de renseignements financiers, les commissions des garants d'émission et d'autres frais de procédure. Cependant, ces coûts sont sans doute sensiblement équivalents à ceux des prêts bancaires.

78. Deux grands courants de recherche, sur l'information asymétrique et le contrôle des entreprises 45/, ont récemment introduit des éléments supplémentaires dans l'analyse des coûts et des avantages inhérents aux marchés boursiers.

79. L'asymétrie de l'information entre emprunteurs et prêteurs, autrement dit entre initiés et non-initiés, peut entraîner un rationnement du crédit et une antisélection. Les premiers (c'est-à-dire les dirigeants des entreprises emprunteuses) contrôlent les opérations de la société et disposent de meilleurs renseignements sur sa rentabilité future. Les seconds, peu au fait des perspectives de l'entreprise, acquièrent cette information moyennant finance.

80. Sur le marché des prêts bancaires, les probabilités de défaillance varient selon les emprunteurs, en fonction de facteurs que les prêteurs ne sont pas en mesure d'observer. Aussi les banques n'ont-elles pas tous les renseignements nécessaires pour distinguer les emprunteurs "à risque" des emprunteurs sûrs. Ces déficiences de l'information se traduisent par un rationnement du crédit, certains emprunteurs étant exclus des marchés financiers alors que le rendement escompté de leurs projets peut être supérieur à celui d'autres emprunteurs ayant accès à ces mêmes marchés. De surcroît, une hausse des taux d'intérêt amoindrit la qualité moyenne des emprunteurs : ceux qui présentent des projets relativement sûrs sont

les premiers à renoncer au crédit en raison du coût élevé du capital (antisélection). Des taux d'intérêt élevés tendent également à favoriser les projets les plus risqués, dont le rendement prévu peut être meilleur mais qui ont aussi une plus forte probabilité de défaillance.

81. Il faut que le marché des actions se développe pour financer les projets les plus risqués et assurer ainsi une répartition optimale du capital dans un système financier libéralisé. Le capital-actions peut servir les emprunteurs productifs "à risque" exclus du marché du crédit en raison de l'imperfection de l'information, tandis que les banques se concentrent sur d'autres emprunteurs sûrs, bien établis sur le marché 46/.

82. Cependant, les problèmes de l'imperfection de l'information et de l'antisélection connexe se manifestent également sur les marchés des valeurs et peuvent restreindre la capacité des entreprises d'émettre de nouvelles actions. Du fait de l'asymétrie de l'information concernant la valeur des actifs d'une société, le marché ne peut pas faire la distinction entre des entreprises sûres, qui émettent des actions dans le souci légitime de se procurer de nouveaux moyens de financement ou de diversifier les risques, et des entreprises douteuses, qui s'efforcent simplement de remédier à un problème d'actif. Un tel état de choses risque de peser sur le prix auquel la société peut céder ses actions, voire, dans des cas extrêmes, de compromettre de nouvelles émissions de titres. Sur certains marchés développés, on a constaté dans le passé que l'image négative associée à la mise sur le marché de nouveaux titres avait tendance à abaisser le cours des actions. En revanche, au Japon et dans la République de Corée, l'annonce d'une offre de parts sociales est généralement considérée comme un bon signe, laissant entrevoir des possibilités d'investissement rentable pour les entreprises, d'où une réaction positive du marché 47/.

83. Le rationnement du crédit découlant de l'imperfection de l'information, aussi bien sur le marché bancaire que sur celui des valeurs à revenu variable, peut se traduire par un moindre recours au financement extérieur et inciter les entreprises à s'en remettre davantage au réinvestissement des bénéfiques 48/. Cependant, la reprise récente des émissions d'actions dans les pays développés 49/ pourrait être le signe que le problème du rationnement du crédit sur les marchés des actions va sans doute s'atténuer.

84. Les travaux de recherche sur le contrôle des entreprises portent sur la façon dont les marchés financiers influent sur la gestion et l'exploitation des sociétés. Dans les économies dotées de systèmes financiers "orientés vers le marché" comme aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, où l'actionnariat très dispersé, les prises de contrôle sont considérées comme une fonction essentielle des marchés boursiers en matière de gestion d'entreprises. Premièrement, la menace d'un rachat peut contribuer à l'efficacité de la gestion en incitant les dirigeants à maximiser la valeur de l'entreprise pour les actionnaires, plutôt que poursuivre leurs propres objectifs personnels. Deuxièmement, en cas de carence au niveau de l'encadrement, le rachat permet de remplacer des cadres incompetents par des dirigeants plus efficaces.

85. Ailleurs, là où les systèmes financiers sont plutôt orientés vers le secteur bancaire comme au Japon et dans les pays de l'Europe continentale, on a moins recours aux rachats pour modifier le contrôle des entreprises.

Au lieu de cela, les banques (souvent), les familles et l'Etat (dans certains cas) ont des participations majoritaires qui empêchent le processus d'absorption et permettent d'exercer une surveillance sur le mode de gestion. En outre, les liens étroits entre les banques et les entreprises aident à surmonter le problème du rationnement du crédit lié à l'imperfection de l'information, les établissements bancaires étant davantage disposés à financer l'investissement des sociétés. La structure financière des groupes japonais, par exemple, est relativement tributaire des prêts bancaires 50/.

86. On a affirmé que les prises de contrôle nuisent aux relations contractuelles entre investisseurs, cadres et salariés. De ce fait, l'investissement à long terme peut s'en trouver compromis. Les marchés financiers sur lesquels les opérations d'absorption sont monnaie courante risquent donc de pâtir d'une tendance à privilégier le court terme, se manifestant dans l'horizon temporel des décisions d'investissement des entreprises 51/. Par ailleurs, les taux de rentabilité attendus de l'investissement et, partant, les coûts du capital dictés par la fixation trimestrielle ou semestrielle des gains par action sur les marchés boursiers anglosaxons sont - dit-on - trop élevés par rapport aux marchés financiers japonais et allemand.

87. Compte tenu de ces observations et du fait que le Japon et l'Allemagne semblent afficher une compétitivité plus élevée que les Etats-Unis et le Royaume-Uni, des conclusions ont été formulées quant au caractère "nocif" des marchés boursiers pour l'économie réelle. Dans le même ordre d'idées, les économies "orientées vers le marché" des Etats-Unis et du Royaume-Uni seraient moins compétitives que les économies "orientées vers le secteur bancaire" du Japon et de l'Allemagne en raison de différences dans la conduite des entreprises, susceptibles d'influer sur la politique d'investissement de ces dernières 52/.

88. Cependant, il faut noter, premièrement, que de telles conclusions reposent sur des observations faites tout récemment. Au cours de périodes antérieures (dans les années 50 et 60, par exemple), l'économie des Etats-Unis était tout à fait compétitive, tout en fonctionnant selon le même système fondé sur le marché. Deuxièmement, les raisons de l'écart de compétitivité sont variées et ne tiennent pas seulement au système financier des pays concernés : d'autres facteurs entrent en jeu, notamment des différences de culture et d'organisation industrielle. Troisièmement, dans les systèmes orientés vers le secteur bancaire, même si le problème du rationnement du crédit peut être atténué pour les firmes déjà établies, les nouveaux venus risquent de n'avoir guère accès aux prêts bancaires et de devoir donc se tourner vers d'autres sources de capital-risque. Quatrièmement, le fait que les rachats peuvent avoir un effet négatif sur la gestion des entreprises ne remet pas en cause d'autres contributions positives des marchés boursiers : les prises de participations restent des instruments financiers importants pour répartir les risques et conférer aux entreprises une structure financière saine. (De fait, en dépit du rôle majeur joué par les banques, la Bourse japonaise occupe la deuxième place dans le monde après celle des Etats-Unis.) Dans de nombreux pays en développement, l'imbrication de puissants intérêts commerciaux et bancaires a eu un effet préjudiciable sur la solvabilité et l'efficacité du système financier; elle a également contribué à faire obstacle à l'entrée de nouvelles sociétés sur les marchés de produits, nuisant ainsi

à un développement industriel efficace. Cinquièmement, les systèmes allemand et japonais semblent manifester depuis quelques années des velléités de réforme 53/ du fait de la pression exercée par l'intégration globale et par la libéralisation de leurs marchés des capitaux. Parallèlement, l'importance croissante des investisseurs institutionnels aux Etats-Unis et au Royaume-Uni pourrait se traduire par une forme différente de contrôle des entreprises, ces investisseurs étant mieux à même de surveiller la gestion desdites entreprises que des actionnaires isolés. Les pays en développement peuvent dégager certains enseignements de ces expériences.

La mobilisation des ressources et les marchés boursiers dans les pays en développement

89. D'une manière générale, il ressort de ce qui précède qu'un pays ayant un secteur industriel relativement étoffé peut tirer parti de l'essor des marchés boursiers, ceux-ci étant en mesure d'encourager un mode de développement plus dynamique du fait qu'ils complètent utilement le secteur bancaire en finançant les risques.

90. Les pays en développement sont de plus en plus nombreux à mettre en place des marchés des valeurs, ce qui montre bien qu'ils reconnaissent le rôle que ceux-ci peuvent jouer dans le système financier (tableau 2). Jusque dans les années 50, l'on comptait 14 marchés boursiers; six autres ont été créés au cours des dix années suivantes, neuf dans les années 70, dix au cours de la dernière décennie et 11 en 1990-1991. Ce rythme s'est récemment accéléré, à mesure que les pays du monde en développement et d'Europe orientale s'orientaient vers le marché.

91. Le Mexique 54/, par exemple, accorde une grande importance à son marché des actions, qui constitue à la fois une source de capital-risque, un instrument pour la mise en oeuvre du programme de privatisation, un moyen d'attirer des capitaux étrangers et un facteur d'amélioration de la gestion des entreprises nationales. De fait, l'accès à ce marché contraint les entreprises à améliorer les normes comptables et les méthodes de gestion, et aide à maintenir un rapport satisfaisant entre fonds propres et fonds d'emprunt.

92. Des renseignements fragmentaires sur la contribution des marchés boursiers au financement des entreprises donnent à penser que l'émission d'actions a récemment fait un bond dans les pays en développement les plus avancés (tableau 6). L'un des moyens d'évaluer l'importance des prises de participation en tant que source de capitaux d'investissement pour les entreprises consiste à mesurer les nouvelles émissions d'actions des entreprises nationales par rapport à l'investissement intérieur brut 55/. Dans certaines économies d'Asie de l'Est ayant des taux de croissance élevés, ce rapport a atteint certaines années des niveaux élevés. C'est ainsi que dans la République de Corée, les émissions d'actions ont représenté environ un tiers de l'investissement intérieur brut en 1989. En Thaïlande, le rapport a été de 28 % en 1989 et de près de 20 % en 1990. En Malaisie, il a atteint 21,6 % en 1990, tandis que la province chinoise de Taiwan

affichait un ratio moyen de 10 % pendant la période 1989-1992. En revanche, les pays d'Amérique latine semblent moins recourir aux marchés boursiers pour financer l'investissement, encore qu'au Mexique, les émissions d'actions aient tendance à s'accroître depuis quelques années.

93. Une étude comparant l'expérience des marchés naissants avec celle des marchés développés a constaté que le recours aux émissions d'actions dans plusieurs économies d'Asie de l'Est en pleine expansion dépassait ce qu'avaient connu les pays du G-7 après la seconde guerre mondiale et correspondait davantage aux taux enregistrés aux Etats-Unis au cours d'une étape antérieure de leur processus de développement 56/. Ce phénomène cadre avec l'hypothèse selon laquelle l'émission d'actions en tant que source de financement tend à jouer un rôle de plus en plus important dans la dernière étape de la phase de croissance rapide du développement économique d'un pays, pour occuper ensuite une place plus modeste.

94. Une autre étude sur le financement des entreprises des pays en développement au cours de la période 1980-1987 a également constaté que les sociétés de certains des huit pays de l'échantillon finançaient une grande partie de leurs investissements au moyen de leur capital-actions 57/. La part des capitaux propres dans le financement de l'expansion des entreprises s'établissait comme suit : 40,3 % pour la République de Corée, 12,3 % pour le Pakistan, 84,1 % pour la Jordanie, 76 % pour le Mexique, 11 % pour l'Inde, 60,5 % pour la Turquie, 31,4 % pour la Malaisie et 4,3 % pour le Zimbabwe.

95. Enfin, on a observé dans certains pays une interaction positive entre la croissance économique et le développement des marchés boursiers. Une corrélation significative entre le rapport de la capitalisation boursière au PIB et le taux de croissance pour la période 1983-1991 a été constatée dans le cas du Brésil, de la Malaisie et du Venezuela; d'autres pays, tels la Jordanie, la Colombie, le Mexique, la République de Corée, la Thaïlande et l'Inde, font également apparaître une corrélation positive entre ces deux variables 58/. Il est toutefois impossible de déterminer le sens de cette relation causale : est-ce le développement des marchés boursiers qui soutient la croissance ou celle-ci qui conduit à une expansion des marchés des valeurs ?

96. Ces observations préliminaires donnent une idée du rôle joué par les marchés boursiers dans la mobilisation de moyens de financement, notamment dans les pays en développement dynamiques. Dans plusieurs pays, les bourses des valeurs se développent rapidement, au même rythme que la croissance économique; dans les périodes où les cours des actions sont favorables, les entreprises couvrent une grande partie de leurs besoins de financement par l'émission de titres de participation. Cependant, des recherches supplémentaires s'imposent pour analyser d'une façon plus approfondie la contribution que les marchés boursiers peuvent apporter à une répartition efficace des ressources dans les pays en développement.

B. Incidences macro-économiques et financières des investissements étrangers de portefeuille

Incidences macro-économiques

97. Dans le sillage de la crise financière provoquée par l'accumulation considérable de remboursements de la dette dans les années 70, les pays en développement ont intensifié leurs efforts pour attirer des moyens financiers extérieurs non générateurs de dette, tels que les investissements étrangers directs et les investissements étrangers de portefeuille. Le gros avantage de ces apports est que le service du capital importé est fonction du rendement de l'investissement, ce qui contribue à adapter les paiements du service à la capacité de paiement.

98. Toutefois, l'énorme volume de capitaux que les pays en développement ont récemment attirés a causé des préoccupations quant à leurs incidences macro-économiques et aux risques accrus qu'ils peuvent comporter pour les marchés intérieurs de capitaux en cas de sorties imprévisibles. Le bond récent des flux de capitaux dans un certain nombre de pays d'Amérique latine a eu pour résultat l'appréciation des taux de change réels (sous l'effet d'une hausse des taux de change nominaux en régime de taux de change souples ou par suite d'une montée de l'inflation en régime de taux de change fixes), qui pourraient menacer la compétitivité des pays d'accueil. Au contraire, le récent afflux de capitaux dans quelques pays dynamiques d'Asie ne s'est pas accompagné d'une appréciation des taux de change réels 59/.

99. Les pays ont réagi aux incidences macro-économiques de l'afflux de capitaux en recourant à une combinaison de politiques, dont la libéralisation complète des comptes courants, l'austérité budgétaire, les opérations de stérilisation, le contrôle des entrées de capitaux et l'élargissement de la marge de fluctuation autorisée des taux de change. Ces politiques ont contribué à enrayer la hausse des taux de change réels.

100. Pour ce qui est des investissements étrangers de portefeuille, leur apport dans les pays pris individuellement n'est pas suffisamment important pour influencer beaucoup les taux de change réels. Leur incidence négative viendrait plutôt de la possibilité d'un retrait massif d'investissements cumulatifs en actions s'il devait y avoir des changements dans la rentabilité à court terme. Ces retraits pourraient entraîner des difficultés de paiement et risqueraient de déstabiliser l'économie. Si les résidents sont prêts à acheter les actions que les étrangers cherchent à vendre, les réserves de change seront fortement sollicitées. Autrement, le cours des actions baissera fortement. Cette baisse pourrait cependant être tout aussi préjudiciable à l'économie, si elle touche d'autres parties du système financier et si elle est assez prolongée pour faire reculer les investissements et la consommation (effet de patrimoine).

101. L'expérience jusqu'ici indique que ces craintes de retraits massifs sont largement infondées. Immédiatement après l'ouverture des marchés boursiers intérieurs, il y a quelques sorties nettes de capitaux, mais, peu après, les nouveaux marchés attirent des apports nets franchement positifs qui se stabilisent par la suite 60/. On a constaté aussi que les investisseurs mondiaux, cependant qu'ils "échangent" des titres de nouveaux marchés

(de plus en plus au moyen d'instruments dérivés) en quête de possibilités d'arbitrage, "investissent" dans les nouveaux marchés, accroissant constamment leur engagement. Pendant la période 1986-1992, le rapport des portefeuilles boursiers moyens à la valeur totale des transactions des portefeuilles de titres étrangers détenus par les investisseurs mondiaux était équivalent en moyenne à 2,6 par an sur les marchés développés et à 0,8 sur les nouveaux marchés 61/. En outre, la possibilité de retraits déstabilisateurs n'existe pas dans le cas de fonds provenant de certificats de dépôt qui sont négociés à l'étranger. Comme nous l'avons signalé, les certificats de dépôt sont actuellement la principale composante des investissements étrangers de portefeuille.

Incidences financières

102. Une instabilité accrue des rendements sur les nouveaux marchés a été observée après l'ouverture de ces marchés. Le fait n'était pourtant pas dû à l'instabilité des apports boursiers (qui, au contraire, se sont stabilisés pendant la période suivant l'ouverture), ni à une sensibilité accrue aux fluctuations de prix sur les bourses étrangères (qui ne marquaient aucune tendance à l'instabilité). Il pourrait être dû à une plus grande efficacité du marché, à mesure qu'un apport d'information se traduit plus complètement et plus rapidement dans les prix, avec une augmentation de la liquidité et des transactions plus fréquentes. Néanmoins, à cause de cet effet possible sur des marchés déjà instables, il y a peut-être lieu de recommander une libéralisation graduelle des marchés boursiers intérieurs.

103. D'autre part, les investissements étrangers de portefeuille sont une source d'avantages grâce à la mobilisation de moyens financiers additionnels, à une diminution du coût du capital pour les entreprises nationales et à une amélioration des normes des places boursières locales 62/. L'émission d'actions par des firmes nationales sur les marchés internationaux des capitaux au moyen d'offres internationales et de certificats de dépôt, ainsi que les achats, par des étrangers, de nouvelles émissions d'actions sur les marchés locaux, financeront directement un accroissement des investissements. Même des achats de titres par des étrangers sur les marchés secondaires contribueront indirectement à financer les investissements. D'une part, il est probable que l'augmentation du patrimoine des investisseurs locaux entraînera une augmentation de leur consommation, laquelle pourrait encourager la production et l'investissement dans le pays; les vendeurs de titres pourraient aussi décider d'employer une partie de leur richesse à financer d'autres investissements. D'autre part, l'accroissement de la demande étrangère de titres locaux fera monter les cours, ce qui abaissera le coût du capital et encouragera de nouvelles émissions de titres.

104. Les investissements étrangers de portefeuille ont effectivement contribué à réduire le coût du capital pour les entreprises locales. En supprimant la fragmentation des marchés locaux, l'ouverture de places boursières fait baisser le coût du capital-actions, du moment que le facteur national de risque systémique inhérent aux rendements attendus diminue et où l'augmentation de la demande étrangère de titres locaux contribue également à une hausse des cours 63/. En fait, les coefficients locaux de

capitalisation des bénéficiaires ont augmenté ces deux ou trois dernières années sur un certain nombre de nouveaux marchés 64/, ce qui indique une baisse des taux de rendement souhaités des titres.

105. Enfin, on attend des investissements étrangers de portefeuille qu'ils contribuent à développer encore les marchés boursiers nationaux. Les intervenants étrangers inciteraient les investisseurs locaux à la confiance, demanderaient une information actualisée et de qualité, ainsi que la protection des intérêts minoritaires, et exigeraient une réglementation convenable du marché et des transactions. Les investissements étrangers de portefeuille encourageraient aussi la création d'institutions et services nouveaux, le transfert de technologie et la formation de personnel local.

106. De l'avis des autorités mexicaines, les investissements étrangers de portefeuille ont eu une influence positive sur l'économie 65/, en apportant des ressources additionnelles qui complètent l'épargne intérieure et en contribuant à améliorer le niveau des marchés boursiers nationaux. Les émissions d'ADR ont exigé la normalisation de certaines pratiques réglementaires entre le Mexique et les Etats-Unis, afin d'assurer à tous les participants des chances égales.

C. Mesures destinées à attirer les investissements étrangers de portefeuille

107. Les investisseurs étrangers ont été surtout attirés par la forte rentabilité des nouveaux marchés, qui dépend largement de la croissance et des performances macro-économiques des pays où les marchés sont situés. Les pays qui ont attiré les investissements étrangers de portefeuille sont généralement ceux qui ont de très bonnes perspectives de croissance et qui sont devenus compétitifs au niveau international.

108. Etant donné le potentiel considérable que représente l'épargne institutionnelle dans les pays de l'OCDE, une nouvelle expansion des investissements étrangers de portefeuille est encore possible à la fois sur des marchés bien établis et sur d'autres nouveaux marchés. Afin d'encourager ces apports, les pays devront gagner la confiance des investisseurs en renforçant le cadre opérationnel des marchés boursiers locaux. A cette fin, deux préalables sont nécessaires :

- Un plan directeur économique stable, propice à la croissance, ce qui assurera une offre abondante de titres de bonne qualité, en même temps qu'une demande suffisante les concernant;
- Une infrastructure institutionnelle réglementaire et juridique adéquate, capable d'étayer un fonctionnement efficace du marché des valeurs. Les conditions fondamentales que doit remplir une infrastructure adéquate sont brièvement commentées ci-après 66/.

i) Mise en place d'institutions

109. L'infrastructure institutionnelle forme la base logistique du marché : intermédiaires destinés à faciliter les transactions, gestion des investissements et services consultatifs financiers; fournisseurs de services destinés au marché et se rapportant au marché à l'intention des bourses

de valeurs, du marché gré à gré, des services d'information boursière, système d'autorisation des transactions et de règlement, transfert, enregistrement et garde des titres; fournisseurs de services auxiliaires tels que comptabilité et vérification des comptes, conseil juridique, services d'évaluation financière et de cotation des créances 67/. La création d'institutions d'épargne contractuelles, capables de jouer un rôle majeur sur les places boursières locales, est également importante pour renforcer les marchés boursiers.

ii) Cadre juridique et réglementaire

110. Un cadre juridique et réglementaire approprié pour la mise en place d'un marché des valeurs viable devrait protéger les investisseurs, gagner la confiance du public et garantir la discipline du marché. Il devrait avoir quatre fonctions essentielles : surveillance prudentielle, protection, organisation et structure 68/.

111. Premièrement, les normes prudentielles fixent les prescriptions relatives à l'existence de fonds propres suffisants, à la garde des valeurs et aux rapports financiers requis des intermédiaires, ainsi qu'à un système de surveillance et d'application de ces prescriptions. Des critères d'admission tels que la solidité financière et la compétence technique sont également définis afin de renforcer la stabilité du système dans son ensemble.

112. Deuxièmement, il faudrait mettre en place un cadre efficace pour protéger les investisseurs contre les manipulations du marché et le manque de transparence. Il doit insister sur la diffusion de l'information, la transparence des relations contractuelles et une responsabilité fiduciaire stricte. Il faudrait aussi protéger les investisseurs contre les pratiques déloyales (telles que les opérations d'initiés et les manipulations de prix) en imposant des sanctions en cas d'infraction. Les règlements en matière de diffusion de l'information comportent un système juridique efficace pour définir et appliquer des normes d'information à l'intention de toutes les sociétés qui émettent des titres destinés au grand public et l'établissement de cotes pour le négoce des titres sur le marché secondaire. En outre, ces lois et règles devraient être étayées par l'adoption et l'application de principes comptables et normes de vérification généralement acceptés par un responsable comptable qui respecte un code rigoureux d'éthique.

113. Troisièmement, des contrôles au niveau de l'organisation régissent la création et le fonctionnement de marchés boursiers, de chambres de compensation et de systèmes d'information boursière. Les structures réglementaires varient beaucoup selon les pays, mais un modèle fondé sur la notion d'autorégulation d'établissements (souvent privés) boursiers (tels que bourses de valeurs, bureau de normes comptables, associations professionnelles de comptabilité et de vérification des comptes), sous la surveillance des pouvoirs publics, est largement répandu aujourd'hui dans les pays développés.

114. Sur les nouveaux marchés boursiers, le type de structure réglementaire choisi dépend du degré de développement du marché et de la mesure dans laquelle il existe une infrastructure connexe. Lors de l'installation du marché, les établissements publics ou semi-publics (c'est-à-dire une bourse placée sous les auspices de l'Etat) tendent à exercer sur le marché une plus

grande influence. Tel est souvent le cas parce que l'infrastructure de base d'un marché de valeurs n'est pas encore celle qui convient. Les organes publics chargés de la réglementation ont souvent pour mandat de faciliter le développement du marché boursier ainsi que d'établir des règlements pour la protection des investisseurs. L'autorégulation n'a pas joué un rôle important. Ces dernières années, on a noté une tendance à instituer une commission des valeurs mobilières ou organismes analogues à peu près au moment où le marché des valeurs recevait l'autorisation légale de commencer à fonctionner (par exemple, Pologne et Hongrie). En revanche, l'Inde, la Thaïlande et la Malaisie, qui ont des places boursières assez développées, n'ont que récemment institué des commissions des opérations de bourse, car elles s'en remettaient jusque-là à une combinaison d'autorégulation et de contrôle de l'Etat sur certaines activités telles que les nouvelles émissions de titres et l'admission au marché.

115. Quatrièmement, le contrôle des structures permet aux pouvoirs publics de gérer la composition globale et la configuration des marchés boursiers par des mécanismes tels que les restrictions imposées à la propriété étrangère des intermédiaires, au type d'activité auquel les intermédiaires peuvent se livrer et aux spécifications des instruments susceptibles d'être négociés.

116. Enfin, il est probable que la mise en oeuvre et l'application des lois et politiques générales arrêtées pour l'exercice de ces quatre fonctions essentielles auront autant d'effet sur l'efficacité, l'équité et la stabilité du marché que l'adoption des lois et politiques elles-mêmes.

iii) Autres mesures prises par les pouvoirs publics

117. Sur les nouveaux marchés, les gouvernements jouent souvent un rôle actif en les développant par divers stimulants. Au tout début, ils disposent d'une panoplie d'instruments pour encourager le développement d'un marché boursier. Ils peuvent :

- Diminuer les coûts de l'apport de capitaux en offrant des avantages fiscaux intéressants aux sociétés qui rendent leurs actions publiques;
- Accroître le volume des titres négociables afin d'étoffer le marché, par exemple en invitant les sociétés ayant une certaine dimension et une certaine ancienneté sur la place à s'inscrire à la cote;
- Réduire le coût des transactions en fixant les commissions de courtage à un niveau peu élevé;
- Réduire les frais d'infrastructure des places boursières en finançant (et, finalement, en faisant fonctionner) un marché de valeurs ou un organisme de compensation de titres;
- Appliquer aux gains en capital un taux d'imposition faible ou nul.

Notes

1/ Banque mondiale, World Debt Tables, 1992-93, vol. 1. D'autres sources donnent des chiffres beaucoup plus élevés. Baring Securities, par exemple, a estimé que les apports nets de capital social sur les nouveaux marchés de pays en développement sont passés de 0,94 milliard de dollars en 1986 à 8,63 milliards de dollars en 1989, puis à 17,12 milliards de dollars en 1992 (tableau 1).

2/ FMI : Private Market Financing for Developing Countries, Washington, D.C., 1992.

3/ Les données relatives aux obligations convertibles émises par des pays en développement sont rares. Une source d'information sur les obligations convertibles émises par des sociétés d'Asie de l'Est indiquait un total d'environ 1 milliard de dollars sur la période 1986-1991. Voir K.K.H. Park et A.W. Van Agtmael, éditeurs : The World's Emerging Stock Markets (Probus Publishing Company, Chicago, Illinois, 1993), p. 35.

4/ Les nouveaux marchés boursiers désignent ici les marchés boursiers établis dans des pays/économies en développement et des pays d'Europe de l'Est.

5/ Pour une analyse de la titrisation sur les marchés des capitaux de l'OCDE, voir OCDE : Tendances des marchés de capitaux, No 55, juin 1993, "Etudes spéciales : l'avenir des marchés mondiaux de titres de valeurs mobilières", p. 13 à 46. Voir aussi Banque des règlements internationaux : 62ème Rapport annuel, 1991/92, chap. VIII : Aspects structurels des marchés des capitaux et surveillance prudentielle.

6/ En 1990, les avoirs financiers détenus par des investisseurs institutionnels, exprimés en pourcentage des avoirs financiers des ménages, pour les principaux pays de l'OCDE, allaient de 26,4 % (Japon) à 58,6 % (Royaume-Uni). Voir BRI : 62ème Rapport annuel, op. cit., p. 194.

7/ Les 26 pays/économies qui accordent l'admission sans restriction sont les suivants : Argentine, Bulgarie, Chili, Colombie, Costa Rica, Côte d'Ivoire, Egypte, El Salvador, Equateur, Fédération de Russie, Honduras, Hong Kong, Jamaïque, Jordanie, Kenya, Malaisie, Maroc, Panama, Pakistan, Pérou, Pologne, Singapour, Slovénie, Turquie, Uruguay, Venezuela. Les 9 pays où l'admission est relativement libre (limites imposées aux droits de propriété des étrangers) : Botswana, Brésil, Indonésie, Mexique, Philippines, République de Corée, Sri Lanka, Thaïlande, Trinité-et-Tobago. Les 11 pays/économies qui imposent des restrictions (marchés fermés ou investissements étrangers limités à certaines catégories d'actions) sont les suivants : Barbade, Chine, Ghana, Hongrie, Inde, Koweït, Maurice, Népal, Nigéria, province chinoise de Taiwan, Zimbabwe.

8/ Ce sont les principaux pays qui ont accès aux marchés internationaux des valeurs par l'intermédiaire des American Depository Receipts des Etats-Unis, des certificats mondiaux de dépôt ou encore de fonds nationaux, régionaux ou mondiaux. Voir Sudashan Gooptu: Portfolio Investment Flows to Emerging Markets, communication présentée au Colloque de la Banque mondiale sur les investissements de portefeuille dans les pays en développement, 9 et 10 septembre 1993.

9/ Voir Société financière internationale : Emerging Stock Markets Factbook, diverses livraisons (Washington, D.C.).

10/ Voir J. Mullin "Emerging Equity Markets in the Global Economy", Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review, été 1993.

11/ En Allemagne et en Suisse, la part de la capitalisation boursière correspondant aux dix principaux titres était respectivement de 40 % et de 53 % à la fin de 1992.

12/ Au Mexique, par exemple, des 252 sociétés inscrites à la cote (en février 1993), 21 sont très recherchées, 46 le sont modérément et les autres ne sont guère négociées. Voir Case study submitted by Mexico, TD/B/WG.1/Misc.3/Add.1, partie II.

13/ Voir Mullin, op.cit.

14/ Pour une analyse détaillée de ces circuits, voir V. Errunza : "Capital markets, foreign portfolio investment, and economic development", document de travail UNCTAD/GID/DF/4, établi pour la troisième session du Groupe de travail spécial de la CNUCED sur les investissements et les apports financiers.

15/ Un fonds d'investissement à capital fixe obtient des institutions publiques et autres une mise de fonds initiale qui est ensuite investie en titres sur un marché ou groupe particulier de marchés. Les parts des fonds d'investissement à capital fixe sont négociées sur les grands marchés étrangers de valeurs, qui sont différents des marchés d'origine dont proviennent les fonds de base. Un fonds à capital variable vend et achète des titres sur les marchés locaux en cas de dépôts ou retraits nets de fonds par des investisseurs. Ce type de fonds ne peut exister que dans les pays où les marchés de valeurs sont suffisamment liquides et qui sont dépourvus de contrôle des changes, et il peut fonctionner à petite échelle.

16/ Société financière internationale : Emerging Stock Markets Factbook 1993.

17/ Aux Etats-Unis, par exemple, l'article 144a de la SEC (avril 1990) a assoupli les exigences d'enregistrement/information pour les placements privés en titres, facilitant ainsi les émissions d'ADR des sociétés cotées sur les nouveaux marchés.

18/ En mai 1991, l'émission d'ADR de 2 milliards de dollars par la Société mexicaine Telmex a été la plus considérable de tous les pays en développement.

19/ En 1991, la Samsung Electronics de la République de Corée a été la première société de pays en développement à émettre un certificat mondial de dépôt.

20/ Voir Case study submitted by Brazil, deuxième partie : TD/B/WG.1/Misc.3/Add.6 (24 juin 1993) et Case study submitted by Mexico, deuxième partie, op. cit.

21/ Voir Sudashan Gooptu : Portfolio Investment Flows to Emerging Markets.

22/ SFI, Factbook 1993, p. 8.

23/ Voir Mullin : "Emerging Equity Markets in the Global Economy".

24/ Voir E. Han Kim et Vijay Singal : "Opening of Stock Markets by Emerging Economies: Effect on Portfolio Flows and Volatility of Stock Prices", communication présentée au Colloque de la Banque mondiale sur les investissements de portefeuille dans les pays en développement, 9 et 10 septembre 1993.

25/ Voir SFI, Factbook 1993, p. 41.

26/ Au sujet de l'avantage de la diversification par pays sur la diversification par secteurs, voir, par exemple, I. Meric et C. Meric : "Potential gains from international portfolio diversification and inter-temporal stability and seasonality in international stock market relationships", Journal of Banking and Finance, No 13, 1989.

27/ On trouvera un aperçu de ces études dans V.R. Errunza : "Emerging markets: some new concepts", Journal of Portfolio Management, à paraître, 1994.

28/ Voir M. Ahmed et S. Gooptu : "Portfolio investment flows to developing countries", Finance and Development, mars 1993.

29/ Baring Securities, op. cit.

30/ Fonds régis par l'Employee Retirement Income Security Act (ERISA), de 1974.

31/ Chiffres cités par S. Gooptu, op. cit.

32/ Par exemple, selon la presse, l'Argentine (Financial Times, 10 août 1993), la Thaïlande (Financial Times, 4 juin 1993) et la Chine (Financial Times, 26 mai 1993) ont récemment entrepris de réformer la réglementation de leurs marchés boursiers afin d'attirer les investisseurs étrangers.

33/ Voir SFI : Factbook 1993, p. 26

34/ Il convient de noter que les marchés traditionnels peuvent, à l'occasion, se montrer extrêmement instables, au Japon, par exemple.

35/ Mullin, op. cit., a constaté une corrélation étroite entre l'écart type des rendements d'actions, d'une part, et l'écart type de l'augmentation du dividende par actions en dollars des E.-U., l'instabilité du taux de change, de l'inflation et de la croissance des exportations, d'autre part.

36/ Pour une analyse de l'incidence de la fiscalité sur le rendement escompté des valeurs avant d'impôt, voir Asli Demirgüç-Kunt et Harry Huizinga : Barriers to Portfolio Investments in Emerging Stock Markets (Banque mondiale, document de travail WPS 984, octobre 1992).

37/ Voir SFI : Factbook 1993, p. 27, tableau relatif à l'impôt anticipé pour les investisseurs institutionnels des Etats-Unis à la fin de 1992.

38/ Les renseignements relatifs aux règlements en vigueur dans les pays d'origine sont extraits de : Banque mondiale : Global Economic Prospects and the Developing Countries, 1993, p. 41 et 42.

39/ CNUCED : Rapport sur le commerce et le développement, 1993, publication des Nations Unies, numéro de vente : E.93.II.D.10, p. 122 (texte français dans UNCTAD/TDR/13 (vol. IV), p. 17).

40/ Voir Ajit Singh : "The stock market and economic development: Should developing countries encourage stock markets?" dans UNCTAD Review, 1993, No 4, p. 1 à 28. Singh a fait valoir que "même dans les pays avancés dotés de marchés fonctionnant correctement, les marchés boursiers semblent devoir faire plus de mal que de bien à l'économie réelle".

41/ M. Gertler fournit un bon aperçu des ouvrages sur l'interaction réelle et financière dans : "Financial structure and aggregate economic activity: an overview", Journal of Money, Credit and Banking, vol. 20, No 3 (août 1988, deuxième partie). Sur les corrélations entre structure financière et développement économique, les principaux auteurs sont : R.W. Goldsmith, Financial Structure and Development (Yale University Press, New Haven, Connecticut, 1969); J. Gurley, "Financial Structures in Developing Countries", dans D. Krivine (responsable de la publication), Fiscal and Monetary Problems in Developing States (New York, Praeger Publishers, 1967); H. Patrick, "Financial Development and economic growth in underdeveloped countries", Economic Development and Cultural Change, 14 janvier 1966.

42/ Des travaux féconds sur l'effet de dispositions financières contraignantes sur la croissance ont été réalisés par J. Gurley et E.S. Shaw dans "Financial Structure and Development", Economic Development and Cultural Change, avril 1967; R. McKinnon, Money and Capital Economic Development (Brookings Institution, Washington, D.C., 1973). De nombreux pays en développement, souvent sur le conseil d'institutions financières internationales, ont mis en oeuvre avec plus ou moins de succès des politiques de libéralisation financière.

43/ Pour une analyse similaire du rôle des marchés boursiers, voir également V.R. Errunza : "Capital market, foreign portfolio investment and economic development".

44/ Certains analystes ont attribué en partie l'effondrement mondial des marchés boursiers d'octobre 1987 à l'existence de "bulles" spéculatives fondées sur une surévaluation des actions pendant la période de haute conjoncture qui a précédé le krach. De fortes anticipations de futures hausses des cours se sont accumulées pendant une période relativement longue de mouvements ascendants des bourses; plus le degré de surévaluation augmentait, plus la pression s'exerçant en faveur d'une nette correction à la baisse s'accroissait également. Un faible choc extérieur (tel que l'incertitude de la conjoncture économique internationale à cette époque) a alors entraîné une chute des cours. Cependant, d'autres analystes ont fait valoir que les cours n'étaient pas surévalués et que le krach d'octobre 1987 était dû principalement à d'autres causes institutionnelles, notamment le dysfonctionnement temporaire de certains mécanismes du marché. Voir BRI 58ème Rapport annuel 1987-1988 (chap. IV : Evolution sur les marchés nationaux des capitaux), pour une analyse détaillée de cet événement.

45/ Vu l'abondante documentation existant sur ces deux sujets, seuls les articles qui intéressent le plus directement la présente étude sont cités ici pour référence. Sur l'information asymétrique, voir : Stiglitz, J.E. et Weiss, A., "Credit rationing in markets with imperfect information", American Economic Review, 71, 1981; Stiglitz, J.E., "Financial markets and development", Oxford Economic Review of Economic Policy, vol. 5, No. 4, hiver 1989; Cho, Y.J., "Inefficiency from financial liberalization in the absence of well functioning equity markets", Journal of Money, Credit and Banking, 18 (2), 1986. Sur le contrôle des entreprises : J. Franks et C. Mayer: "Capital markets and corporate control: a study of France, Germany and the United Kingdom", Economic Policy, 1990; T. Jenkinson et C. Mayer: "The assessment: corporate governance and corporate control", Oxford Review of Economic Policy, vol. 8, No. 3, automne 1992; Ajit Singh: "The stock market and economic development ...".

46/ Cet argument a été développé par Y.J. Cho, op. cit. : selon lui, une vaste libéralisation du secteur bancaire n'assurerait pas une répartition efficace du capital en l'absence de marchés des actions pleinement opérationnels.

47/ Kim, E.H. : "Issuing stocks in Korea", dans Research in Pacific Basin Capital Markets (Elsevier Science Publisher, North Holland, 1989).

48/ Voir C. Mayer: "The assessment: financial system and corporate investment", Oxford Review of Economic Policy, vol. 3 No. 4, hiver 1987.

49/ Au sujet des nouvelles émissions d'actions aux Etats-Unis, voir : E.M. Remolona, R.N. McCauley, J.S. Ruud et F. Iacono, "Corporate Refinancing in the 1990s"; Federal Reserve Bank of New York, Quarterly Review, hiver 1992/93. Pour l'Allemagne, voir : "Learning to love equity", The Economist, 3 juillet 1993, p. 73 et 74.

50/ Voir J. Corbett, "International perspectives on financing: evidence from Japan", Oxford Review of Economic Policy, vol. 3, No. 4, hiver 1987.

51/ Voir, par exemple, Franks et Mayer, op. cit., et Jenkinson et Mayer, op. cit.

52/ Argument avancé par Ajit Singh, op. cit.

53/ En Allemagne et au Japon, les petits porteurs font pression sur les entreprises pour contrôler davantage le processus de gestion (Financial Times, 1er juillet 1993 et 1er octobre 1993).

54/ Voir la monographie présentée par le Mexique.

55/ On peut faire valoir que dans certains cas, les ressources mobilisées à la faveur d'émissions d'actions peuvent ne pas être intégralement utilisées pour accroître l'investissement des entreprises. Cependant, au niveau global, les entreprises utilisent généralement les fonds propres pour financer l'investissement à long terme plutôt que les dépenses courantes.

56/ Mullin, "Emerging equity markets in the global economy", notamment p. 72 à 75.

57/ Ajit Singh et Javed Hamid : Corporate financial structures in developing countries, document technique No 1, SFI, Washington, D.C., 1992.

58/ Les coefficients de corrélation entre le rapport de la capitalisation boursière au PIB et le taux de croissance sont les suivants : Brésil, 0,66; Venezuela, 0,63; Malaisie, 0,57; Jordanie, 0,47; Colombie, 0,47; République de Corée, 0,45; Mexique, 0,43; Thaïlande, 0,42; Inde, 0,40.

59/ Voir V. Corbo et L. Hernandez : "Macroeconomic adjustment to portfolio capital inflows: Rationale and some recent experiences", communication présentée au Colloque de la Banque mondiale sur les investissements de portefeuille dans les pays en développement, 9 et 10 septembre 1993.

60/ Han Kim et Singal, op. cit., exploitant des données relatives aux investissements de portefeuille des Etats-Unis sur les nouveaux marchés, ont constaté que, dans ceux de ces marchés qui se sont largement ouverts aux investissements étrangers (après une période de limitation des entrées de capitaux étrangers), les courants nets d'investissements de portefeuille étaient négatifs pendant les quelques mois qui suivaient l'ouverture, mais devenaient ensuite nettement positifs. De plus, l'instabilité moyenne des courants pendant la période qui suit l'ouverture est très inférieure à l'instabilité moyenne des courants pendant la période qui précède l'ouverture.

61/ M. Howell (Baring Securities) : "Institutional Investors as a Source of Portfolio Investment in Developing Countries", 9 et 10 septembre 1993.

62/ Voir V.R. Errunza : "Capital market, foreign portfolio investment and economic development", pour une analyse des avantages des investissements étrangers de portefeuille.

63/ Les sociétés des pays en développement qui possèdent des ADR inscrits à la cote ont constaté une baisse de leurs coûts de capital; voir Banque mondiale, Global Economic Prospects De même, selon certaines indications concernant des fonds-pays inscrits à la cote sur les bourses des Etats-Unis, l'introduction de fonds-pays sur les marchés traditionnels a fait monter les cours des actifs composants sous-jacents négociés sur les nouveaux marchés d'origine. Sur ce dernier point, voir V. Errunza, L. Senbet et I. Diwan : "Country funds: theory and evidence", communication présentée au Colloque de la Banque mondiale sur les investissements de portefeuille dans les pays en développement, 9 et 10 septembre 1993.

64/ Les coefficients de capitalisation des bénéfiques ont augmenté de 1990 à 1992 en Argentine, au Chili, en Colombie, en Inde, au Mexique, au Nigéria, au Pakistan et au Venezuela : voir SFI, Factbook 1993.

65/ Voir la monographie présentée par le Mexique.

66/ Les conditions à remplir en matière d'infrastructure sont analysées par les auteurs suivants : A.W. Van Agtmael : Emerging Securities Markets (Euromony Publications, Londres, 1984); R. Pardy : "Institutional reform in emerging securities markets", Banque mondiale, Working Paper WPS 907, mai 1992; T.M. Chuppe et M. Atkin : "Regulation of securities markets", Banque mondiale, Working Paper WPS 829, janvier 1992; V.Errunza : "Capital markets, foreign portfolio investment and economic development".

67/ Cet aperçu du cadre institutionnel, juridique et réglementaire, ainsi que le rôle des pouvoirs publics dans la mise en place des marchés boursiers, s'inspire beaucoup de R. Pardy, op. cit., et de Chuppe et M. Allin, op. cit.

68/ Voir Dimitri Vittas : "The impact of regulations on financial intermediation", Banque mondiale, Working Paper WPS 746, août 1991.

Tableau 1

Estimations des investissements étrangers de portefeuille
dans les pays en développement

A. Banque mondiale (achats bruts)
(en milliards de dollars E.-U.)

	1989	1990	1991	1992
Fonds-pays	2,2	2,9	1,9	0,6
Certificats de dépôt	0,0	0,1	4,9	5,6
Investissements directs de portefeuille	1,3	0,8	1,5	1,9
Total des investissements de portefeuille	3,5	3,8	7,9	8,2

Source : Banque mondiale, World Debt Tables 1992-1993, vol. 1.

B. Baring Securities
(flux nets, c'est-à-dire achats moins ventes d'actions)
(en milliards de dollars E.-U.)

	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
<u>Total</u> (marchés primaire et secondaire)	0,94	1,72	1,33	8,63	12,58	13,15	17,12
<u>Emission primaire</u> (y compris certificats de dépôt)	0,50	0,00	0,03	0,19	1,25	4,44	6,16
<u>Marché secondaire</u> (flux nets)	0,89	1,72	1,30	8,44	11,33	8,71	10,96
<u>Répartition géographique :</u> <u>Marchés secondaires + ADR</u>							
Amérique latine % du total	0,15 (16,7)	0,28 (16,7)	0,66 (50,4)	4,83 (57,5)	8,98 (78,7)	10,49 (87,7)	8,00 (57,1)
Asie du Sud-Est % du total	0,70 (77,8)	1,27 (74,7)	0,58 (44,3)	1,42 (16,9)	1,51 (12,2)	0,85 (7,1)	4,41 (31,5)
Autres nouveaux marchés % du total	0,05 (5,5)	0,15 (8,8)	0,07 (5,3)	2,15 (25,6)	0,92 (8,1)	0,65 (5,4)	1,59 (11,4)
TOTAL	0,90	1,70	1,31	8,40	11,4	11,99	14,00

Source : Baring Securities : Cross Border Capital Flows, A study of
Foreign Equity Investment, 1991/92 Review.

Note : Le classement des pays par Baring Securities peut différer de
celui de la Banque mondiale.

Tableau 2

Nouveaux marchés boursiers

Pays/territoire	Date de création	Nombre de sociétés inscrites à la cote	Restrictions imposées aux achats d'actions par les étrangers
<u>Asie :</u>			
Chine			
Shanghai	1990, 1991 (pour actions B)	10	Les investisseurs étrangers ne peuvent acheter que des actions B, cotées de pair avec les actions A ordinaires.
Shenzhen	1990, 1991 (pour actions B)	9	
Inde			
Bangalore	1957	350	Les étrangers peuvent détenir jusqu'à 5 % du capital des sociétés inscrites à la cote.
Bombay	1875	2 781	
Calcutta	1908	2 456	
Delhi	1947	2 114	
Madras	1937	717	
Indonésie			
Djakarta	1977	155	Les étrangers ne peuvent posséder plus de 49 % des actions d'une compagnie quelconque.
Surabaya	1989	164	
République de Corée	1956	688	Les investissements étrangers individuels ne doivent pas dépasser 3 %; le total des investissements étrangers ne doit pas dépasser 10 % du capital des sociétés inscrites à la cote. Le plafond a été relevé à 25 % pour certaines sociétés.
Malaisie			
	1973	366 (3 étrangères)	L'appartenance de sociétés à des étrangers est généralement limitée à 30 % pour les banques et les établissements financiers, mais peut atteindre 100 % pour d'autres titres.
Népal			
	1984	49 (5 étrangères)	Régi par la Foreign Exchange Regulation Act 2019.
Pakistan			
Karachi	1948	628 (63 étrangères)	Néant
Lahore	1970	453 (36 étrangères)	

Tableau 2 (suite)

Pays/territoire	Date de création	Nombre de sociétés inscrites à la cote	Restrictions imposées aux achats d'actions par les étrangers
Philippines			
Makati	1965	162	Les étrangers ne peuvent posséder plus de 40 % d'une société quelconque. Ils ne peuvent acheter que des actions B.
Manille	1927	170	
Sri Lanka	1985	190	Les investisseurs étrangers peuvent acheter jusqu'à 40 % des actions d'une société inscrite à la cote, avec certaines exceptions (49 % pour une banque).
Province chinoise de Taiwan	1961	256	Les établissements étrangers peuvent posséder jusqu'à 5 % des actions d'une société inscrite à la cote; la participation étrangère totale à une société inscrite à la cote ne peut dépasser 10 % de l'encours total des actions. Les étrangers ne sont pas autorisés à investir dans certaines sociétés.
Thaïlande	1960 (réorganisé en 1975)	305	La détention d'actions par les étrangers est limitée à 49 % pour les sociétés non financières et à 25 % seulement pour les sociétés financières.
Hong Kong	1914 (réorganisé en 1986)	413 (27 étrangères)	Néant
Singapour	1973	163 (14 étrangères)	Les investissements étrangers ne sont limités que dans certains secteurs tels que banques, établissements financiers, publications et sociétés de transports.
<u>Amérique latine</u>			
Argentine			
Buenos Aires	1854 (réorganisé en 1929)	175	Néant
Rosario	1884	172	
Barbade	1987	15	Sous réserve d'approbation par le contrôle des changes.
Brésil			
Rio de Janeiro	1985	593	Les fonds communs de placement et les investisseurs institutionnels peuvent investir librement. Les particuliers ne peuvent pas investir directement.
Sao Paulo	1893	565	Maximum de 49 % des actions donnant droit de vote.

Tableau 2 (suite)

Pays/territoire	Date de création	Nombre de sociétés inscrites à la cote	Restrictions imposées aux achats d'actions par les étrangers
Chili	1890	245	Néant
Colombie	1928	80	Néant
Costa Rica	1976	93	Néant
Equateur	1969	85 (3 étrangères)	Néant
El Salvador	1992	-	Néant
Honduras	1990	28	Néant
Jamaïque	1969	48	Néant
Mexique	1894	195	Les étrangers peuvent acheter les actions ci-après : série B (souscription libre), série A (fonds neutres), séries C et L (sans droit de vote).
Panama	1990	11	Néant
Pérou	1970	287	Néant
Trinité-et-Tobago	1981	27	Pour les achats à la suite desquels les investisseurs étrangers posséderaient plus de 30 % d'une société inscrite à la cote, il faut une licence.
Uruguay	867 (réorganisé en 1927)	26	Néant
Venezuela	1947 (réorganisé en 1974)	66	Les investisseurs étrangers doivent être enregistrés et agréés par la Surintendance des investissements étrangers. Ils peuvent posséder jusqu'à 100 % des actions d'une société, à l'exception des actions bancaires.
<u>Moyen-Orient et Afrique</u>			
Botswana	1989	10 (4 étrangères)	Les étrangers ne peuvent être propriétaires de plus de 25 % du capital libre des sociétés inscrites à la cote; aucun investisseur étranger ne peut, à lui seul, posséder plus de 5 % de ce capital.
Côte d'Ivoire	1976	24	Néant
Egypte	1883 (réorganisé en 1981)	656	Néant
Ghana	1990	13	Aux termes du Foreign Exchange Control Act, les étrangers doivent obtenir l'agrément de la Banque du Ghana pour investir.
Jordanie	1978	103	Néant

Tableau 2 (suite)

Pays/territoire	Date de création	Nombre de sociétés inscrites à la cote	Restrictions imposés aux achats d'actions par les étrangers
Kenya	1954	57	Néant
Koweït	1984	39 (10 étrangères)	Les ressortissants des pays membres du CCG peuvent investir dans les secteurs autres que la banque et les assurances.
Maurice	1989	22	Une législation permettra aux étrangers d'investir dans des fonds communs de placement et, dans des limites agréées, à la bourse.
Maroc	1929 (réorganisé en 1967)	62 (6 étrangères)	Néant
Nigéria	1960	153	Restrictions
Turquie	1986	145	Néant
Zimbabwe	1975	62	Restrictions
<u>Europe de l'Est</u>			
Bulgarie	1991	-	Néant
Hongrie	1990	23	Actuellement, les étrangers ne peuvent posséder que des actions nominatives.
Pologne	1991	16	Néant
Fédération de Russie	1991	10	Pas de restrictions pour les titres de sociétés; pour acheter des titres d'Etat, les étrangers ont besoin de l'autorisation du Ministère des finances.
Slovénie	1990	26	Néant

Sources : Institutional Investor, octobre 1992; SFI : Emerging Stock Markets Factbook 1993.

Tableau 3

Nouveaux marchés boursiers
Taux de croissance (annuels)

	1976-1980	1980-1985	1985-1990	1990-1992
<u>Capitalisation boursière</u>				
- Amérique latine	171,9	6,2	7,7	79,9
- Asie	33,1	-0,1	36,0	23,7
- Total pour les nouveaux marchés	45,5	1,8	28,7	32,1
<u>Valeur des échanges</u>				
- Amérique latine	29,5	18,4	-2,4	98,9
- Asie	31,8	-4,4	99,9	-18,9
- Total pour les nouveaux marchés	31,4	3,0	77,0	-13,8

Source : SFI, Emerging Stock Markets Factbook, diverses livraisons.

Tableau 4

Statistiques récapitulatives sur les marchés boursiers, 1992

	Capitali- sation (en milliers de dollars E.-U.)	Valeur des échanges (en millions de dollars E.-U.)	Ratio de transac- tions %	Part de capitali- sation boursière détenue par les 10 plus grandes sociétés fin 1992 %	Nombre de sociétés inscrites à la cote	Part de la valeur des échanges détenue par les 10 titres les plus actifs en 1992 %
	(1)	(2)	(3)=(2)/(1)	(4)	(5)	(6)
<u>Amérique latine</u>						
Argentine	18 633	15 679	84	68,8	175	72,5
Brésil	45 261	20 525	45	29,3	565	51,2
Chili	29 644	2 029	7	53,8	245	57,9
Colombie	5 644	554	10	78,5	80	62,9
Mexique	139 061	44 582	32	31,7	195	39,4
Venezuela	7 600	2 631	35	59,6	66	80,0
<u>Asie de l'Est</u>						
Philippines	13 794	3 104	22	52,2	170	30,6
Rép. de Corée	107 448	116 101	108	30,5	688	22,4
Prov. chinoise de Taiwan	101 124	240 667	238	30,2	256	15,4
<u>Asie du Sud</u>						
Inde	65 119	20 597	32	22,6	6 700	32,2
Indonésie	12 038	3 903	32	39,2	155	61,4
Malaisie	94 004	21 730	23	30,9	366	14,0
Pakistan	8 028	980	12	23,0	628	19,1
Thaïlande	58 259	72 060	124	28,5	305	36,3
<u>Europe/Moyen-Orient/ Afrique</u>						
Jordanie	3 365	1 317	39	49,4	103	31,6
Nigéria	1 243	23	2	48,5	153	53,6
Turquie	9 931	8 191	82	39,9	145	11,4
Zimbabwe	628	20	3	36,5	62	47,7
<u>Marchés développés</u>						
Canada	243 018	83 448	34	30,8	1 119	...
France	350 858	125 052	36	28,7	786	...
Allemagne	348 138	892 037	256	40,4	665	...
Japon	2 399 004	635 261	26	16,5	2 118	...
Suisse	195 285	75 407	39	53,5	180	...
Royaume-Uni	838 579	382 996	46	24,2	1 874	...
Etats-Unis	4 757 879	2 678 523	56	14,9	7 014	...

Source : SFI, Emerging Stock Markets Factbook 1993.

Tableau 5

Coefficients mensuels de corrélation des rendements avec l'indice E.-U.

Pays/territoire	1976-1980	1981-1984	1984-1988	1988-1992
Argentine	-0,052	0,071	-0,04	0,03

Brésil	-0,023	0,057	0,08	0,14
Chili	-0,172	-0,133	0,20	0,15
Inde	0,269	-0,071	0,04	-0,16
Jordanie	0,379	0,080	0,03	0,24
Malaisie	...	...	0,16	0,53
Mexique	0,223	-0,102	0,26	0,31
Philippines	...	...	0,28	0,40
République de Corée	0,231	0,148	0,04	0,20
Province chinoise de Taiwan	...	...	0,17	0,12
Thaïlande	-0,358	0,235	0,27	0,41
Turquie	...	...	0,26	-0,13
Zimbabwe	-0,035	0,181	0,22	0,03
EAFE <u>a/</u>	...	...	0,41 <u>b/</u>	0,45

Sources : - Les coefficients 1976-1980 et 1981-1984 sont extraits de V. Errunza et P. Padmanabhan : "On benefits of portfolio investments in emerging markets", Financial Analysts Journal, juillet-août 1988, p. 76 à 78.

- Les coefficients 1985-1990 et 1987-1992 proviennent de SFI, Emerging Stock Markets Factbook, 1989, 1993.

a/ Indice composite Europe, Australie, Extrême-Orient.

b/ 1985-1989.

Tableau 6

Argent frais collecté par les sociétés nationales sur les marchés boursiers, 1989-1992
(taux de change en fin d'année)

	1989			1990			1991			1992		
	Total (en millions de dollars E.-U.)	% de capitali- sation boursière	% des investis- sements intérieurs bruts	Total (en millions de dollars E.-U.)	% de capitali- sation boursière	% des investis- sements intérieurs bruts	Total (en millions de dollars E.-U.)	% de capitali- sation boursière	% des investis- sements intérieurs bruts	Total (en millions de dollars E.-U.)	% de capitali- sation boursière	% des investis- sements intérieurs bruts
Argentine	5,0	0,1	0,4	189,0	5,8	2,6	263,1	1,4	...	311,5	1,7	...
Brésil	189,7	0,4	0,7	243,6	1,5	0,6	314,4	0,7	0,1	233,1	0,5	...
Chili	...	...	...	...	...	...	183,0	0,6	3,5	479,3	1,6	6,9
Mexique	591,1	2,6	1,7	1 078,0	3,3	2,5	3 433,1	3,5	6,3	4 851,2	3,5	...
Turquie	...	...	...	...	...	...	2 066,1	13,2	11,7	1 178,5	11,9	...
Hong Kong	2 242,9	2,9	13,0	2 662,3	3,2	13,5	4 904,3	4,0	21,3	13 220,4	...	...
Malaisie	592,8	1,5	5,3	2 994,8	6,2	21,6	1 235,1	2,1	...	3 624,6	3,9	...
Rép. de Corée	21 585,0	15,3	32,4	4 072,9	3,7	4,6	3 545,1	3,7	3,4	2 278,6	2,1	2,2
Singapour	512,6	1,4	4,8	1 259,5	3,7	9,4	...	...	...	...	...	...
Taiwan	3 254,4	1,4	10,0	3 537,3	3,5	10,1	4 310,7	3,5	10,6	4 696,9	4,6	9,9
Thaïlande	6 008,3	23,4	28,04	5 701,3	23,9	19,8	2 359,7	6,6	...	2 147,9	3,7	...

Sources : - Rapport de la Fédération internationale de bourses de valeurs, diverses livraisons.

- SFI, Emerging Stock Markets Factbook 1993.

- Banque mondiale, World Tables 1993.