CENTRE DE DÉVELOPPEMENT DE L'OCDE

CAHIER DE POLITIQUE ÉCONOMIQUE N° 4

VERS LA LIBERTÉ DES MOUVEMENTS DE CAPITAUX

par

Bernhard Fischer et Helmut Reisen

- Les pays en développement les plus avancés sont incités de façon toujours pressante à supprimer les contrôles des mouvements de capitaux ; mais les expériences diverses de libéralisation montrent que les réformes doivent être élaborées avec soin pour améliorer l'efficacité économique et la croissance sans compromettre la stabilité

- Il est recommandé de procéder à une suppression graduelle de ces contrôles en prenant appui sur le progrès des réformes fiscales, la gestion du taux de change, le renforcement de la concurrence, et de la surveillance du système bancaire et la résolution des problèmes internes posés par les créances bancaires douteuses

CAHIER DE POLITIQUE ÉCONOMIQUE N° 4

VERS LA LIBERTÉ DES MOUVEMENTS DE CAPITAUX

par

Bernhard Fischer et Helmut Reisen

© OCDE 1992

CAHIERS DE POLITIQUE ÉCONOMIQUE DU CENTRE DE DÉVELOPPEMENT

Le Centre de Développement s'efforce, dans ses activités de recherche, d'identifier et d'analyser les problèmes qui vont se poser à moyen terme, dont les implications concernent aussi bien les pays Membres de l'OCDE que les pays non membres, et d'en dégager des lignes d'action pour faciliter l'élaboration de politiques adéquates.

Les *Cahiers de politique économique* présentent sous une forme concise, facile à lire et à assimiler, les résultats des travaux de recherche du Centre. De par sa diffusion rapide, large et ciblée, cette série est destinée plus particulièrement aux responsables politiques et aux décideurs concernés par les recommandations qui y sont faites.

Si la plupart des pays de l'OCDE ont supprimé les contrôles sur les capitaux, ces contrôles persistent dans les pays en développement, même les plus avancés. Ce *Cahier* vise à tirer les enseignements des expériences d'ouverture des marchés des capitaux en faveur d'une stratégie positive de libéralisation. Pour ce faire, il s'attache à identifier les obstacles à la libéralisation dans les pays en développement et envisage les mesures d'ordre institutionnel et la politique qui doivent précéder l'abolition des différents contrôles sur les capitaux. Ce *Cahier* trace enfin les grandes lignes du déroulement chronologique des différentes phases de ce processus de libéralisation.

Table des matières

I. Introduction 5
II. La libéralisation : pourquoi et comment ? 7
1. Justifications de la libéralisation 7
2. Au revoir la répression, bonjour le krach financier ? 10
3. Les étapes de la réforme 15
III. Les obstacles à la libéralisation 17
1. Perte d'autonomie macro-économique 17
2. Contraintes du secteur financier national 20
IV. Vers la convertibilité des capitaux 23
1. Gestion macro-économique et développement du marché 23
2. Concurrence et surveillance des banques 27
3. Résoudre le problème des créances douteuses 31
4. Élimination progressive des contrôles 33
Bibliographie 36

I. Introduction

Les années 80 resteront une décennie d'intégration rapide des marchés financiers dans le monde industrialisé. Toutefois, si la plupart des pays de l'OCDE ont aboli les contrôles portant sur les mouvements de capitaux, ces contrôles persistent dans les pays en développement, même les plus avancés. Certains de ces derniers se trouvent impliqués, chaque jour davantage, parfois à leur corps défendant, dans un débat qui les pousse à supprimer sans plus attendre les restrictions actuellement pratiquées. Depuis l'échec de la libéralisation, notamment dans les pays du sud de l'Amérique latine, les opinions sur l'ouverture du marché des capitaux — sujet des plus complexes qui ne se prête pas aux déclarations simplistes — ne cessent de se diversifier.

Pour les pays en développement les plus avancés qui envisagent de demander leur adhésion à l'OCDE, les Codes de libéralisation édictés par cette organisation peuvent constituer une raison supplémentaire d'ouverture financière. Après sa création, en 1961, l'une des premières mesures prises par l'OCDE a consisté à adopter le *Code de libéralisation des opérations courantes invisibles* et le *Code de libéralisation des mouvements de capitaux*. Ces Codes imposent aux pays Membres de l'OCDE l'élimination mutuelle des restrictions aux opérations courantes invisibles et aux mouvements de capitaux énumérés. Depuis 1989, les Codes couvrent tous les mouvements de capitaux, y compris les opérations sur les marchés monétaires et les autres activités financières à court terme ainsi que les services bancaires et financiers. Ils contiennent également, aujourd'hui, des dispositions sur le "traitement national" réservé aux institutions financières "non résidentes". Même si le statut juridique des "Codes de libéralisation de l'OCDE correspond à celui des décisions de cette organisation, contraignantes pour tous les Membres, ... (il autorise)... une marge de manoeuvre raisonnable afin de permettre à chaque pays, en différentes circonstances, de s'acheminer vers l'objectif visé à sa façon et à son allure, compte tenu de son contexte économique propre" (OCDE, 1990, p. 13).

Bien que la réforme financière vise prioritairement une augmentation de la croissance et de l'efficacité économique, le processus de réforme doit néanmoins être minutieusement élaboré si l'on souhaite parvenir à l'objectif fixé. Ce *Cahier* s'attache à expliquer :

- *pourquoi* il convient de libéraliser les mouvements de capitaux ;
- *à quel moment* il faudrait supprimer chaque type de contrôle ;
- *comment* ce processus de libéralisation devrait être mis en oeuvre.

Les justifications de la libéralisation des mouvements de capitaux (section II.1) seront étudiées à la lumière des diverses expériences de réformes effectuées dans certains pays, Membres de l'OCDE ou non (II.2).

Si les objectifs visés font l'unanimité, il convient toutefois d'analyser attentivement le déroulement chronologique de la réforme en raison des dangers potentiels qu'entraîne le processus "d'ouverture" (II.3). La présente étude identifie les contraintes macro-économiques et financières les plus importantes qui doivent être éliminées afin d'en assurer le succès (III.1 et III.2). Ces obstacles ne devraient pas retarder la mise en place de la réforme mais au contraire encourager l'application de mesures favorables à l'ouverture financière sur l'extérieur.

Les lignes directrices de cette politique (IV.1-3), tout en suggérant des solutions, mettent l'accent sur la nécessité d'opérer :

- une sérieuse consolidation budgétaire et une stabilisation préalable ;
- une combinaison de politiques monétaire et budgétaire visant à atténuer la perte d'autonomie monétaire tout en insistant sur la gestion du taux de change ;
- la constitution de marchés primaires et secondaires des valeurs mobilières permettant l'application de la politique monétaire et la stabilité financière ;
- l'instauration de la concurrence interne afin de stimuler l'efficacité des affectations de crédit et du fonctionnement du secteur financier ;
- le renforcement de la réglementation et de la surveillance des systèmes juridiques et comptables afin de limiter les risques résultant des mécanismes financiers ;
- la restructuration du système bancaire national en vue de réduire l'excès de créances douteuses et d'assurer une libre concurrence à tous les niveaux.

La plupart des recommandations politiques admettent que les gouvernements doivent supprimer simultanément tous les contrôles imposés aux capitaux. Ce *Cahier* préconise, au contraire, d'adopter un processus progressif de libéralisation, sur la base, entre autres, des expériences de différents pays Membres de l'OCDE. Il convient au départ de faire des distinctions importantes entre les types de contrôles et de savoir s'ils ont davantage de répercussions sur les entrées ou les sorties de capitaux, les flux à court terme ou à long terme (durables), les relations bancaires ou non bancaires. Ce document détermine le moment optimal pour la libéralisation de chaque compte à la lumière des progrès enregistrés par le secteur financier macro-économique national. Il s'agit d'éviter toute entrave au processus et de faire en sorte que l'ouverture financière atteigne son objectif premier : l'augmentation de l'efficacité économique et de la croissance, sans porter atteinte à la stabilité.

II. La libéralisation : pourquoi et comment ?

1. Justifications de la libéralisation

En principe, la suppression des contrôles des mouvements de capitaux est censée procurer des avantages économiques ; ceux-ci proviennent, d'une part, d'une augmentation des opportunités d'arbitrages intertemporels et de diversification des portefeuilles sur différents pays, en imposant une discipline macro-économique aux pouvoirs publics nationaux ; d'autre part, de l'augmentation des coûts et de l'inefficacité des contrôles au fur et à mesure du développement économique.

Les économistes affirment que les arbitrages intertemporels procurent des gains parce que les préférences pour le présent et pour la liquidité diffèrent d'un pays à l'autre. Cela signifie, par exemple, que les économies vieillissantes ont tendance à enregistrer un surplus d'épargne et par là même un excédent de leur balance des paiements courants qu'elles compenseront plus tard (lorsqu'elles seront vieilles) sous la forme d'entrées nettes. Ou encore, qu'un pays subissant un choc temporaire (comme de mauvaises récoltes) préfèrera enregistrer un déficit de sa balance des paiements courants pour lisser sa consommation dans le temps, plutôt que de maintenir en permanence cette dernière au niveau correspondant à son revenu courant. L'ouverture des marchés financiers supprime de telles contraintes en matière de liquidité.

La diversification des portefeuilles à l'étranger permet aux emprunteurs d'un pays de trouver ailleurs des coûts de financement plus bas et offre aux épargnants la perspective de rendements plus élevés. Les avantages résultant de l'augmentation de la concurrence peuvent se révéler plus importants que les gains statiques provenant de l'intégration financière. Si l'ouverture rompt la structure oligopolistique du marché, la concurrence entre les intermédiaires financiers s'en trouvera intensifiée. Les marges de ces intermédiaires seront comprimées, le coût de financement des emprunts diminuera et le rendement des prêts augmentera. En outre, les coûts de transaction pour les agents intervenant sur les marchés non financiers diminueront en raison de la diffusion des innovations financières initialement développées dans d'autres pays. L'accroissement des liquidités dû au développement de marchés plus ouverts, avec des intervenants mieux pourvus en capitaux, améliore la qualité des actifs financiers. La séparation, la couverture et la dispersion des risques donnent lieu à une plus grande homogénéité des prix et à un meilleur ajustement en termes de liquidité et d'instruments financiers adaptés. Par exemple, un investisseur coréen qui limite son portefeuille aux actifs coréens prend davantage de risques que celui qui peut le diversifier en actifs internationaux. L'investisseur étranger qui acquiert certains actifs coréens constitue la contrepartie de cette diversification. Dans la mesure où les échanges internationaux d'actifs financiers représentent pour l'essentiel un marché de gros, l'amélioration de la qualité des actifs et la diversification des risques profitent surtout aux investisseurs institutionnels tels que les caisses de retraite.

On a souvent eu recours au contrôle des flux de capitaux pour préserver un certain degré d'autonomie monétaire. En régime de taux de change entièrement flottants, la Banque centrale peut maintenir la masse monétaire nominale au niveau qu'elle souhaite et ce sont essentiellement les variations du taux de change qui assurent l'équilibre de la balance des paiements. C'est la raison pour laquelle les monétaristes nationaux affirment que les pouvoirs publics peuvent à la fois bénéficier de l'indépendance monétaire et d'une balance du commerce extérieur équilibrée, à condition d'accepter un taux de change entièrement flottant. Dans un tel contexte, le contrôle des changes n'a plus de raison d'être. Un taux de change fixé en termes nominaux et une libre circulation des capitaux compromettent en revanche l'indépendance monétaire. Les partisans de l'abolition du contrôle des changes soutiennent que cette indépendance est en fait indésirable : les politiques inflationnistes deviennent incompatibles avec la libre circulation des capitaux car elles entraînent une fuite des capitaux à l'étranger et un tarissement des réserves en devises du pays. En conséquence, la politique monétaire et budgétaire est soumise à une discipline plus rigoureuse. Les déséquilibres fondamentaux peuvent toujours être évités et la fuite des capitaux fournit une preuve irréfutable qu'il convient de changer de politique. À l'inverse, lorsqu'on fait appel aux contrôles sur les entrées de capitaux pour maintenir un taux de change sous-évalué, les importants excédents de la balance des comptes courants et la constitution de réserves de devises sont susceptibles de poser certains problèmes concernant la politique à adopter. La libéralisation des mouvements de capitaux contribue à atténuer les pressions inflationnistes résultant de l'incapacité à stériliser les liquidités excessives. L'abolition des contrôles sur les sorties de capitaux fournit des opportunités nouvelles en matière d'investissements, ce qui accroit le rendement des investissements (devenus plus rares) dans le pays ainsi que celui des investissements (devenus plus importants) à l'extérieur.

Le contrôle des mouvements de capitaux est étroitement lié à la politique industrielle, souvent appliquée par le biais des crédits attribués par les pouvoirs publics. Cependant, au fur et à mesure que les pays avancent sur la voie du développement, les raisons justifiant les contrôles de capitaux relevant de la politique industrielle ont tendance à s'estomper. Lorsque le cycle des produits évolue vers des biens plus complexes, les pouvoirs publics se trouvent moins aptes que le marché à faire le bon choix, mais davantage susceptibles de surcharger le système bancaire national avec des prêts non performants.

D'un point de vue plus pratique, la désillusion due à l'inefficacité des contrôles peut constituer un autre motif de leur suppression. L'intégration croissante des échanges et la présence, de plus en plus marquée, des firmes multinationales ressèrent les liens financiers, ouvrant par là même la porte à de nombreuses façons de déjouer ces contrôles. En conséquence, ces derniers peuvent ne pas produire les résultats escomptés ; bien au contraire, leur existence peut faire naître l'incertitude sur la perspective de nouvelles tensions et donc enrayer les entrées de capitaux et stimuler les sorties au-delà du niveau envisagé par les autorités.

2. Au revoir la répression, bonjour le krach financier ?

À la fin des années 70 et au début des années 80, plusieurs pays d'Amérique latine (Argentine, Chili et Uruguay) et d'Asie (Indonésie et Malaisie) se sont lancés dans un programme de déréglementation financière, dans le cadre d'une stratégie plus vaste de libéralisation. Les résultats de ces expériences diffèrent tellement d'un pays à l'autre qu'il est difficile de prévoir les effets d'une libéralisation dans les pays marqués par la répression financière. Les expériences des petits pays de l'OCDE à économie ouverte (Australie et Nouvelle-Zélande) donnent également des résultats mitigés.

Après avoir adopté des stratégies de développement fortement axées sur le protectionnisme et l'intervention massive de l'État, l'Uruguay, le Chili et l'Argentine ont commencé à libéraliser leur économie, y compris les marchés de capitaux, au cours des années 70. La libéralisation entreprise dans le sud de l'Amérique latine s'est achevée par une fuite des capitaux, le non-remboursement généralisé des emprunts, des crises bancaires, une chute de la production et un chômage massif. Les contrôles durent être rétablis. Cette expérience est caractérisée par des différences soutenues dans les taux d'intérêts, entraînant des entrées excessives de capitaux, une appréciation des taux de change en termes réels (qui s'est traduite par une compression considérable des bénéfices dans le secteur des biens faisant l'objet d'échanges internationaux), ainsi que la faillite des institutions financières. Bref, elle a abouti à tout, sauf à une augmentation de la croissance.

Après l'ouverture financière, les taux d'intérêts réels sont restés très élevés dans le sud de l'Amérique latine, atteignant 40 pour cent au Chili. La théorie voulait que les taux d'intérêts, ainsi libérés, s'ajustent au niveau mondial. Plusieurs explications, d'ordre micro- et macro-économique, ont été avancées pour expliquer un tel décalage. En premier lieu, la demande de crédit s'est fortement accrue en raison de l'augmentation de la richesse apparente résultant de la libéralisation générale et du renforcement des droits de propriété privée. En deuxième lieu, la segmentation du marché national du crédit a entravé un processus d'arbitrage en matière de taux d'intérêt entre les institutions de prêts spécialisées et en matière d'utilisation sectorielle des fonds : l'écart des taux entre les emprunts et les prêts ne s'est pas réduit et reflétait un comportement oligopolistique à l'égard des prix. En troisième lieu, l'absence de surveillance et les participations croisées entre les banques et les entreprises ont conduit à l'accumulation de créances douteuses. En conséquence, les banques ont relevé les intérêts facturés aux débiteurs solvables pour compenser ces pertes. En quatrième lieu, les emprunts non performants ont provoqué la conclusion de nouveaux emprunts (emprunts de secours — *distress borrowing*) qui augmentèrent la demande de crédit. Enfin, en raison de la surévaluation croissante des monnaies, les prêteurs étrangers et les résidents nationaux ont fini par redouter une augmentation du risque de change et ont exigé des rendements plus élevés.

Cette expérience s'est accompagnée d'une appréciation considérable du taux de change en termes réels à la suite des entrées massives de capitaux dues au différentiel soutenu en matière de taux d'intérêt. Dans le sud de l'Amérique latine, les taux de change ont été surévalués, en termes réels, à la suite des tentatives de stabilisation qui consistèrent à annoncer à l'avance des taux de dévaluation inférieurs aux taux d'inflation (parité à crémaillère active). L'indexation des anticipations inflationnistes sur les taux de

change n'a pas fonctionné : les entrées excessives de capitaux ont surpassé les capacités de stérilisation de la Banque centrale, provoquant un relâchement de la discipline budgétaire et salariale et sapant ainsi les fondements de l'indexation nominale.

L'expérience d'ouverture des pays du sud de l'Amérique latine, qui a fait l'objet de nombreuses publications, s'est achevée en krach financier. Toutefois, l'expérience des autres pays laisse penser que l'ouverture financière peut présenter des avantages, même si elle comporte toujours des risques. Les partisans d'une libéralisation précoce des mouvements de capitaux s'appuient sur les expériences de la Malaisie et de l'Indonésie.

La place financière de Singapour est depuis longtemps à l'Indonésie et à la Malaisie ce que le marché gris est à de nombreux pays en développement. Le contrôle des capitaux n'aurait donc été d'aucune utilité dans ces deux pays. Les autorités indonésiennes et malaises durent s'accommoder de "comptes en capital ouverts". Elles ont réussi à stimuler la croissance, diversifier les exportations et maintenir l'inflation à un bas niveau. Si les comptes en capital ouverts ont imposé des restrictions budgétaires et monétaires aux deux pays, ils ont également dicté une saine discipline, notamment sur les budgets publics, ce qui a permis de préserver la stabilité macro-économique.

L'ordre dans lequel se sont déroulées les différentes phases de la réforme en Indonésie défie toutes les théories exposées dans la littérature relative au développement. Le marché des capitaux a été ouvert en premier (1971), puis les échanges ont été progressivement libérés au début des années 80, les taux d'intérêt ont suivi en 1983 et, enfin, les aspects institutionnels du système financier ont connu une déréglementation en 1988. C'est seulement depuis cette date que l'on a pu observer une série de phénomènes apparus à l'occasion d'autres expériences de réforme (dans des pays Membres de l'OCDE ou non) et que l'on peut résumer comme suit. Une réforme financière "véritable" allège les contraintes existantes en matière de liquidité pour les prêts à la consommation et à la construction. La hausse des prix produit un effet d'enrichissement, ce qui accroit encore la demande de crédit. La Banque centrale finit par s'inquiéter de cette augmentation de la masse monétaire et tente de stabiliser la situation. Les taux d'intérêt augmentent et les sociétés empruntent à l'étranger pour éviter les taux d'intérêt élevés pratiqués dans leur pays. Le déficit de la balance des comptes courants du pays se creuse, mais l'augmentation de la prime de risque-pays ne suffit pas à endiguer le flot des emprunts passés à l'étranger (emprunts de secours). Si la Banque centrale maintient son programme de stabilisation, l'activité se ralentit et les premières faillites d'entreprises apparaissent. Les banques découvrent alors que certains de leurs actifs sont douteux et qu'elles sont surexposées au risque dans certains secteurs, notamment dans l'immobilier. Ce n'est qu'à ce moment-là que les pouvoirs publics commencent à s'inquiéter des contrôles à exercer sur les banques et de la réglementation en matière de surveillance.

Il convient de noter certaines explications d'ordre institutionnel au succès de la Malaisie et de l'Indonésie dans le maintien d'un bas niveau d'inflation et de la compétitivité des taux de change, en dépit de l'ouverture des marchés financiers. Dans le passé, les pouvoirs publics des deux pays contrôlaient une grande partie des entrées de devises dues aux exportations de pétrole et de gaz. Ces ressources pouvaient être utilisées pour compenser les variations du compte de capital des personnes privées du pays. Par ailleurs, le secteur privé indonésien, tout particulièrement, était considéré, jusqu'à une date récente, comme peu solvable sur les marchés étrangers. L'augmentation des exportations

a permis aux entreprises indonésiennes d'accroître leur crédit international tout en réduisant le rôle joué par les pouvoirs publics dans les opérations de change. Cette évolution a renforcé la nécessité d'agir sur la liquidité du système bancaire national.

Dans une telle situation, pour les pays moins avancés, il n'est pas inutile que la Banque centrale contrôle une grande partie des actifs financiers du pays, par l'intermédiaire des banques du secteur public ou des entreprises publiques, si ces dernières enregistrent des excédents financiers. Les autorités indonésiennes ont récemment retiré de larges sommes des dépôts bancaires des entreprises publiques et ont utilisé ces fonds pour acquérir des certificats émis par la Banque d'Indonésie. Ces interventions portant sur les quantités (contrairement aux incitations portant sur les prix) et destinées à restreindre le crédit sur le plan interne, ont servi à défendre la roupie indonésienne (malgré leur efficacité limitée). En Malaisie, des institutions telles que l'Employee Provident Fund (qui détient 20 pour cent des actifs financiers du pays) ont également joué un rôle essentiel dans la gestion de la liquidité interne. Cela n'a pourtant pas empêché la dure récession du début des années 80 de se transformer en une crise financière généralisée. Ces événements ont alerté les pouvoirs publics et la Malaisie fait aujourd'hui office de modèle pour la surveillance des banques et la réglementation de cette surveillance.

La fragilité financière des pays qui ont entrepris de telles réformes n'implique pas automatiquement que les crises financières soient l'inévitable prix à payer pour la libéralisation. Les causes de ces crises sont nombreuses et comprennent : de graves chocs macro-économiques externes, des taux d'intérêt réels très élevés, une gestion bancaire imprudente ou frauduleuse, une réglementation et une surveillance des institutions financières inadéquates, l'implantation de nouveaux-venus sans expérience de la banque et la concentration due à des prises de contrôle par des groupes.

La crainte d'une faillite des institutions financières a ralenti le processus d'ouverture des économies de pays tels que la Corée et Taiwan. Les autorités de ces pays ont adopté une approche prudente en matière d'ouverture du marché des capitaux, imitant ainsi de nombreux pays Membres de l'OCDE. En fait, la progression des pays de l'OCDE sur la voie de l'intégration des marchés financiers n'a jamais été ni rectiligne ni uniforme. Durant la période de Bretton Woods (jusqu'en 1973), marquée par des taux de change fixes mais ajustables, seuls quelques rares pays tels que les États-Unis, le Canada, l'Allemagne et la Suisse n'exerçaient aucun contrôle significatif sur les capitaux. Pendant les années 60 et 70, même les pays de l'OCDE à économie libérale ont continué de recourir aux contrôles. Il existe un exemple bien connu : la taxe d'égalisation des taux d'intérêt adoptée par les États-Unis en 1964 pour prévenir la fuite des capitaux. Parmi les mesures de grande ampleur prises pendant la période de Bretton Woods pour défendre les taux de change et l'autonomie de la politique monétaire, citons : un double taux de change, des réseaux de paiements en circuit fermé et des restrictions aux relations des institutions financières avec l'étranger. Longtemps après l'effondrement du système de Bretton Woods, un certain nombre de pays utilisaient encore temporairement des mesures visant à limiter les entrées de capitaux : c'est le cas du Japon, de l'Allemagne et de la Suisse en 1977, lorsque des pressions spéculatives se sont développées à l'encontre du dollar, et de l'Espagne en 1990, pour enrayer la hausse de la peseta. C'est seulement pendant les années 80 que la majorité des pays de l'OCDE sont parvenus à une ouverture financière totale.

Dans la plupart des pays de l'OCDE, cette ouverture s'est réalisée *progressivement*. Seuls le Royaume-Uni (1979), l'Australie (1983) et la Nouvelle-Zélande (1984) ont connu une transition rapide d'un régime plutôt restrictif à un régime ouvert. Ces pays ont tout d'abord essayé de préserver leur autonomie monétaire en optant pour des taux de change totalement flottants. Ils ont toutefois fini par comprendre qu'avec des marchés de capitaux ouverts, un régime de taux de change entièrement flottants ne réduit pas l'interdépendance économique, mais ne fait que modifier la forme de cette interdépendance. En pratique, l'ouverture financière, accompagnée de taux de change flottants, se traduit par des taux de change excessifs à la suite de la stabilisation, ce qui affecte les résultats à l'exportation, souvent pour de longues périodes. Le Japon illustre, quant à lui, l'approche progressive de l'ouverture financière. Lors de son adhésion à l'OCDE, en 1964, le Japon a maintenu de larges restrictions qu'il a progressivement supprimées jusqu'en 1980. Les premières abolies furent celles imposées aux investissements directs étrangers, aux opérations sur titres et aux mouvements de capitaux des personnes physiques. Les opérations immobilières, les investissements directs japonais à l'étranger et les prêts commerciaux ont été libérés par la suite. Enfin, les dernières restrictions ont été levées en décembre 1980. Dans la seconde moitié des années 80, la plupart des pays européens Membres de l'OCDE étaient parvenus au terme de cette libéralisation progressive, reflétant les efforts de la Communauté européenne en vue d'instaurer la libre circulation des capitaux entre pays membres.

Les expériences résumées ci-dessus, et tout particulièrement celles des pays de l'OCDE et des pays asiatiques, montrent que l'ouverture des marchés de capitaux n'entraîne pas systématiquement une appréciation du taux de change réel ou un krach financier. Presque tout dépend de l'ordre dans lequel se déroulent les différentes étapes de cette ouverture par rapport aux mesures institutionnelles et politiques préalablement requises.

3. Les étapes de la réforme

De quels indicateurs les décideurs disposent-ils pour déterminer le moment approprié pour l'ouverture des marchés de capitaux ? C'est l'évolution vers les taux de change flottants généralisés, en 1973, qui a essentiellement présidé à la libéralisation des mouvements de capitaux au sein de l'OCDE. À cette époque, l'opinion majoritaire (aujourd'hui contestée) partait du principe suivant lequel les taux de change flottants procureraient l'indépendance économique. Un certain nombre de pays de l'OCDE ont donc aboli les restrictions temporaires (surtout sur les entrées) imposées lors des dernières années du système de Bretton Woods. Les pays qui ont conservé ces contrôles étaient, quant à eux, de plus en plus déçus par leur manque d'efficacité.

Ce sont tout particulièrement les mauvais résultats enregistrés par les pays du sud de l'Amérique latine qui ont été riches d'enseignements sur le déroulement chronologique de la réforme pour les décideurs des pays en développement. Presque tous les ouvrages consacrés à cet enchaînement chronologique des différentes étapes s'accordent sur le fait que la stabilisation, qu'elle soit budgétaire ou monétaire, doit précéder la libéralisation externe. Une inflation rapide enlève aux prix toute signification en détériorant le mécanisme d'allocation des ressources. La demande excessive résultant de déficits

insupportables des comptes courants ou des fluctuations des taux de change limite la crédibilité des mesures de libéralisation. Il convient de s'attaquer en priorité au problème du mauvais état des finances publiques (résultant souvent d'un effort fiscal insuffisant dans les pays en développement) pour prévenir la nécessité de recourir à la répression financière dans le pays.

De nombreux économistes s'inquiètent du niveau excessif que risque d'atteindre le taux de change réel lors de la libéralisation du marché des capitaux, ainsi que du risque d'une chute de la production dans le secteur manufacturier (désindustrialisation). Dans la mesure où les marchés financiers des pays en développement sont encore très loin de la perfection, des appréciations temporaires provoquent des investissements excessifs dans le secteur des biens non échangeables sur le plan international (bâtiment et travaux publics, services) — et le renversement de cette tendance est coûteux.

Il existe une autre objection à l'ouverture prématurée du marché des capitaux, qui n'est pas liée aux taux de change. Tant que les marchés des produits domestiques subissent des distorsions, les entrées de capitaux dans cette économie déformée peuvent se solder par un appauvrissement. En conséquence, la réduction des distorsions doit précéder la libéralisation du marché des capitaux afin d'empêcher les étrangers d'investir dans des secteurs présentant une rentabilité élevée sur le plan privé, mais faible sur le plan social. Toutes ces considérations conduisent à la conclusion que la stabilisation, la déréglementation en matière de prix intérieurs, la réforme du secteur financier et la libéralisation des échanges extérieurs doivent être menées à bien avant d'ouvrir le marché des capitaux.

La littérature consacrée aux étapes de la réforme présente une insuffisance : elle peut décourager toute tentative de libéralisation et omet de décrire les mesures nécessaires à la préparation d'une ouverture réussie. Elle précise rarement la nature des contrôles des mouvements de capitaux et ne fait aucune distinction entre les entrées et les sorties. Elle suppose donc que les pays concernés doivent supprimer simultanément les contrôles sur ces entrées et ces sorties. En outre, cette littérature repose sur l'expérience de pays qui ont procédé à la libéralisation à un moment où des fonds étaient disponibles en abondance sur les marchés internationaux de capitaux. Elle ignore également la faisabilité politique de cette réforme. Tout passage d'un régime financier dirigiste à un régime libéral implique une redistribution des revenus, des rentes et des pouvoirs de décision. Cette transition est donc susceptible de se heurter à l'opposition des catégories affectées, notamment des emprunteurs qui étaient favorisés par le rationnement interne du crédit, des sociétés qui bénéficiaient de conditions de change subventionnées et des banques qui jouissaient d'une confortable position de monopole national.

Ce *Cahier de politique économique* plaide pour une stratégie positive de libéralisation des flux de capitaux. La première étape de cette stratégie consiste à identifier les obstacles qu'il faut éliminer en priorité. La prochaine section se propose de distinguer les caractéristiques différenciant ces obstacles dans les pays en développement les plus avancés et dans les pays de l'OCDE. Ceci conduit à préciser, pour chaque catégorie de pays, les mesures d'ordre institutionnel et politique à adopter avant de procéder à la réforme. La dernière section définit les grandes étapes de la libéralisation des mouvements de capitaux pour chacune de ces deux catégories, en liaison avec les mesures institutionnelles et la politique requises pour les mener à bien.

III. Les obstacles à la libéralisation

1. Perte d'autonomie macro-économique

Trois caractéristiques des pays en développement sont susceptibles de constituer un obstacle particulièrement important à la suppression des contrôles macro-économiques sur le marché des capitaux. D'abord, les efforts fiscaux sont souvent très limités et remplacés par la répression du système financier interne. Ensuite, dans la mesure où leurs marchés internes, fort démunis, souffrent d'une grande dépendance à l'égard de la demande mondiale, les pays en développement s'appuient sur le contrôle des capitaux pour prévenir toute appréciation indésirable du taux de change réel. Enfin, les contrôles monétaires indirects n'atteignent les marchés nationaux des valeurs mobilières qu'en surface seulement et la fragilité des pays en matière de crédit international compromet l'absorption des chocs en douceur. Cette section traite successivement de ces trois obstacles.

En premier lieu, les taux de prélèvements fiscaux des pays en développement tendent à être bien inférieurs à ceux des pays industrialisés (en moyenne, ils en représentent moins de la moitié). Dans la plupart de ces pays en développement, c'est l'incapacité d'élargir l'assiette fiscale qui constitue la principale cause de cet effort limité. Les défaillances administratives et techniques lors de l'évaluation et de la perception des impôts empêchent les recettes fiscales d'augmenter et certains groupes d'intérêt puissants font souvent barrage aux réformes de la législation fiscale visant à abolir les privilèges et les exonérations. Cela explique également l'opposition, très répandue, aux traités bi- ou multilatéraux interdisant la possibilité de posséder des actifs étrangers exonérés d'impôts.

La création monétaire et la répression financière interne résultent directement du mauvais état des finances publiques. La base monétaire représente une dette sans intérêt du secteur public permettant de financer des dépenses en termes réels au *prorata* de la quantité de monnaie nationale détenue par le secteur privé et des réserves du secteur bancaire national déposées à la Banque centrale. La suppression des contrôles pratiqués sur les capitaux réduit la base de seigneuriage. Les règles relatives à la réserve minimale exonérée d'intérêts sur les dépôts à vue et les dépôts d'épargne sont importantes car elles donnent aux pouvoirs publics un accès direct au crédit bancaire. L'opposition à l'entrée libre des banques persiste aussi longtemps que les pouvoirs publics s'appuient sur cette source de financement. Si la répression financière ne procure pas au gouvernement des ressources suffisantes à un niveau de prix stable, l'inflation se développe et interagit avec les exigences en matière de réserves pour imposer une "taxe inflationniste", qui fournit aux pouvoirs publics des ressources supplémentaires. Une forte inflation tend à raccourcir le délai de maturation des actifs financiers, à réduire la signification des prix relatifs et à stimuler la fuite des capitaux. Les contrôles sur ces derniers peuvent servir (pendant un certain temps) à limiter ces maux. En matière de finances publiques, le contrôle des capitaux peut viser un autre objectif : la gestion de la dette publique. Ce contrôle contraint en effet les acheteurs captifs, tels que les caisses de retraite qui lui échappent difficilement, à rester sur le marché national et à acheter les obligations du trésor public à des taux d'intérêt inférieurs aux taux du marché.

En deuxième lieu, le contrôle des capitaux peut aider les autorités à atteindre leurs objectifs en matière monétaire et de taux de change. Avec une ouverture croissante du marché des capitaux, l'efficacité de la politique monétaire dépend de façon cruciale du degré de flexibilité du taux de change. Cependant, un pays tel que la Corée, dont les entreprises sont structurées de manière à exploiter les économies d'échelle sur le marché mondial en pratiquant de faibles marges bénéficiaires, ne peut pas se permettre d'ignorer le taux de change. Son appréciation en termes réels induite par des entrées de capitaux tend à grignoter rapidement ces marges réduites alors que les avantages de la modernisation industrielle ne surviennent que très lentement. L'intervention stérilisante d'une Banque centrale destinée à compenser les flux de capitaux privés et à gérer le taux de change ne peut être efficace que lorsque la substituabilité entre actifs nationaux et étrangers est insuffisante pour remplacer la suppression du contrôle des capitaux. En d'autres termes, lorsque le marché des capitaux est ouvert, seule l'existence d'une prime de risque de change entraînant des déviations par rapport à la parité des taux d'intérêt peut être exploitée par la gestion du flottement pour réconcilier les objectifs monétaires et de change. En outre, durant le processus d'ouverture financière, la demande internationale potentielle pour les actifs d'un pays peut facilement excéder la capacité de stérilisation de sa Banque centrale.

La gestion du taux de change se complique encore lorsque la stabilisation ne précède pas l'ouverture financière. L'inflation tend à s'incorporer aux anticipations par le biais de l'indexation implicite (ou même explicite) sur les marchés des biens et du travail. En conséquence, les prix des biens et les coûts de la main-d'oeuvre sont rigides, alors que les marchés financiers tendent à anticiper l'avenir. Cette asymétrie de réaction entre le marché du travail et les marchés financiers augmente les coûts de la stabilisation en provoquant un surajustement du taux de change réel. Stabiliser l'économie tout en maintenant certains contrôles sur les capitaux (notamment sur les emprunts à l'étranger et les mouvements de portefeuilles) permet d'éviter de faire peser un fardeau sur les secteurs sensibles au taux de change, car la stabilisation ne touche alors que la demande interne. Dans une situation de taux de change flottants et d'absence de contrôles sur les capitaux, la demande interne (resserrement du crédit) et la demande externe (devise forte) rendent la politique monétaire plus efficace. Mais cette efficacité comporte un coût immédiat et souvent durable, en termes de compétitivité externe. La surévaluation du taux de change réel implique un surinvestissement dans le secteur des biens non échangeables (bâtiment, services) et un sous-investissement dans le secteur des biens internationalement échangeables (agriculture, industrie). Elle implique aussi des occasions manquées de diversification en s'écartant des gammes de fabrication peu productives. En conséquence, la surévaluation du taux de change réel exerce une influence fortement négative sur la croissance à long terme.

En troisième lieu, si les pays de l'OCDE peuvent étaler dans le temps le coût des chocs externes et des crises financières (la crise récente des caisses d'épargne aux États-Unis en est une preuve), la plupart des pays en développement n'ont pas cette possibilité. Ils risquent de perdre leur crédibilité sur les marchés internationaux et d'enrayer le processus de lissage de la consommation reposant sur les emprunts à l'étranger (même la Corée était sur le point de perdre son accès aux prêts volontaires en 1985). En outre, les marchés nationaux des valeurs mobilières sont trop étroits pour absorber les chocs provenant des fluctuations de la liquidité interne. Ces chocs se résorbent souvent à la

Banque centrale sous forme de pertes cachées. C'est pourquoi l'ouverture financière totale requiert l'établissement et la consolidation de marchés monétaires et des valeurs mobilières. Sinon, tout en ayant recours à des outils monétaires indirects pour les opérations au jour le jour quand tout va bien, les autorités monétaires des pays en développement feront appel au rationnement direct du crédit pour enrayer la fuite des capitaux et la récession, ce qui implique la nécessité de contrôler le marché des capitaux.

L'incapacité à établir et à renforcer des marchés monétaires et des valeurs mobilières nationaux résulte souvent de la répression financière pratiquée à l'intérieur du pays. Par exemple, la déréglementation des taux d'intérêt menace le caractère sain et sûr des banques qui ont été ébranlées par des prêts non performants résultant de l'allocation de crédits effectuée par les pouvoirs publics. La réglementation des taux d'intérêt inhibe également le développement des marchés monétaires, des marchés des obligations, des marchés secondaires de titres nationaux, qui sont tous des éléments importants des opérations d'*open market*. De même, quand une grande partie des prêts consentis par la Banque centrale est constituée du produit du réescompte automatique des emprunts subventionnés accordés par le système bancaire, le maniement de l'escompte ne peut jouer qu'un rôle limité dans le contrôle monétaire indirect. La sous-capitalisation des banques nationales interdit souvent des modifications du ratio minimal de réserves requis, en tant qu'instrument monétaire de réglage de la liquidité intérieure.

2. Contraintes du secteur financier national

Les marchés financiers nationaux des pays en développement peuvent être décrits de la façon suivante : les marchés du crédit sont segmentés, la concurrence entre banques est faible, la participation croisée entre les entreprises et les institutions financières prédomine, la qualité des actifs figurant au bilan des banques est mauvaise et les règles institutionnelles en matière de surveillance et de réglementation sont inadéquates. Si certains marchés financiers de l'OCDE présentent aussi quelquefois ces caractéristiques, leur présence simultanée dans les pays en développement est susceptible de renforcer l'instabilité financière, tout particulièrement en situation de déséquilibre macro-économique. Si elle n'est pas minutieusement préparée, l'ouverture financière ne risque guère de ramener les taux d'intérêt aux niveaux internationaux, de stimuler la concurrence au sein du secteur bancaire et d'améliorer l'efficacité des marchés. Dans une telle situation, la menace croissante d'une faillite des institutions financières peut compromettre la stabilité financière, d'autant que l'entrée de nouvelles banques étrangères sape la viabilité des banques nationales, encombrées par des créances douteuses et davantage exposées au risque de change.

La segmentation du marché du crédit subsiste même dans les pays ayant procédé à une déréglementation des taux d'intérêt internes, sous la forme d'une discrimination à l'encontre des institutions financières rurales ou de taille modeste. Dans la mesure où les marchés internationaux des capitaux sont surtout des marchés de gros, l'accès aux capitaux étrangers est réservé aux firmes liées aux grandes banques et au secteur de l'exportation. Compte tenu de ces imperfections, l'allégement des contraintes de liquidité associé à l'ouverture financière peut créer des distorsions et une mauvaise allocation des

ressources. De plus, le manque d'information et la difficulté à gérer les secteur ruraux ou de petite taille ainsi que les institutions spécialisées dans des secteurs bien précis font obstacle à la convergence des taux d'intérêt prédite par les manuels d'économie.

De manière générale, dans les pays en développement, les restrictions imposées à l'entrée de banques nationales et étrangères, à la possession par des étrangers d'institutions financières nationales et à la possession par les pouvoirs publics de banques nationales, confèrent au secteur bancaire une structure oligopolistique. Si l'ouverture du marché des capitaux exclut l'entrée des banques étrangères, les coûts d'exploitation élevés et la grande disparité entre les taux prêteurs et les taux emprunteurs sont susceptibles de persister jusqu'à ce que l'influence de la concurrence étrangère se fasse sentir. Cela est particulièrement vrai dans les pays à fort taux d'inflation, où les banques affichent une très grande disparité entre taux emprunteur et taux prêteur et des ratios de coûts très élevés dus essentiellement à l'augmentation des tâches administratives résultant de l'inflation et de l'extension du réseau utilisé pour capturer les dépôts à faible coût. En outre, les banques privilégiées peuvent emprunter à l'étranger des fonds à long terme à faible coût et consentir, avec ces fonds, des prêts à court terme à taux d'intérêts élevés aux emprunteurs nationaux auxquels l'accès au marché mondial des capitaux reste interdit.

Une fois encore, la présence de banques constituées en cartels ou en groupes fait obstacle à la réduction des coûts des emprunts dans le pays, en dépit de l'ouverture financière.

Dans les pays en développement, la prédominance de sociétés financières, industrielles et commerciales détenues en participations croisées risque de compromettre la réussite de l'ouverture financière. De manière générale, ces holdings ou ces groupes sont incapables de s'adapter rapidement à un coût du crédit déterminé par le marché. En l'absence de réglementation prudentielle et de surveillance, les banques peuvent consentir des crédits aux sociétés insolvables qui leur sont liées afin de protéger leur propre capital. L'augmentation des taux d'intérêt dont s'accompagne souvent l'ouverture financière ne réduit pas la demande de crédit, comme on pourrait le croire, mais stimule les "emprunts de secours", tout particulièrement en situation de prédominance des participations croisées. Celles-ci renforcent le pouvoir des groupes de pression nationaux militant contre l'entrée libre des banques étrangères, et permettent ainsi la poursuite de prêts de nature douteuse.

Seule une réglementation en matière de surveillance appliquée de façon indépendante et rigoureuse peut empêcher ces phénomènes de participation croisée et la concentration excessive des portefeuilles qui en résulte, entraînant des prêts non performants. Cependant, contrairement aux pays industrialisés, les pays en développement, même les plus avancés, sont rarement en possession de tous les éléments nécessaires, tels que des services privés d'évaluation du crédit et des normes et pratiques comptables uniformes. L'absence de réglementation et de surveillance adéquates se fera sentir plus cruellement dans la mesure où l'ouverture financière implique une concurrence accrue et fait courir aux institutions financières des risques nouveaux, tels que les risques de taux d'intérêt, les risques de change et les risques de positionnement pour les opérations sur titres.

L'excès de prêts non performants dans le système bancaire national constitue un obstacle à l'ouverture financière, et tout particulièrement à l'entrée des banques étrangères. L'ampleur du problème des créances douteuses est souvent sous-estimée.

Les informations sur ces créances n'incluent généralement pas les débiteurs importants mais à solvabilité incertaine (particulièrement ceux à participation croisée) pour lesquels les banques capitalisent les arriérés et les transforment en nouveaux prêts. Certaines méthodes discutables en matière de comptabilité et de surveillance contribuent également à dissimuler des pertes. La prise en compte de ces prêts non performants augmenterait souvent considérablement le montant des créances douteuses. Si la libéralisation des taux d'intérêt dans le pays révèle souvent l'existence de ces créances douteuses, elle peut en revanche aussi amener à sous-estimer l'ampleur du problème. Avec l'augmentation des dépôts (due à celle des taux d'intérêt) le ratio dette sur fonds propres peut paraître stable ou même en léger déclin. Et pourtant, il se peut que le système bancaire repose sur des créances douteuses et que la Banque centrale fournisse les réserves nécessaires. Lorsque les autorités monétaires sont obligées de mener une politique restrictive, les faillites dans le secteur non bancaire et celles des institutions bancaires qui en découlent peuvent contraindre les pouvoirs publics à consolider l'ensemble du système bancaire. Les coûts de cette opération de sauvetage des banques en difficulté font peser un lourd fardeau sur les Banques centrales et/ou le budget de l'État. Son coût véritable dépend — outre le montant des créances douteuses — du type de plan de sauvetage et du déroulement chronologique de l'intervention. L'expérience des pays du sud de l'Amérique latine au début des années 80 laisse penser que les coûts de ces opérations de sauvetage sont loin d'être négligeables. Au Chili, par exemple, les coûts engagés pendant la période 1982-85 ont été estimés à 44 pour cent du PIB du pays pour l'année 1985.

IV. Vers la convertibilité des capitaux

1. Gestion macro-économique et développement du marché

Dans la sphère macro-économique, il convient d'opérer une distinction précise entre *le fait d'ouvrir* le marché des capitaux et son *caractère ouvert.* Pour ouvrir le marché, il faut consolider sérieusement le budget (car un budget équilibré représente la condition *sine qua non* d'une stabilité macro-économique durable), et disposer des instruments capables d'amortir la perte de l'autonomie monétaire engendrée par le processus d'ouverture. Aucune de ces deux conditions ne peut être remplie rapidement. Toutes deux requièrent au contraire la création d'institutions, ce qui exige du temps et des efforts. Un marché ouvert exige des instruments permettant d'éviter l'inflation et la surévaluation. Parmi ces instruments, citons : une gestion minutieuse de la dette publique et du taux de change et de nouvelles méthodes d'application de la politique monétaire, pour contribuer à aligner les taux d'intérêt sur les niveaux internationaux.

À court terme, on peut maîtriser le budget de l'État en réduisant les dépenses publiques de consommation et d'investissement, en éliminant les subventions et en privatisant ou en fermant les entreprises publiques déficitaires. Une maîtrise à long terme de ce budget exige toutefois une réforme fiscale favorable à l'offre, si possible par un élargissement de l'assiette d'imposition, une simplification des structures fiscales et la révision à la baisse des taux d'imposition pour les rendre plus compétitifs. La réforme fiscale doit également compenser la perte engendrée par la suppression des taxes

explicites et implicites sur les intermédiaires financiers, suppression inévitable si l'on souhaite que l'abolition des contrôles sur les sorties de capitaux ne se traduise pas par une fuite de ces capitaux.

Pour que la réforme fiscale soit un succès économique et budgétaire, il faut accorder du temps à sa préparation et son application. Dans les pays en développement, les réformes fiscales ont souvent abouti à un échec et cela parce qu'on avait consacré trop peu de temps à leur préparation et à leur mise en application. La réforme fiscale indonésienne, qui est entrée en vigueur en 1983, représente une exception à cette série d'échecs car l'élargissement de l'assiette fiscale (exception faite du pétrole), la réduction des taux d'imposition et la simplification du système fiscal sont parvenus à faire augmenter le ratio des recettes fiscales au PIB de plusieurs points. Le programme de réforme fiscale indonésien prévoyait une période de transition de deux ans, nécessaire à la mise en place des changements d'ordre administratif et technique (modernisation du système comptable, formation des responsables de l'administration fiscale et restructuration administrative). Dans la mesure où de puissants groupes d'intérêt tentent souvent d'empêcher l'adoption de réformes législatives visant à supprimer les exonérations et privilèges fiscaux, il est indispensable que les autorités s'engagent de façon crédible dans ces réformes. Des peines de prison pour fraude fiscale doivent devenir partie intégrante de la culture du pays, comme cela a été récemment le cas pour le Mexique.

La réforme fiscale et la maîtrise du budget de l'État n'annulent pas immédiatement l'héritage des déficits budgétaires passés, à savoir une dette publique massive. La suppression du contrôle des mouvements de capitaux sape la capacité des pouvoirs publics à maintenir des taux d'intérêt peu élevés sur les emprunts publics si l'objectif consiste à éviter la fuite des capitaux. Les banques du pays représentent souvent des prêteurs captifs importants pour les pouvoirs publics et la persistance d'une imposition implicite sous cette forme discriminatoire affaiblit leur position face à la concurrence des nouvelles entrées de banques étrangères. L'imposition du revenu des obligations d'État ne serait utile que si cette imposition n'augmentait pas dans une même proportion les rendements exigés par les épargnants. Avec des marchés de capitaux ouverts, les épargnants nationaux compareraient les rendements nets d'impôts chez eux et à l'étranger et exigeraient tout simplement des rendements bruts plus importants sur toutes les obligations d'État qu'ils détiennent. En pratique, presque tout dépend de la mesure dans laquelle le processus d'ouverture financière exclut la possibilité de contraindre les acheteurs captifs à détenir des obligations d'État. Sur les marchés financiers ouverts, si les acheteurs captifs sont perdus, une discipline fiscale accrue est requise pour préserver (ou restaurer) la crédibilité et la solvabilité gouvernementales. Il est difficile de préciser le degré de discipline exigé car la perception du marché change et les accords de prêts sont instables. Une approche plus modeste consiste à déterminer l'équilibre nécessaire au budget de l'État afin de stabiliser les ratios d'endettement et d'atteindre simultanément d'autres objectifs d'ordre macro-économique. Une discipline budgétaire renforcée est indispensable si l'on souhaite éviter l'inflation et l'augmentation des ratios d'endettement lorsque la demande de monnaie de base est faible, lorsque la croissance du PIB est peu élevée relativement aux taux d'intérêt réels (lorsque la dette de l'État est importante comparativement au PIB) et lorsque la dépréciation en termes réels augmente la valeur réelle de la dette extérieure nette. Les pouvoirs publics ne peuvent gérer un déficit

primaire sans augmenter le ratio d'endettement que si la croissance du PIB en termes réels dépasse les taux d'intérêt réels et si la dette accumulée est peu élevée par rapport au seigneuriage.

Des finances publiques saines constituent aussi une condition préalable à une politique budgétaire plus active de gestion de la demande intérieure. Comme le montre l'expérience de Singapour et de l'Indonésie, le réglage de l'injection de liquidité dans le système bancaire (au moyen de l'épargne excédentaire des pouvoirs publics) permet en partie d'utiliser le taux d'intérêt pour gérer le taux de change plutôt que pour gérer la demande interne. Cela permet d'éviter l'usage excessif d'instruments tels que le maintien des taux de change à des niveaux compétitifs et le recours aux taux d'intérêt pour la gestion de la demande intérieure, lesquels ne sont pas conciliables en l'absence de contrôles sur les flux de capitaux.

Pour absorber les chocs spéculatifs affectant la liquidité interne (variations du niveau des réserves en devises dans la base monétaire), les petites économies de type ouvert font généralement appel à des mesures de rationnement du crédit, ce qui implique la nécessité de contrôler les mouvements de capitaux à court terme. Afin de supprimer la nécessité de ces contrôles, les marchés monétaires nationaux doivent être établis et renforcés pour doter les autorités d'instruments d'intervention sur ces marchés. Par exemple, pour éviter l'inflation (au moyen d'une augmentation de la part de la réserve dans la base monétaire) et toute appréciation du taux de change non souhaitée lorsque le pays devient un aimant pour les entrées de capitaux, c'est l'intervention stérilisante de la Banque centrale sur les marchés monétaires internes qui constitue l'instrument de gestion du taux de change le plus important. Un achat stérilisant de devises étrangères n'affecte pas la masse monétaire car la Banque centrale est amenée à vendre des actifs nationaux, dans une égale proportion, au secteur privé. Tant que les marchés nationaux des valeurs mobilières manquent de substance (et c'est toujours le cas, même dans les pays en développement les plus avancés), un effet direct (de contraction) sur l'offre se fait sentir plus rapidement que dans les pays de l'OCDE. La répartition sectorielle du resserrement du crédit intérieur est plus contrastée, les coûts du capital circulant pour les emprunteurs non privilégiés sur les marchés gris résiduels augmentent plus vite, la liquidité des marchés de capitaux est rapidement affectée (tout particulièrement si les instruments utilisés, tels que les obligations du trésor public, présentent des taux inférieurs à ceux pratiqués sur le marché) et l'effet d'éviction qui en résulte déprime rapidement le marché étroit des obligations privées.

Ce sont généralement les opérations sur les obligations du trésor public à court terme qui sont utilisées sur les marchés monétaires internes. Les autres instruments monétaires — dépôts interbancaires, certificats de dépôt et émission d'obligations privées — se développent par la suite. La réticence des ministères des Finances à payer des taux équivalents à ceux du marché pour leurs emprunts constitue en général l'obstacle le plus important au développement du marché monétaire d'un pays. De toute évidence, le fait que les ressources de l'État dépendent dans une large mesure d'emprunts à taux préférentiel et de l'aide tend à provoquer une pénurie de titres d'État sur le marché intérieur. L'application laxiste de l'imposition sur le revenu des sociétés constitue un autre obstacle à l'établissement de marchés, que ce soit pour les obligations ou pour les actions des sociétés privées. L'enregistrement de bénéfices très faibles comme moyen d'échapper aux impôts est incompatible avec la confiance que l'on doit faire naître chez l'investisseur

pour réaliser avec succès des émissions d'obligations et d'actions. La création d'agences d'évaluation financière indépendantes peut permettre de surmonter ces obstacles et de porter un jugement sain sur les émissions de titres privés. Les prêts bancaires subventionnés, autre obstacle majeur à la création de marchés monétaires internes, devront être supprimés. Le temps nécessaire à l'établissement et au développement des marchés monétaires dépend essentiellement de la rapidité avec laquelle on parvient à surmonter la répression financière à l'intérieur du pays.

2. Concurrence et surveillance des banques

La segmentation du marché du crédit, le manque de concurrence dans le secteur bancaire national, la réglementation prudentielle insuffisante et les contrôles inadéquats ont compliqué le processus d'ouverture financière et compromis l'obtention des résultats escomptés. Cette étude détermine trois domaines susceptibles de contribuer à une libéralisation réussie.

Il est possible de maîtriser la segmentation du marché du crédit en supprimant les restrictions imposées aux banques et aux institutions financières spécialisées. Ces dernières devraient avoir la possibilité d'élargir la palette de leurs activités financières. Par exemple, les banques du secteur industriel devraient pouvoir consentir des prêts à d'autres secteurs. Il est possible de stimuler l'autonomie bancaire par rapport aux directives des pouvoirs publics en favorisant une gestion prudente et une culture davantage orientée vers la recherche du profit. Les pouvoirs publics devraient cesser d'imposer des restrictions à la création de nouveaux instruments financiers offrant toute une gamme de substituts mieux adaptés aux besoins des clients.

Parmi les mesures destinées à renforcer la concurrence entre les institutions financières, citons : la suppression des intérêts plafonnés, des emprunts subventionnés et des seuils de crédit pour les secteurs prioritaires, ainsi que la privatisation des institutions financières publiques. L'encouragement à la création de marchés des titres directs constitue également un moyen efficace de renforcer cette concurrence. Le succès de la privatisation dépend de la capacité des banques privatisées à porter des jugements indépendants en matière de crédit. Les banques doivent donc être en mesure de protéger leur propre position financière contre les pertes sur prêts qui leur ont été imposées par l'intervention, passée et présente, des pouvoirs publics dans l'allocation des crédits. Ce processus ne peut intervenir avant régularisation du bilan sous la forme de radiation des créances douteuses et d'injections de nouveaux capitaux (voir section suivante pour plus de détails).

On doit permettre et encourager l'entrée de nouvelles banques, nationales ou étrangères, sous réserve des exigences prudentielles adéquates. On ne doit pas laisser aux nouveaux venus la possibilité d'aggraver le problème des participations croisées entre les secteurs financier, industriel et commercial. Dans les pays en développement, des intérêts financiers puissants sont souvent en mesure de financer l'entrée des nouveaux venus dans le système bancaire national. Lorsque la concurrence intérieure reste hors de portée, la concurrence étrangère, sur un pied d'égalité, revêt d'autant plus d'importance. Si l'on

souhaite obtenir une libre concurrence entre les banques nationales et étrangères, il faut tout d'abord mettre fin à la répression financière interne. En effet, les exigences relatives au niveau minimal des réserves donnent un avantage concurrentiel aux banques étrangères, pour lesquelles il est plus facile de rassembler des fonds à l'étranger qui ne soient pas soumis à ces exigences. L'autre handicap évident pour les banques nationales est qu'elles sont contraintes d'acheter les obligations d'État et de consentir des emprunts très risqués à des taux d'intérêt inférieurs à ceux du marché. L'égalité de traitement impose aussi de procéder à une consolidation de grande ampleur des créances douteuses avant de laisser souffler le vent rafraîchissant de la concurrence extérieure. Après la régularisation du bilan des banques, les autorités peuvent commencer à envisager la fusion de certaines d'entre elles avec des institutions étrangères. De telles fusions aideraient les banques nationales à se forger une réputation sur le marché international et à obtenir des opportunités de diversification de leurs portefeuilles.

Tout comme la stabilité économique, la réglementation prudentielle et la surveillance sont les conditions du succès de l'ouverture financière. Il importe de mettre en application des programmes de réglementation et de surveillance rigoureux afin de minimiser le "hasard moral" (incluant la corruption, la fraude et la prise excessive de risques) dans le secteur bancaire, d'assurer la viabilité et la bonne santé de ce secteur et d'améliorer l'efficacité de la libéralisation des taux d'intérêt. L'objectif premier de la réglementation prudentielle et de la surveillance du secteur bancaire est de parvenir à la stabilité du système financier (et obtenir la confiance du public en cette stabilité), de gérer le risque systémique et de protéger les clients. Dans la mesure où le regain de concurrence, la volatilité accrue du marché et le climat d'incertitude qui règne après la déréglementation et la libéralisation augmentent les risques, les autorités doivent renforcer la réglementation prudentielle et les pratiques de surveillance, notamment en ce qui concerne les exigences en matière de ratios de fonds propres et l'ampleur de la supervision des banques. Dans la plupart des pays en développement, les banques sont presque toutes sous-capitalisées et le cadre réglementaire présente souvent des directives insuffisantes concernant le minimum de capital requis. Afin de protéger les déposants contre des pertes éventuelles et de préserver la confiance du public dans le système bancaire, il convient de poser à ce propos des conditions appropriées. Si les systèmes d'information sur la comptabilité et la gestion bancaire reposent sur des bases solides, on peut adopter les directives sur les ratios de fonds propres en fonction des risques édictées par le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire. Les inquiétudes à l'égard de la stabilité du système bancaire peuvent conduire les pouvoirs publics à imposer des conditions strictes concernant les capitaux. Ces conditions peuvent toutefois dissuader les nouvelles entrées et renforcer la concentration de la structure bancaire.

Il importe que la réglementation prudentielle englobe toute la gamme des risques courus par le secteur bancaire. En effet, le plus souvent, elle ne couvre que le risque de crédit. Les autres risques, tels ceux liés aux défauts de paiement, à la liquidité et aux taux d'intérêt, devraient également être pris en compte. Une surveillance effective doit faire en sorte (i) que les autorités chargées de la surveillance disposent d'une indépendance suffisante par rapport à la sphère politique ; (ii) que le cadre réglementaire général repose sur des bases saines ; (iii) que les autorités chargées de la surveillance disposent des ressources adéquates pour engager, former et retenir le personnel compétent et pour acquérir la technique appropriée ; (iv) qu'elles disposent de suffisamment de pouvoir

pour assurer l'application de leurs décisions ; et (v) que le système de supervision équilibre la surveillance externe et interne. Parmi les arrangements institutionnels nécessaires à la réalisation de ces objectifs, citons : l'établissement d'une règle du jeu pour les banques commerciales et les autres institutions financières, la création d'un système d'alarme précoce et la mise sur pied d'un système de communication renforcé et standardisé entre la Banque centrale et les autres institutions financières.

L'amélioration de la réglementation peut également contribuer à éviter le problème des prêts non performants, l'émergence d'emprunts croisés entre banques et entreprises liées et la concentration des prêts dans des secteurs ou des entreprises spécifiques. Dans les pays où de tels problèmes se posent, la libéralisation totale des taux d'intérêt ne devrait pas intervenir avant qu'il ne soit trouvé une solution à ces problèmes. Le succès de la réforme financière dépend aussi de la bonne rentabilité du secteur privé. En cas d'instabilité macro-économique et d'une surveillance des banques inefficace, la libéralisation des taux d'intérêts devrait se dérouler progressivement pour éviter toute éventuelle rupture des contrats financiers conclus depuis longtemps et qui serait due à la suppression soudaine de la réglementation de ces taux. Compte tenu des économies d'échelle réalisées dans le secteur financier et de la tentation de former des groupes économiques reposant sur les banques, la réglementation bancaire doit être conçue de façon à limiter la possibilité, pour les banques, de posséder des entreprises, à assurer une vaste diffusion de la propriété et du contrôle des banques et à limiter les prêts consentis à un groupe ou un secteur économique particulier, surtout s'il est lié au secteur bancaire lui-même.

La réglementation prudentielle est également essentielle à la bonne santé du marché financier. Tout environnement réglementaire relatif aux marchés des titres devrait comporter des systèmes complets de communication des informations sur les entreprises et d'audit externe ainsi que l'instauration de l'évaluation financière des emprunteurs. En outre, la réglementation sur les délits d'initiés, les manipulations de cours ou toute autre opération frauduleuse devrait déjà être en place avant l'ouverture du marché des capitaux.

Il est important de disposer d'un système d'information approprié, mais cet élément de l'efficacité du système financier est souvent négligé. Le manque d'informations complètes et précises, l'absence de normes comptables adéquates et la réticence à présenter aux créanciers les bilans et les comptes de résultat constituent les principaux obstacles au développement financier dans la plupart des pays en développement. Ces obstacles, pour être évités, demandent des réformes institutionnelles incluant une infrastructure de soutien solide susceptible de fournir un flux d'informations suffisant, une estimation et une évaluation du crédit et des systèmes comptables et juridiques. La comptabilité et l'audit représentent des outils précieux, non seulement pour la prise de décision en matière de gestion mais également pour l'évaluation du risque de crédit pour l'organisme prêteur. Les exigences d'information et de transparence sont des éléments cruciaux qui déterminent l'efficacité des marchés des titres. Dans la plupart des pays en développement, les sources d'informations fiables, précises et honnêtes accessibles au public sont encore rares.

La déréglementation, le progrès technique, l'innovation financière et la mondialisation des marchés financiers entraînent une concurrence accrue et exposent les institutions financières à de nouveaux types de risques, dont le risque de change et le risque de positionnement pour les opérations sur titres. Dans les pays marqués par une longue

histoire de répression financière, les acteurs, qu'il s'agisse des banques ou des gestionnaires, des emprunteurs, des prêteurs ou des fonctionnaires, ne sont pas formés pour faire face à ces risques. L'ouverture financière doit donc s'accompagner d'un renforcement de la surveillance des banques et du système financier. Il faut dans le même temps renforcer la capacité des banques à évaluer les nouveaux types de risques inhérents aux marchés financiers internationaux. S'il appartient à l'autorité chargée de la surveillance des banques de veiller à l'intégrité du système financier dans son ensemble, elle devrait toutefois apporter une attention toute particulière aux banques qui sont les premiers dépositaires de l'épargne et jouent un rôle central dans les systèmes de paiement et de règlement.

3. Résoudre le problème des créances douteuses

La proportion excessive de prêts non performants dans le système bancaire national représente le principal obstacle à l'ouverture financière, en particulier à la libre entrée des banques étrangères. Compte tenu du nombre limité d'expériences de restructuration qui ont réussi et dans la mesure où il n'est pas absolument prouvé, d'après les expériences de divers pays, qu'il existe des méthodes peu onéreuses de traiter le problème, on ne peut guère émettre une théorie générale sur l'approche optimale à adopter pour résoudre le problème des créances douteuses. Il est toutefois possible de préconiser quelques principes de base.

En premier lieu, les pouvoirs publics souhaitant résoudre le problème des créances douteuses doivent déterminer avec précision l'ampleur des dommages. Plus on manque d'informations sur ces créances (en raison des rapports financiers et des méthodes comptables inadéquats) et plus les banques et les autorités tardent à reconnaître la gravité du problème et à le traiter, plus les plans de sauvetage sont onéreux. Les responsables de l'audit, qui doivent être indépendants des parties en cause (la direction de la banque, les emprunteurs défaillants, les autorités participant à l'attribution des crédits), ont pour fonction d'identifier et d'estimer l'ampleur du problème et de préparer ces plans de sauvetage.

Dans un second temps, il convient de choisir soit de liquider l'institution financière malade soit de la recapitaliser. La décision dépend de la législation du pays, de la taille et de la structure du système bancaire, du montant des pertes non couvertes par les actifs de la banque en situation délicate et de la faiblesse (ou de la force) des finances publiques. La recapitalisation peut revêtir diverses formes. Au Chili, en 1980, les pouvoirs publics ont racheté les créances douteuses en les échangeant contre des obligations d'État. Une autre solution consiste à injecter de l'argent frais, soit par le biais des actionnaires existants, soit par l'intermédiaire de nouveaux actionnaires ou par les autorités publiques. Une troisième méthode consiste à fusionner les banques en situation difficile avec des sociétés saines, qu'elles soient nationales ou étrangères. Deux exemples récents méritent d'être étudiés en détail.

Le Chili a procédé à la recapitalisation de son système bancaire en supprimant les créances douteuses des portefeuilles des banques et en mettant sur pied un mécanisme d'injection de capitaux frais, soutenu par les pouvoirs publics. Ces derniers ont commencé par identifier les dommages au moyen d'un audit spécial de portefeuille et ont ensuite racheté les créances douteuses des banques au moyen d'obligations d'État à long terme

dont le rendement était supérieur au coût du capital supporté par les banques. Avec l'élimination progressive des créances problématiques et le flux positif net produit par les obligations d'État, le capital des banques a augmenté dans le temps. L'approche chilienne a fait peser un fardeau considérable sur le budget de l'État, qui devait absorber les pertes dues aux créances douteuses et transférer de nouvelles ressources aux banques par le biais de versements d'intérêts sur les obligations d'État.

Les autorités malaises ont choisi une approche différente. Elles ont demandé aux actionnaires des banques en difficulté d'injecter autant de capitaux que possible par le biais d'une émission de droits. Les injections de capitaux privés ont été complétées par des apports de la Banque centrale pour remplir les exigences minimales. Les actions souscrites par la Banque centrale ont été inscrites dans un programme de rachat et les actionnaires ayant participé à cette opération de sauvetage ont eu le droit de racheter les parts non souscrites à un prix équivalent au pair plus les frais de tenue de compte. L'approche malaise implique un engagement moins important des pouvoirs publics que l'approche chilienne et la restructuration plus rapide des banques en difficulté (ou leur liquidation si les souscripteurs privés étaient en nombre insuffisant).

L'ouverture financière (plutôt que le report de la réforme, qui maintiendrait la répression financière) propose d'autres méthodes pour résoudre le problème des créances douteuses dans le système bancaire national. Les banques étrangères nouvellement entrées dans le pays représentent des candidats potentiels pour des fusions et pour la recapitalisation des banques nationales en difficulté. Leur participation à la consolidation du système bancaire national peut donc figurer dans les conditions d'entrée. Il existe essentiellement deux possibilités. La première consiste à procéder à une fusion directe de la banque étrangère et de la banque nationale en difficulté, cette fusion figurant dans la liste des conditions d'entrée. La seconde possibilité s'adresse aux banques étrangères refusant de participer directement à une telle opération de sauvetage et consiste à procéder à la vente aux enchères d'un nombre limité de licences pour de nouvelles banques. La licence est accordée au plus offrant et le produit de cette vente aux enchères peut être consacré à la réhabilitation du système bancaire du pays.

4. Élimination progressive des contrôles

La variété des flux de capitaux fréquemment soumis à des contrôles constitue pour les décideurs un instrument par trop négligé dans les recommandations de politique économique. Ces décideurs peuvent déterminer l'ordre chronologique du processus de libéralisation. Il serait prétentieux de vouloir mettre au point une formule magique permettant d'éviter toute crise financière. Les systèmes financiers ouverts courent toujours un risque de crise, mais la crise a souvent constitué un puissant stimulant pour la réforme. Cependant, comme on espère l'avoir démontré avec suffisamment de clarté dans le présent *Cahier*, on peut et on doit éviter les pièges inhérents à l'ouverture financière en instaurant une stabilité macro-économique durable et en appliquant une réglementation rigoureuse en matière de surveillance des banques.

Les décideurs ont à leur disposition tous les moyens de contrôle imposés aux différents flux de capitaux. Il convient de déterminer si ces flux sont des entrées ou des sorties, des flux à long ou à court termes, bancaires ou non. On classe les principaux flux

en prêts ou emprunts, achats ou ventes de titres et en investissements directs étrangers. Il faut également distinguer si ces flux concernent des investissements réels, des investissements financiers ou le financement de la consommation. Les investissements directs étrangers et le financement des échanges, par exemple, sont indispensables dès les premiers stades du développement. De plus, ils ne sont guère susceptibles de causer des désordres dans la gestion macro-économique et d'affecter la stabilité du secteur financier. Ce sont les premiers candidats à la libéralisation, alors que les autres flux de capital posent aux autorités des problèmes plus complexes.

Compte tenu du temps nécessaire à l'assainissement des finances publiques, à la préparation d'une stabilité macro-économique durable (et la construction d'une réputation à partir de cette stabilité) et à la mise en place des institutions chargées de la réglementation en matière de surveillance des banques et de son application, cette étape devrait être amorcée dans les plus brefs délais et précéder l'abolition des autres contrôles sur les capitaux. La consolidation budgétaire représente un préalable indispensable à la libéralisation financière interne car les recettes fiscales ordinaires éliminent la nécessité, pour le gouvernement, de s'appuyer sur la taxation implicite des intermédiaires financiers du pays. La solution du problème des créances douteuses exige, elle aussi, des finances publiques saines.

Même une discipline budgétaire et monétaire rigoureuse ne saurait réduire immédiatement l'inflation et les anticipations inflationnistes. L'utilisation du taux de change pourrait contribuer à accélérer le processus de désinflation en situation de marchés financiers ouverts, mais les coûts résultant des erreurs d'allocation entraînées par la surévaluation réelle de la monnaie semblent trop élevés pour conseiller cette méthode. En outre, c'est seulement lorsque la désinflation a réussi à réduire les taux d'intérêt nominaux et à augmenter ces taux en termes réels qu'il est possible d'éviter les problèmes liés à la déréglementation des taux d'intérêt internes (susceptibles de compliquer le processus de libéralisation du marché des capitaux). Ces éléments font partie d'une stratégie de libéralisation financière visant à éviter des différentiels d'intérêts durables avec les grandes places financières mondiales.

La déréglementation des taux d'intérêt internes supprime à la fois la motivation principale de la fuite des capitaux et l'obstacle le plus important au développement des marchés monétaires nationaux. Après avoir réussi à constituer des marchés offrant des actifs propres en vue d'investissements financiers, il est possible d'abolir les contrôles sur les sorties de capitaux. La déréglementation des taux d'intérêts, qui réduit le seuil des réserves obligatoires et résout le problème des créances douteuses, ouvre la voie à la libre implantation de banques étrangères (qui peuvent contribuer simultanément à résoudre le problème des créances douteuses). Une fois qu'une réglementation adéquate sur la surveillance des banques est mise en place, la libre entrée de banques étrangères représente une stratégie réaliste pour promouvoir la concurrence au sein du secteur bancaire.

À ce stade du processus de libéralisation, les principaux éléments devraient être en place pour procéder à l'abolition des contrôles sur les entrées de capitaux à court terme. Avec le regain de concurrence entre banques résultant de l'entrée libre de nouvelles banques, avec l'intégration du marché du crédit issu de cette concurrence, avec la possibilité, pour les banques, de porter un jugement indépendant sur le crédit, le problème

des créances douteuses ayant été résolu, avec la réglementation sur la surveillance des banques, empêchant les emprunts de secours, et avec la baisse des taux d'intérêt provenant de la stabilisation, l'intégration des marchés de capitaux à court terme devrait provoquer la convergence des taux d'intérêt vers le niveau mondial. Des marchés monétaires solides devraient permettre aux autorités d'absorber plus facilement et de façon moins contraignante les chocs subis par la liquidité interne. Il est alors temps de supprimer les contrôles sur les emprunts à court terme des banques et des institutions non bancaires et de permettre aux non-résidents d'opérer librement sur les marchés internes des titres.

Bibliographie

BRANSON, William H. (1991), "Financial Market Integration, Macroeconomic Policy and the EMS", Document de travail N° 385, CEPR : Londres.

CHO, Yoon-Je et Deena KHATKAHTE (1989), "Lessons of Financial Liberalisation in Asia: A Comparative Study", document de travail N° 50, Banque mondiale : Washington D.C.

CORBO, Vittorio et Jaime DE MELO (1987), "Lessons from the Southern Cone Policy Reforms", *The World Bank Research Observer*, Vol. 2.2, pp. 111-142.

DIAZ-ALEJANDRO, Carlos (1985), "Goodbye Financial Repression, Hello Financial Crash", *Journal of Development Economics*, Vol.19, pp. 1-24.

EDWARDS, Sebastian (1990), "The Sequencing of Economic Reform : Analytical Issues and Lessons from Latin America", *The World Economy*, Vol. 13.1, pp. 1-14.

FRY, Maxwell J. (1988), *Money, Interest and Banking in Economic Development*, Johns Hopkins University Press : Baltimore et Londres.

KENNEN, Peter, B. (1988), *Managing Exchange Rates*, RIIA, Londres.

McKINNON, Ronald (1991), *The Order of Economic Liberalization: Financial Control in the Transition to a Market Economy*, Johns Hopkins University Press : Baltimore et Londres.

NAM, Sang-Woo (1989), "The Liberalization of the Korean Financial and Capital Markets", in : Korea Development Institute (ed), *Korea's Macroeconomic and Financial Policies*, Séoul, pp. 133-172.

OCDE (1990), *Liberalisation of Capital Movements and Financial Services in the OECD Area*, Paris.

PARK, Yung Chul, et Hugh PATRICK (1992), *Financial Development in East Asia: Experiences of Japan, South Korea, and Taiwan*, Columbia University Press.

POLIZATTO, Vincent P. (1990), "Prudential Regulation and Banking Supervision. Building an Institutional Framework for Banks", document de travail série N° 320, Banque mondiale : Washington, D.C.

SHENG, Andrew (1989), "Bank Restructuring in Malaysia, 1985-88", document de travail série N° 54, Banque mondiale : Washington, D.C.

WILLIAMSON, John (1992), "On Liberalizing the Capital Account", in R. O'Brien et S. Hewin (dir. pub.), *Finance and the International Economy:5*, OUP, Oxford.

Le Centre de Développement s'efforce, dans ses activités de recherche, d'identifier et d'analyser les problèmes qui vont se poser à moyen terme, dont les implications concernent aussi bien les pays Membres de l'OCDE que les pays non membres, et d'en dégager des lignes d'action pour faciliter l'élaboration de politiques adéquates.

Les Cahiers de politique économique *présentent sous une forme concise, facile à lire et à assimiler, les résultats des travaux de recherche du Centre. De par sa diffusion rapide, large et ciblée, cette série est destinée plus particulièrement aux responsables politiques et aux décideurs concernés par les recommandations qui y sont faites.*

Si la plupart des pays de l'OCDE ont supprimé les contrôles sur les capitaux, ces contrôles persistent dans les pays en développement, même les plus avancés. Ce Cahier *vise à tirer les enseignements des expériences d'ouverture des marchés des capitaux en faveur d'une stratégie positive de libéralisation . Pour ce faire, il s'attache à identifier les obstacles à la libéralisation dans les pays en développement et envisage les mesures d'ordre institutionnel et la politique qui doivent précéder l'abolition des différents contrôles sur les capitaux. Ce* Cahier *trace enfin les grandes lignes du déroulement chronologique des différentes phases de ce processus de libéralisation.*