

# FLUX DE CAPITAUX INTERNATIONAUX : CHAUD OU FROID ?

## UNE ANALYSE GLOBALE DES FLUX DE CAPITAUX

MICHAEL J. HOWELL ET ANGELA COZZINI \*

**L**e marché international des capitaux est en nette augmentation par rapport au début des années 1980. Directement ou indirectement, nous sommes tous devenus des investisseurs internationaux puis que le quart des transactions boursières réalisées dans le monde aujourd'hui impliquent soit une contrepartie étrangère soit un titre étranger. En 1993, l'argent neuf (*new money*) consacré aux marchés boursiers mondiaux par les investisseurs a atteint 159 milliards de dollars US (nouveau record) ; mais sur ce total, les secteurs ayant enregistré la plus forte croissance étaient les flux de capitaux vers les marchés émergents d'une part, et hors des Etats-Unis, d'autre part. En outre, ces afflux de capitaux étrangers déclenchent souvent des mouvements de hausse sur les prix locaux des actions.

69

En 1993, les investisseurs internationaux (*cross-border investors*) ont versé 159,2 milliards de dollars dans l'ensemble des marchés boursiers, triplant pratiquement le total de l'année 1992 et surpassant facilement le pic précédent de 100,6 milliards de dollars établi en 1991 (*voir graphique 1*). Le marché transfrontalier, ou international, des capitaux a augmenté par bonds depuis sa première poussée au début des années 80, lorsque l'expansion était conduite par les investisseurs du Royaume Uni et les banques suisses qui achetaient des titres américains pour leurs clients investisseurs privés. Les fonds anglais se sont diversifiés rapidement après la fin du contrôle des changes en 1979, dont la mort a probablement été accélérée par l'énorme agglomération de revenus pétroliers anglais des gisements de la Mer du Nord.

Cette poussée a exigé une prompt diversification. Au milieu des années 80, les caisses de retraite américaines (souvent surnommées ERISA pour *US Employee Retirement Income Security Act*) avaient commencé à acheter sur les marchés boursiers étrangers, en utilisant d'abord des sociétés de placement «offshore», dont plusieurs étaient établies au Royaume

---

\* *Baring Securities, Londres.*

Uni. Puis sont venus les Japonais, bien que leurs achats de capitaux fussent largement concentrés sur les titres américains, et, finalement, ces deux dernières années, les investisseurs américains et d'Europe continentale les ont rejoint.

Si le rythme de la diversification hors des marchés nationaux s'est avéré rapide, le dessein de ces nouveaux investisseurs mondiaux était plus limité. Au cours des années 80, les capitaux étrangers ont typiquement préféré la sécurité de marchés boursiers larges et liquides, comme ceux des Etats-Unis, du Japon, du Royaume Uni, d'Allemagne, de France, des Pays-Bas, de Suisse, et y ont acheté les titres les plus importants.

En revanche, les années 90 ont été remarquablement différentes. Aujourd'hui, les investisseurs internationaux font montre d'un goût plus prononcé pour le risque. L'argent étranger s'est par conséquent répandu au-delà des marchés boursiers les plus liquides vers des endroits plus exotiques, comme la Thaïlande, Hong Kong, la Corée du Sud, l'Inde, le Mexique, le Brésil et l'Argentine.

Tableau 1  
*Portefeuilles internationaux de titres internationaux, 1991-93E*  
(en milliards de dollars)

	1991	1992	1993E
Developed markets	855,0	821,8	1093,7
Emerging markets	63,0	84,3	196,4
Total	918,0	906,1	1280,1

Source : CrossBorder Analysis, Baring Securities

Au total, les investisseurs étrangers possèdent désormais des titres mondiaux pour une somme de 1,28 mille milliards de dollars, contre 906,1 milliards en 1992. Ces portefeuilles sont largement composés d'investissements réalisés sur les marchés boursiers développés, qui, à la fin de l'année 1993, totalisaient 1,09 mille milliards de dollars, soit 85,4% du total (voir tableau 1)

Les étrangers détenaient aussi pour 186,4 milliards de dollars de titres sur les marchés émergents à la fin de l'année 1993 (ou 11,6% de la capitalisation des marchés émergents), soit une augmentation considérable par rapport aux 2,4 milliards de 1986. Cette agglomération assez importante s'explique en partie par la grande quantité de nouveaux types de véhicules de financement «offshore» disponibles pour les marchés émergents, comme les ADRs (*American Depository Receipts*), les GDRs

(*Global Depository Receipts*), les *country funds* cotés sur les bourses de Londres et de New York, et les émissions européennes (*Euro-issues*), y compris les tranches internationales d'émissions de privatisation. Résultat, en 1993, les 52 milliards de dollars qui se sont dirigés vers les pays en voie de développement ont joué un rôle pivot pour satisfaire aux besoins annuels de financement à long terme de ces pays, dépassant largement les 27 milliards de dollars de dettes à long terme et les 25 milliards de dollars d'investissement étranger direct.

#### *Flux et marchés ré-émergents ?*

L'investissement international n'est pas une nouveauté. Au contraire, il a une longue histoire et ses racines remontent aux temps des premières croisades (1095-1192). La finance mondiale n'a commencé ni à Londres ni à New York, mais à Genève, Venise et Amsterdam.

Au cours du seizième siècle, de vastes groupements de capitaux étaient gérés par des maisons d'investissements, comme celle de Thomas Gresham à Londres. Pourtant, à partir du XVII<sup>ème</sup> siècle, Amsterdam dominait la finance internationale : la Bourse d'Amsterdam a ouvert ses portes en 1631 et à la fin des années 1650 la Dutch East India Company canalisait d'importantes excédents de capitaux européens vers l'étranger.

L'établissement de la Dutch East *India Company* a constitué un événement financier marquant. Ses participants ne pouvaient pas recouvrer leur capital originel, mais étaient seulement admis à recevoir les dividendes qui seraient distribués chaque année, et ils pouvaient également transférer leurs actions à d'autres investisseurs. Ainsi, la base des marchés boursiers modernes était posée. Ces caractères de la *Dutch East India Company* ont été progressivement copiés par son homonyme anglais, qui a rendu son capital permanent en 1650 et a autorisé la participation étrangère à partir de 1698. Dès les années 1750, les portefeuilles étrangers détenaient 19,2% des actions anglaises importantes.

Le centre financier de l'Europe s'est déplacé vers Londres à peu près au moment de la création de la Banque d'Angleterre en 1694. La puissance industrielle montante de l'Angleterre et les excédents d'exportation croissants ont conduit à une sortie massive de capitaux. Ce flux d'investissement a été régulé par la suprématie anglaise sur les mers. La victoire de la bataille de Trafalgar, en 1805, a illustré la puissance maritime de l'Angleterre, et encouragé un plus large essor des investissements. Au milieu du XIX<sup>ème</sup> siècle, 43 % de la richesse détenue par l'Angleterre outre-mer était placée aux Amériques, et la part de l'Europe n'a cessé de décroître après 1848 lorsque les Révolutions répandues sur le Continent ont détourné l'arrivée de nouveaux fonds anglais. Cependant, l'énorme interruption

causée au commerce du coton et aux investissements anglais par la Guerre civile américaine (1660-65), a entraîné une expansion encore plus large de ses capitaux vers l'Inde, l'Égypte et l'Amérique latine.

En 1913, l'Angleterre avait autant investi dans ce que nous surnommons aujourd'hui les marchés «émergents», que dans le monde développé (voir Figure 2) Et l'*Economist* pouvait écrire : «...nous jouissons désormais d'un droit incontesté de placer notre argent où nous le voulons, parce que le Gouvernement ne fait aucun effort pour orienter le système dans un canal particulier, et tout emprunteur - national, colonial ou étranger - dispose d'une égale opportunité pour satisfaire ses exigences à Londres.» (20 février 1909).

La Première guerre mondiale a sapé la force financière de l'Angleterre. Ses portefeuilles d'investissements étrangers ont diminué de plus des trois quarts et en 1920 l'Angleterre était «au clou» des États-Unis à mesure de 4,2 milliards. New York est devenu le centre financier mondial dominant, et entre 1920-29 la ville a assisté à la croissance notable des investissements américains à l'étranger, qui passèrent de 7 milliards de dollars à 17 milliards de dollars.

Mais les investissements américains ont été arrêtés par le krach boursier de 1929 et la Grande Dépression qui a suivi. Comme les crises financières précédentes, comme la défaillance anglaise sur les prêts florentins de 1347, celle de la couronne d'Espagne de 1577, la «tulipmania» hollandaise de 1636 et la crise commerciale de 1856-57, le krach de Wall Street de 1929 a entraîné une réglementation plus sévère, a provoqué une réduction des flux d'investissements et a conduit à un refus généralisé de prendre de nouveaux risques.

L'intégration économique internationale de l'après Seconde guerre mondiale s'est concentrée sur le libre échange plutôt que sur la liberté des mouvements de capitaux. Ce régime a été enchâssé dans le marché monétaire de Bretton Woods et le GATT. Bretton Woods a commencé en mars 1944, mais les pénuries périodiques de dollars étaient le signe que les monnaies n'étaient pas toujours pleinement convertibles. Les pays membres ont donc été forcés de réduire la convertibilité totale aux seules transactions à compte courant, et donc de maintenir les contrôles sur les mouvements de capitaux. En fait, ces contrôles ont été plus volontiers acceptés après la publication de l'étude de la Ligue des Nations réalisée par Nurkse en 1944, qui expliquait que les flux de capitaux étaient déstabilisants.

Les fondements de l'ère actuelle de relative liberté des mouvements de capitaux internationaux ont été posés avec trois événements clés : 1) la fin de la convertibilité du dollar en 1971 et le passage à des taux de change flottants ; 2) l'abolition des contrôles des changes de l'Angleterre par la

nouvelle administration Thatcher en 1979, et 3) par le besoin croissant pour plusieurs gouvernements d'attirer les capitaux non-bancaires du secteur privé étranger, souvent au moyen de privatisations internationales.

### *Flux internationaux bruts ou nets ?*

Mais qu'est-ce qu'un achat international ? Par exemple, un investisseur américain achetant une action japonaise sur la Bourse de Tokyo. Un autre exemple pourrait être un investisseur allemand achetant un titre français ou espagnol à Paris ou à Madrid. Plus compliqué, le cas d'un investisseur allemand traitant une affaire par l'intermédiaire d'un centre «offshore», comme *SEAO International* à Londres. Nous surnomons ce dernier type d'échange, un «échange croisé» (*cross-exchange*) plutôt qu'un échange international (*cross-border exchange*). Comme l'achat secondaire d'une action étrangère sur la bourse locale pour l'investisseur (par exemple, un investisseur américain achetant un ADR anglais à New York), l'achat ou la vente sur un centre de cotation «offshore» n'implique typiquement aucune entrée d'argent sur le marché international des valeurs, puisque, par définition, à chaque achat par un investisseur étranger doit correspondre une vente par un autre.

Il faut souligner, cependant, qu'aucune organisation officielle ne collecte systématiquement les données relatives aux flux de capitaux internationaux. On peut glaner quelque information en examinant la balance nationale des paiements, et des bourses locales publient des estimations sur l'activité des investisseurs étrangers. Par conséquent, la qualité des données est souvent médiocre. Certaines transactions ne sont simplement pas enregistrées et d'autres sont allouées différemment suivant des définitions locales plutôt que selon les critères internationaux. Par exemple, le point de démarcation permettant de distinguer dans quelle mesure (e.g. 15%, 20%, ou 25%) il est possible de parler de transaction «directe» plutôt que de «portefeuille» varie considérablement d'un marché à l'autre. Les estimations que nous présentons dans les tableaux ci-joints complètent ces chiffres officiels grâce à une large enquête informative couvrant près de 200 investisseurs mondiaux clés.

La taille du marché international des valeurs peut être mesurée de différentes manières, indépendamment de la valeur des portefeuilles (Tableau 1). Nous nous concentrons sur les flux nets de capitaux (voir Figure 1 et Tableaux 2 et 3). Ces flux nets sont définis par la différence entre le total des achats et des ventes internationaux, et ils mesurent le montant d'argent neuf placé dans les titres internationaux par tous les investisseurs «étrangers». L'argent neuf pénètre sur le marché international des capitaux si un achat par un investisseur étranger implique une vente

Tableau 2 - Destination des flux internationaux nets de capitaux, 1986-93E  
(en milliards de dollars).

MARKET TO	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993E
<b>North America</b>	<b>19,82</b>	<b>20,26</b>	<b>(3,69)</b>	<b>13,80</b>	<b>(15,89)</b>	<b>9,60</b>	<b>(3,95)</b>	<b>28,60</b>
US	19,11	16,47	(1,39)	11,42	(14,61)	11,02	(4,20)	21,10
Canada	0,71	3,79	(2,30)	2,38	(1,28)	(1,42)	0,25	7,50
<b>Europe</b>	<b>33,38</b>	<b>29,67</b>	<b>22,75</b>	<b>47,11</b>	<b>15,29</b>	<b>23,35</b>	<b>24,83</b>	<b>56,10</b>
UK	7,83	19,50	9,72	11,24	5,35	5,84	10,08	19,60
<b>Japan</b>	<b>(15,76)</b>	<b>(42,84)</b>	<b>6,81</b>	<b>7,00</b>	<b>(13,28)</b>	<b>46,83</b>	<b>8,96</b>	<b>20,00</b>
<b>Emerging Markets</b>	<b>3,34</b>	<b>5,88</b>	<b>3,47</b>	<b>10,07</b>	<b>13,16</b>	<b>15,78</b>	<b>22,45</b>	<b>52,00</b>
Pacific Rim	3,43	6,03	2,45	3,36	3,89	4,73	10,95	30,00
Latin America	0,20	0,43	0,72	6,98	9,89	11,15	9,64	20,00
Other (Eastern Europe, Middle East and Africa)	(0,29)	(0,58)	0,30	(0,27)	(0,62)	(0,10)	1,86	2,00
<b>Rest of World</b>	<b>1,20</b>	<b>3,46</b>	<b>3,51</b>	<b>8,63</b>	<b>3,90</b>	<b>5,06</b>	<b>0,87</b>	<b>2,50</b>
Australia	0,76	2,16	3,76	0,96	1,48	1,86	0,15	2,00
Other	0,44	1,30	(0,25)	7,67	2,42	3,20	0,72	0,50
<b>Total</b>	<b>41,98</b>	<b>16,43</b>	<b>32,85</b>	<b>86,60</b>	<b>3,18</b>	<b>100,63</b>	<b>53,17</b>	<b>159,20</b>

74

Source : CrossBorder Analysis, Baring Securities

Tableau 3 - Provenance des flux internationaux nets de capitaux, 1986-93E  
(en milliards de dollars).

INVESTOR FROM:	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993E
<b>North America</b>	<b>3,68</b>	<b>(2,18)</b>	<b>4,03</b>	<b>21,04</b>	<b>12,03</b>	<b>48,25</b>	<b>46,39</b>	<b>70,90</b>
US	2,61	(2,68)	1,95	19,00	10,26	43,31	41,99	66,40
Canada	1,07	0,50	2,08	2,04	1,77	4,94	4,40	4,50
<b>Europe</b>	<b>21,32</b>	<b>9,42</b>	<b>14,29</b>	<b>38,40</b>	<b>4,58</b>	<b>39,55</b>	<b>7,56</b>	<b>45,20</b>
UK	8,85	3,77	9,66	24,16	(0,88)	25,84	(2,96)	24,20
<b>Japan</b>	<b>8,15</b>	<b>16,87</b>	<b>2,99</b>	<b>17,89</b>	<b>626</b>	<b>3,63</b>	<b>(2,73)</b>	<b>15,30</b>
<b>Emerging Markets</b>	<b>1,48</b>	<b>(5,73)</b>	<b>1,47</b>	<b>0,79</b>	<b>(5,47)</b>	<b>6,58</b>	<b>2,57</b>	<b>21,50</b>
Pacific Rim	0,79	(5,39)	1,31	(0,61)	(5,79)	5,49	(3,78)	12,50
Latin America	0,47	(0,42)	0,09	1,49	0,30	0,53	6,33	7,50
Other (Eastern Europe, Middle East and Africa)	0,22	0,08	0,07	(0,09)	0,02	0,56	0,02	1,50
<b>Rest of World</b>	<b>7,35</b>	<b>(1,95)</b>	<b>10,07</b>	<b>8,48</b>	<b>(14,22)</b>	<b>2,62</b>	<b>(0,62)</b>	<b>6,30</b>
Australia	0,60	0,92	1,44	2,08	(1,31)	2,71	(0,59)	1,50
Other	6,75	(2,87)	8,63	6,40	(12,91)	(0,09)	(0,03)	4,80
<b>Total</b>	<b>41,98</b>	<b>16,43</b>	<b>32,85</b>	<b>86,60</b>	<b>3,18</b>	<b>100,63</b>	<b>53,17</b>	<b>159,20</b>

Source : CrossBorder Analysis, Baring Securities

par un résident national ou par une société cotée localement.

On peut calculer les flux nets de capitaux de deux façons : 1) en termes de sorties, en contrôlant les sources des fonds ; ou 2) en termes d'entrées, en contrôlant la destination des fonds. Les deux résultats devraient s'égaliser, puisque, par définition, à chaque sortie doit correspondre une entrée quelque part ailleurs. Le Tableau 2 indique une rupture des entrées nettes de capitaux dans divers régions et marchés nationaux clés. Les marchés boursiers émergents sont devenus une destination de plus en plus populaire au cours de la période étudiée, bien qu'en taille absolue l'Europe (y compris le Royaume Uni) attire davantage de capitaux. Les flux vers le Japon et les Etats-Unis se sont avérés plus volatiles.

Le Tableau 3 montre l'autre coupure : les flux nets de capitaux mesurés en termes de sorties selon la nationalité des investisseurs. Les résidents nord-américains (Etats-Unis et Canada) sont clairement devenus les investisseurs les plus agressifs ces dernières années. Au cours de la période 1991-1993, ils ont acheté des titres internationaux pour une somme nette de 165,5 milliards de dollars, soit environ 30 fois le montant de leurs achats réalisés en 1986-1988. Les investisseurs des marchés émergents sont aussi devenus des acheteurs nets de plus en plus importants ; cette évolution s'explique par le rapatriement de «fuites» antérieures de capitaux, désormais attirés par la perspective d'économies locales plus stables.

Autre mesure alternative de la taille du marché international des capitaux : les flux bruts, définis comme la somme des achats et des ventes internationaux (*voir graphique 3*). Les flux bruts mesurent l'activité des échanges sur le marché international des capitaux et sont l'équivalent du chiffre d'affaires. A la différence des flux nets, les flux bruts ne fournissent aucune information sur la direction du marché, mais ils offrent un éclairage sur la volatilité potentielle des prix. En d'autres termes, un chiffre d'affaires élevé lié à des entrées d'argent neuf indique typiquement une plus grande volatilité.

Le graphique 3 montre la croissance des flux bruts et l'importance accrue des échanges croisés comme source de transactions au sein du marché international des capitaux. En 1986, le marché des échanges croisés représentait un peu plus de 10% de la valeur totale du chiffre d'affaires réalisé sur les titres étrangers ; mais en 1993 sa part a augmenté considérablement pour atteindre 45% d'un gâteau bien plus important. Aujourd'hui, la valeur totale des transactions internationales brutes et des échanges croisés bruts s'élève à près de 3,6 mille milliards de dollars.

Au total, près d'une transaction sur quatre réalisée dans le monde aujourd'hui implique la contrepartie soit d'une action étrangère soit d'un investisseur étranger. De surcroît, ces résultats de transactions proviennent d'investisseurs particulièrement actifs. Les portefeuilles de capitaux

Tableau 4 - Emission primaire sur le marché international des capitaux, 1986-93E (en milliards de dollars).

	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
<b>Emerging markets</b>	<b>0,09</b>	<b>0,42</b>	<b>0,51</b>	<b>0,14</b>	<b>1,57</b>	<b>6,00</b>	<b>7,15</b>	<b>11,08</b>
Latin America	0,00	0,00	0,00	0,00	0,11	4,23	3,93	5,97
Far East	0,09	0,37	0,51	0,14	1,35	1,02	2,55	4,38
Other	0,00	0,05	0,00	0,00	0,11	0,75	0,67	0,73
<b>Developed markets</b>	<b>11,47</b>	<b>19,94</b>	<b>8,57</b>	<b>13,89</b>	<b>12,62</b>	<b>17,79</b>	<b>18,10</b>	<b>25,55</b>
US	1,90	2,59	1,50	1,65	2,74	6,16	8,69	9,71
Japan	0,00	0,21	0,19	0,95	0,91	0,00	0,05	0,00
UK	1,70	6,61	2,44	2,17	3,56	4,44	3,27	1,39
Continental Europe	7,06	7,37	2,89	6,49	3,98	4,19	4,23	11,12
Rest of World	0,81	3,16	1,55	2,63	1,43	3,00	1,86	3,33
<b>Total</b>	<b>11,56</b>	<b>20,36</b>	<b>9,08</b>	<b>14,03</b>	<b>14,19</b>	<b>23,79</b>	<b>25,25</b>	<b>36,63</b>

Source : Euromoney Bondware

76

Tableau 5 - Prix des actions et achats étrangers nets : marchés développés et marchés émergents, 1986-93E.

	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1986-93E	
								1993E	Av
<b>Developed markets</b>									
Net foreign buying (US\$bn)	38,6	10,6	29,4	76,5	-10,0	84,9	30,7	107,2	46,0
Share price returns (%; US\$ terms)	39,0	15,0	21,4	15,1	-19,3	16,5	-7,7	19,7	12,5
<b>Emerging markets</b>									
Net foreign buying (US\$bn)	3,3	5,9	3,5	10,1	13,2	15,8	22,5	52,0	15,8
Share price returns (%; US\$ terms)	8,7	10,0	53,2	51,7	-30,9	15,6	-1,4	64,2	21,4

Source : CrossBorder Analysis, Baring Securities

étrangers ont été échangés près de 2,8 fois en 1993, contre 1,3 fois seulement pour les titres conventionnels nationaux. Autrement dit, chaque action étrangère détenue par un investisseur international est restée pendant près de 130 jours dans son portefeuille. Le chiffre d'affaires des portefeuilles des marchés émergents était considérablement inférieur, à près de 1,3 fois. Tandis que les gestionnaires de portefeuilles étrangers «opèrent» sur les marchés développés à la recherche d'opportunités d'arbitrage, ils «investissent» sur les marchés émergents et accroissent notablement les portefeuilles.

Une troisième mesure de la taille du marché international des capitaux est le volume des nouvelles émissions. Celles-ci réunissent simplement toutes les émissions primaires destinées aux investisseurs mondiaux, soit comme des ADRs soit sous la forme de tranches internationales de privatisation. L'internationalisation du marché primaire signifie que les sociétés indiennes se trouvent en situation de concurrence avec les sociétés argentine, brésilienne, hollandaise et autres, pour attirer le capital du même groupe d'investisseurs. Le Tableau 4 montre une rupture de l'émission de titres primaires au cours de la période 1986-93.

Ces transactions internationales sont devenues de plus en plus importantes parce que les investisseurs étrangers sont dans plusieurs cas les acheteurs marginaux d'un nombre croissant de marchés boursiers, et les acheteurs marginaux contrôlent souvent les prix. Ainsi, plus les investisseurs internationaux contribuent activement à injecter des espèces, plus les prix des actions augmenteront.

On peut se faire une idée de la puissance de l'argent étranger en correlant l'effet que les flux internationaux nets de capitaux ont eu sur les marchés boursiers ces dernières années (voir Tableau 5). Une analyse de la moyenne des achats étrangers nets et des rendements des titres (en dollars) au cours de la période 1986-93 révèle qu'une entrée nette de 1 milliard de dollars sur les marchés émergents génère une augmentation de 1,4% du prix des actions ; tandis que sur les marchés développés, les prix des actions augmentent à une moyenne de 0,3% pour chaque milliard de dollar investi.

#### *Les flux nets de capitaux en 1992...*

En 1992, le marché international des capitaux a vu les nouveaux investissements monter à 53,2 milliards de dollars. Sur ce total, 22,5 milliards ont été destinés aux marchés émergents de l'Anneau Pacifique (y compris Hong Kong et Singapour), d'Amérique latine, d'Europe de l'Est, du Moyen Orient et d'Afrique. Près de 14,8 milliards de dollars se sont orientés sur des titres d'Europe continentale et 10,1 autres milliards ont été

investis au Royaume Uni. L'Angleterre s'est avérée particulièrement populaire auprès des investisseurs américains qui ont placé 13,7 milliards de dollars dans des titres du Royaume Uni.

Dans l'ensemble, les investisseurs américains se sont montrés les plus actifs en termes d'argent neuf en 1992. Les engagements financiers américains sur des titres internationaux se sont élevés à 42 milliards pour l'année. Curieusement, les investisseurs du Royaume Uni et les Japonais, deux nations qui ont dirigé l'investissement international à la fin des années 1980, ont vendu certains de leurs portefeuilles de titres internationaux en 1992. Les fonds d'Europe continentale ont été toutefois des investisseurs internationaux relativement importants en 1992 et ont injecté 10,5 milliards supplémentaires d'argent neuf, dont la plus grande partie, il est vrai, a été investie sur d'autres marchés boursiers continentaux.

Le tableau 6 présente les données relatives aux flux internationaux en termes de matrice, dessinée à partir de la provenance des fonds (*investors from*) - sur l'axe de gauche - et des utilisations de ces fonds (*markets to*) - dimension sommitale. Ainsi, les totaux des colonnes montrent les achats nets agrégés sur divers marchés boursiers, tandis que les totaux des lignes donnent les achats nets agrégés suivant la nationalité des investisseurs. Un chiffre négatif indique une vente nette ; un chiffre positif, un achat net. Puisque c'est une matrice, par définition, la somme des totaux des lignes doit évaluer la somme des totaux des colonnes. Le total général obtenu représente les achats agrégés nets, ou les flux d'argent neuf, sur le marché international des capitaux.

78

Tableau 6 - Flux internationaux nets de capitaux, 1992  
(en milliards de dollars).

INVESTOR FROM:	MARKET TO :							Total
	US	Japan	UK	Continental Europe*	Latin America	Pacific Rim	Restof World**	
US	-	6,66	13,73	7,78	7,03	5,39	1,39	<b>41,99</b>
Japan	(3,60)	-	(2,50)	1,07	0,05	2,20	0,05	<b>(2,73)</b>
UK	(3,30)	(3,50)	-	0,26	1,50	1,75	0,33	<b>(2,96)</b>
Continental Europe	(2,30)	4,68	1,35	6,71	0,66	0,41	(1,00)	<b>10,51</b>
Emerging Markets	2,88	0,75	(3,45)	1,10	0,25	0,97	0,05	<b>2,55</b>
Rest of World	2,12	0,37	0,95	(0,23)	0,15	0,23	0,23	<b>3,80</b>
<b>Total</b>	<b>(4,20)</b>	<b>8,96</b>	<b>10,08</b>	<b>16,69</b>	<b>9,64</b>	<b>10,95</b>	<b>1,04</b>	<b>53,17</b>

\* Includes net flows to emerging European stock markets.

\*\* Includes net flows to emerging African and Middle Eastern stock markets.

Source : CrossBorder Analysis, Baring Securities

FLUX DE CAPITAUX INTERNATIONAUX : CHAUD OU FROID ?

... et en 1993

On peut dessiner une matrice semblable pour 1993 (voir tableau 7) 1993, comparée à 1992, a été une année bien meilleure pour les titres internationaux en termes d'argent neuf. Les flux nets de capitaux sur les marchés internationaux se sont élevés à 159,2 milliards de dollars, somme bien supérieure au pic antérieur de 100,6 milliards touché en 1991. Au cours de la période 1991-1993, le total des flux internationaux nets de capitaux a atteint la somme remarquable de 313 milliards de dollars, soit un montant 2,5 fois supérieur à celui enregistré pour la période antérieure 1988-1990.

Tableau 7 - Flux internationaux nets de capitaux, 1993E  
(en milliards de dollars).

INVESTOR FROM:	MARKET TO :							Total
	US	Japan	UK	Continental Europe*	Latin America	Pacific Rim	Rest of World**	
US	-	6,2	15,6	15,7	9,3	10,5	9,1	<b>66,4</b>
Japan	3,8	-	0,5	3,5	0,8	6,0	0,7	<b>15,3</b>
UK	4,2	4,0	-	6,0	4,0	5,5	0,5	<b>24,2</b>
Continental Europe	61	3,8	2,0	5,8	1,0	2,0	0,3	<b>21,0</b>
Emerging Markets	5,1	3,3	1,0	2,5	3,0	5,6	1,0	<b>21,5</b>
Rest of World	1,9	2,7	0,5	3,0	1,9	0,4	0,4	<b>10,8</b>
<b>Total</b>	<b>21,1</b>	<b>20,0</b>	<b>19,6</b>	<b>36,5</b>	<b>20,0</b>	<b>30,0</b>	<b>12,4</b>	<b>159,2</b>

\* Includes net flows to emerging European stock markets.

\*\* Includes net flows to emerging African and Middle Eastern stock markets.

Source : CrossBorder Analysis, Baring Securities

Sur le total de 1993, l'argent étranger investi sur les marchés boursiers émergents représente 52 milliards de dollars, et 58 % de ce chiffre a été aspiré par les marchés boursiers de la zone Asie-Pacifique. Encore une fois, comme en 1992, les investisseurs américains ont été les principaux acheteurs nets. En agrégé, les résidents américains ont placé près de 66,4 milliards de dollars sur les marchés boursiers du globe, éclipsant facilement leurs homologues anglais qui occupaient la seconde place avec 24,2 milliards de dollars. Les investisseurs étrangers se sont avérés de sérieux acheteurs de titres internationaux en 1993, un revirement notable par rapport à l'année précédente. Le Japon, aussi, a manifesté une importante reprise dans ses achats internationaux nets : par rapport à la vente nette de

2,7 milliards de dollars en 1992, les investisseurs japonais ont ajouté pour 15,3 milliards de dollars de titres étrangers à leurs portefeuilles en 1993.

Les investisseurs d'Europe continentale ont de nouveau été des acheteurs nets d'actifs en 1993, parvenant à ajouter 21 milliards de dollars au marché global. Néanmoins, certains signes ont indiqué que ces investisseurs continentaux voulaient se diversifier davantage hors d'Europe. Si l'on inclue les titres anglais, le total des titres européens achetés par des investisseurs étrangers a seulement atteint 7,8 milliards de dollars, soit juste un peu plus du tiers des achats nets, contre 8,1 milliards, soit les trois quarts, l'année précédente.

On a assisté en 1993 à une forte reprise des investissements dans les titres japonais, qui ont grimpé à 20 milliards de dollars contre 9 en 1992. Le total des investissements étrangers dans des titres américains a également reculé en 1993 pour atteindre 21,2 milliards, malgré les 4,2 milliards de ventes nettes enregistrées en 1992.

Sans doute la différence la plus intéressante à relever entre les données relatives aux flux nets pour les années 1992 et 1993, est l'importante reprise des achats des investisseurs des marchés émergents. En 1992, ceux-ci ont acheté des titres étrangers, principalement des titres américains, pour une somme nette de 2,6 milliards de dollars. En 1993, le total de leurs achats avait atteint la somme de 21,5 milliards de dollars, preuve d'achats plus importants. Par exemple, et si l'on inclue les actions japonaises, les investisseurs des marchés émergents (essentiellement des résidents de la zone Asie-Pacifique) ont acheté pour 8,9 milliards de dollars de titres asiatiques en 1993.

80

#### *Les flux internationaux nets de capitaux vers les marchés boursiers émergents*

La tendance de loin la plus frappante sur le marché international des capitaux dans les dernières années a été la poussée des flux en direction des petits marchés boursiers émergents. L'année dernière les entrées nettes ont atteint la somme étonnante de 52 milliards de dollars. Comme le tableau 2 le souligne, ces entrées ont augmenté chaque année depuis 1988, et sont aujourd'hui 15 fois plus importantes qu'elles ne l'étaient en 1986. En fait, plus décisif, si l'on exclut les marchés boursiers plus importants de Hong Kong et Singapour, les entrées nettes dans les marchés émergents plus petits ont atteint 40,5 milliards de dollars en 1993, soit près de 65 fois leur total de 1986.

La Figure 4 détaille les flux internationaux de capitaux vers les marchés de la zone Asie-Pacifique. En 1993, 9 milliards de dollars sont entrés à Hong Kong et en Chine ; mais de façon surprenante, les marchés boursiers

«demi fermés» d'Inde (3,5 milliards), de Taïwan (4 milliards) et de Corée du Sud (5,6 milliards) n'étaient pas loin derrière.

Le graphique 5 présente un détail semblable pour l'Amérique latine. On y voit que l'Argentine a bénéficié de la plus importante entrée de capitaux étrangers en 1993, avec 6 milliards de dollars, suivie par le Brésil (4,6 milliards) et le Chili (2,7 milliards) ; nous estimons également que 6 milliards supplémentaires ont été investis dans des titres mexicains.

Les flux vers toutes les autres régions de marchés émergents - Europe du Sud, Europe de l'Est, Moyen Orient et Afrique - étaient nettement plus faibles. Les données sont moins fiables, mais nous estimons que 2 milliards de dollars sont entrés dans ces régions en 1993, contre 1,86 milliard en 1992, et des sorties limitées (largement à cause de l'inclusion de l'Afrique du Sud) pour cinq des six années précédentes.

#### *Amérique latine ou Anneau Pacifique ?*

Pendant plusieurs années, les investisseurs d'actifs ont agrandi les principaux marchés boursiers du globe. Les fonds sont fréquemment et rapidement transformés de titres anglais en titres américains, et de titres japonais en titres allemands. Néanmoins, on observe des changements semblables au sein des marchés émergents et particulièrement entre les deux régions les plus capitalisées, la zone Asie-Pacifique et l'Amérique latine. Cette lutte pour l'argent étranger souligne à quel point le marché international des capitaux est devenu compétitif.

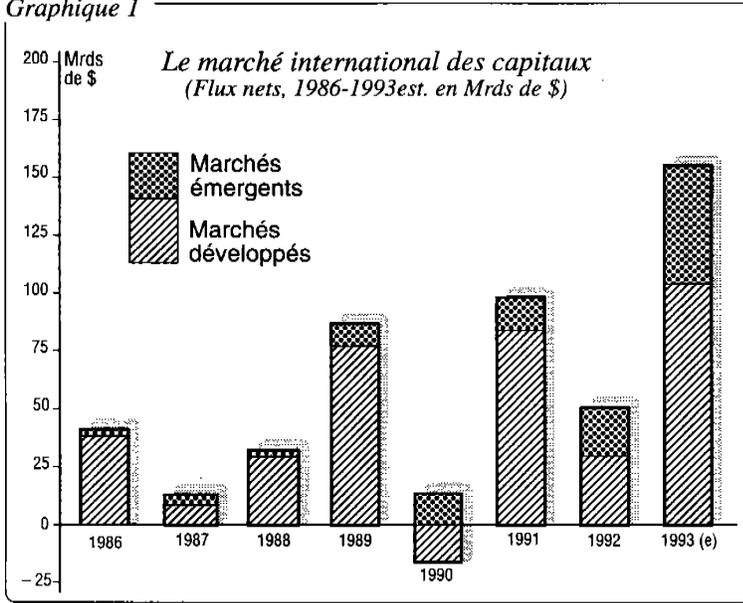
Le graphique 6 présente la distribution des fonds entre l'Amérique latine et la zone Asie-Pacifique depuis 1986. Les entrées en Amérique latine ont représenté en moyenne 46,8% des flux des marchés émergents au cours des années 1986-1993. Elles ont fortement augmenté depuis 1989 et ont atteint un pic, à 75,2%, un an plus tard, en 1990. Les 20 milliards de dollars investis en Amérique latine en 1993 représentent seulement 38,5% des entrées de capitaux dans les marchés émergents, du fait de la poussée d'argent vers la zone Asie-Pacifique.

Il est possible que l'année 1993 représente un pic cyclique de court terme dans les flux internationaux, néanmoins la tendance vers une plus grande internationalisation du marché mondial des capitaux est indéniable. A peine 9% des titres cotés dans le monde sont entre les mains d'investisseurs étrangers ; toutefois, nos estimations suggèrent que cette proportion devraient finalement passer à 10-15%. En particulier, les investisseurs américains et d'Europe continentale disposent encore de portefeuilles de titres étrangers relativement restreints.

Cependant, il semble également clair que le dollar supplémentaire consacré à l'investissement international est désormais dirigé vers les

marchés boursiers émergents. Le vieillissement des populations et les ratios d'épargne croissants des pays industrialisés riches signifient que le pouvoir économique et les capitaux se déplacent de plus en plus du Nord au Sud et de l'Ouest vers l'Est. Au surplus, les investisseurs fournissent les fonds dont les économies en voie de développement ont besoin pour s'industrialiser. Et ces investisseurs ne sont pas des banques, et rarement des sociétés industrielles ou des investisseurs de détail ; Ce sont de grands fonds institutionnels (caisses de retraite, caisses d'assurance et sociétés d'investissement) établis dans les centres financiers clés du globe à New York, Londres, Tokyo, Paris, Boston et Francfort. Les puissances d'investissement sont en train de remplacer rapidement les puissances de profit comme la force conductrice des marchés boursiers globaux.

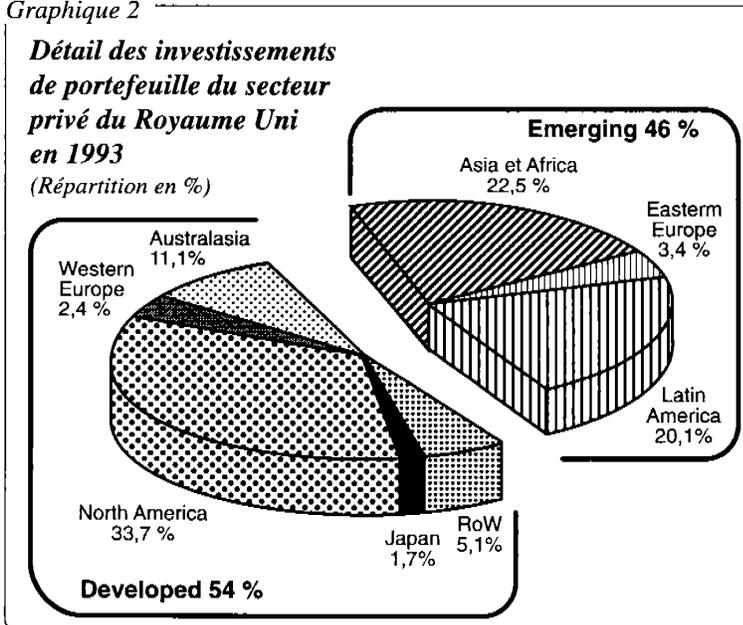
Graphique 1



Source : CrossBorder Analysis, Baring Securities

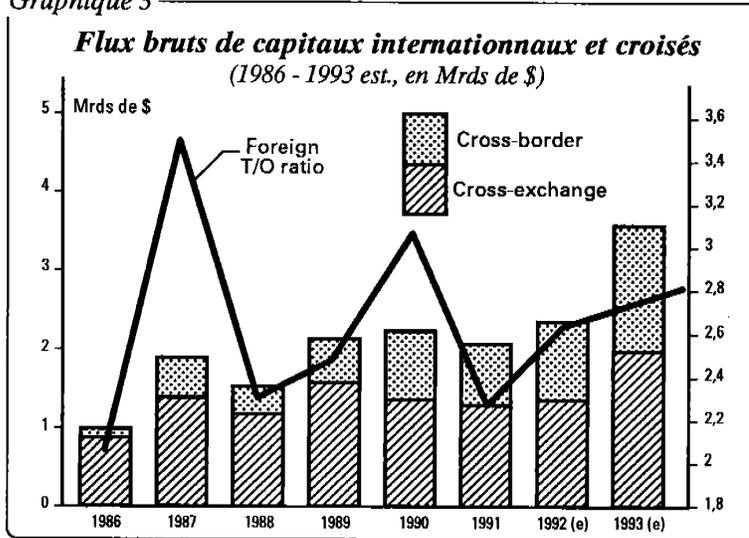
83

Graphique 2



Source : Cross Border Analysis, Baring Securities

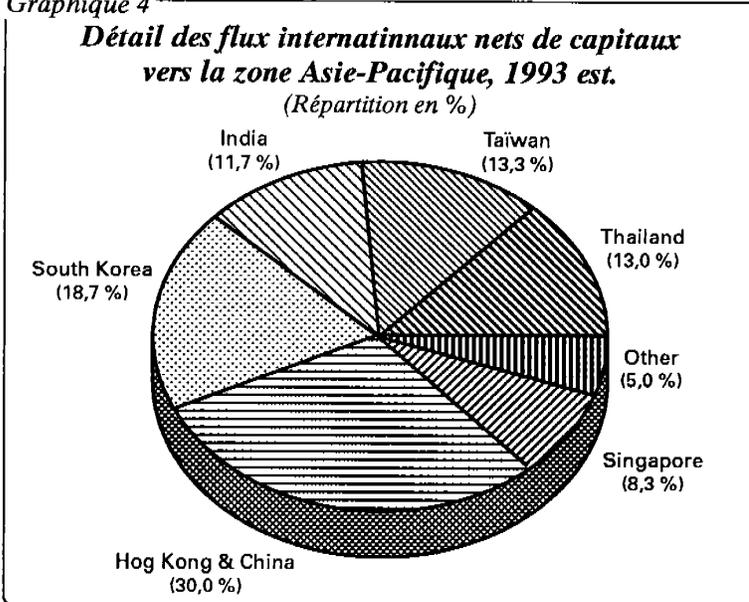
Graphique 3



Source : Cross Border Analysis, Baring Securities

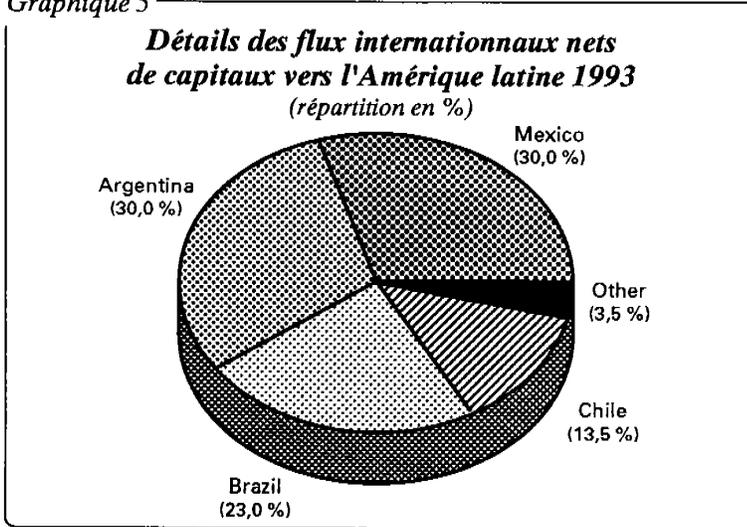
84

Graphique 4



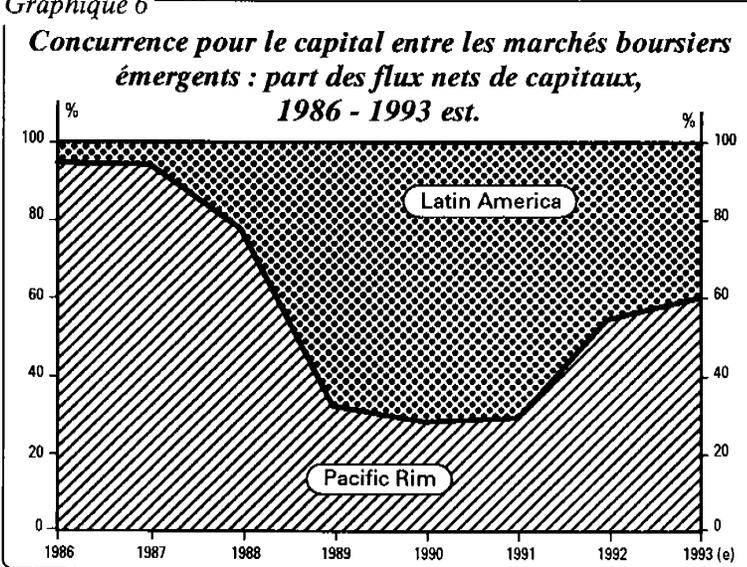
Source : Cross Border Analysis, Baring Securities

Graphique 5



Source : CroosBorder Analysis, Baring Securities

Graphique 6



Source : Croos Border Analysis, Baring Securities