



# LES PAYS ÉMERGENTS EN MUTATION

Mahmood Pradhan s'entretient avec Richard House et David Lubin sur les perspectives de ce groupe de pays

**L**es actifs des pays émergents ont remarquablement bien résisté au cours de l'année écoulée, déjouant les sombres prévisions formulées lorsque la pandémie de COVID-19 a éclaté. À l'évidence, les énormes injections de liquidités des banques centrales des pays avancés ont aidé. Mais certains pays émergents ont également dégagé une plus grande marge d'action ; ils ont notamment adopté des mesures non conventionnelles de politique monétaire que beaucoup auraient cru réservées aux pays avancés. Cette crise laissera toutefois des séquelles. Le fardeau de la dette des pays émergents et des pays à faible revenu atteint des niveaux sans précédent. Davantage de pays auront-ils besoin d'une aide financière lorsque les liquidités mondiales se tariront ? Les investisseurs privés seront-ils prêts à partager ce fardeau ?

Deux acteurs chevronnés du marché, Richard House, directeur des investissements pour la dette des marchés émergents chez Allianz Global Investors, et David Lubin, économiste responsable des marchés émergents chez Citibank, expliquent pourquoi la durée de cette catégorie d'actifs a permis de limiter les dégâts et laisse présager qu'elle sera résiliente et que le niveau de liquidités mondiales se normalisera. Cependant, ils estiment que le secteur privé doit partager la charge de l'ajustement dans certains pays. Ils préconisent aussi que le secteur public, y compris le FMI, aide les pays à tirer parti de la demande croissante d'émissions de titres de créance conformes aux normes environnementales, sociales et de gouvernance.

**F&D :** Cela vous surprend-il que les actifs des pays émergents s'en soient si bien sortis pendant la pandémie ?

**RH :** Non, et ce, pour deux raisons. Premièrement, les marchés émergents sont devenus une classe d'actifs beaucoup plus diversifiée. Deuxièmement, les actifs sont aujourd'hui principalement détenus par des entités nationales. Quand j'ai commencé, il y a 25 ans, le choix était limité à une poignée de pays, et les investisseurs étrangers comme nous dominaient cette classe d'actifs. Aujourd'hui, on peut choisir parmi plus de 80 pays, et environ 20 % en moyenne sont détenus par des entités étrangères, y compris la dette des entreprises. Le fait que les actifs soient en grande part détenus par des entités nationales limite la contagion et a conforté la résilience de la classe d'actifs dans son ensemble.

**DL :** Compte tenu de son ampleur, la crise sanitaire a été tellement dévastatrice qu'elle aurait pu avoir des effets très différents. Mais l'effondrement du taux d'intérêt réel américain à partir de la fin mars a été déterminant ; ces 40 dernières années nous ont enseigné que, lorsque cet indicateur chute, les capitaux sont aiguillés vers les pays émergents. Sur l'ensemble de l'année 2020, les emprunteurs émergents ont émis quelque 800 milliards de dollars d'euro-obligations, soit une augmentation de plus de 10 % par rapport à 2019. C'est particulièrement surprenant sachant que bon nombre de pays émergents ont vu leurs besoins de financement extérieur diminuer sous l'effet de la réduction de leurs déficits courants, qui est liée à la récession.



Richard House



David Lubin

**F&D : Que se passera-t-il lorsque les rendements à long terme commenceront à se normaliser dans les pays avancés et que les banques centrales commenceront à acheter moins d'actifs ?**

**DL :** La hausse des taux d'intérêt américains menace les flux de capitaux vers les pays émergents depuis les années 70. Récemment, la légère hausse du rendement à 10 ans des bons du Trésor américain a provoqué des remous. Mais, au regard des données rétrospectives, un rendement à 10 ans qui reste négatif en termes réels est ridiculement bas. Tant que cette situation se maintiendra, le risque de sorties importantes de capitaux devrait être limité.

**F&D : Vous pensez tous les deux que les pays émergents sont plus résilients parce qu'ils dépendent moins des investisseurs étrangers. Mais est-il possible que les investisseurs étrangers soient également plus aptes à faire la différence entre les pays ? Ou alors que l'action à grande échelle menée par les pays avancés ait faussé la donne ?**

**RH :** Presque toutes les classes d'actifs se sont effondrées au début de l'année dernière, avant de rebondir fortement. Les injections de liquidités ont masqué certains problèmes, mais pas partout. Si l'augmentation des liquidités a incontestablement aidé, ce sont en dernier ressort les facteurs macroéconomiques et politiques qui déterminent le prix des actifs. Il a été fait preuve de discernement, en tout cas pour ce qui concerne le crédit souverain et les devises.

**DL :** La plus grande surprise l'année dernière est venue du fait que presque tous les pays émergents ont réussi à assouplir leur politique monétaire. La Fed y est pour beaucoup ; en effet, en mars 2020, elle a dit « Laissez-nous faire, on s'occupe de tout ». Ce message indiquait très clairement que la politique monétaire pouvait venir à la rescousse des pays émergents aussi. La situation était plus compliquée s'agissant de la politique budgétaire, car de nombreux pays ne disposaient pas de la même artillerie que les pays avancés.

**F&D : Si les taux à long terme remontent sous l'effet du relèvement de la croissance américaine, cela pourrait-il**

**compenser les répercussions de la hausse des charges d'emprunt ?**

**DL :** En temps normal, je dirais que non. Je pense que, lorsque les conditions monétaires se resserrent aux États-Unis, les pays émergents perdent plus du fait des sorties de capitaux qu'elles ne gagnent grâce à l'augmentation des exportations, et ce, parce que, depuis quelques années, le principal moteur des investissements internationaux et du cours des produits de base n'est pas les États-Unis, mais la Chine. Les comptes de capital des pays émergents dépendent des décisions prises à Washington, tandis que leurs comptes courants sont davantage influencés par Beijing.

Idéalement, il faudrait que le marché américain soit plus faible, avec des taux d'intérêt bas, ce qui augmenterait les capitaux à destination des pays émergents, et que le marché chinois soit plus fort, stimulant le commerce et les investissements. Si les États-Unis étaient mieux à même de façonner la croissance de l'investissement international grâce au plan d'infrastructure du président Biden, les pays émergents en sortiraient gagnants, en particulier si la Chine se recentre sur la consommation.

**F&D : Les pays émergents ont appliqué plus énergiquement les mesures non conventionnelles. Peut-on en déduire que certains pays ont dans leur arsenal davantage d'outils que ce qu'on croyait ?**

**RH :** C'est très difficile de généraliser : l'assouplissement quantitatif a pris différentes formes. Mais, par rapport aux politiques qu'elles menaient il y a encore quelques années, toutes les banques centrales sont sorties des sentiers battus. L'idée selon laquelle les pays émergents ne peuvent pas mettre en place des politiques d'assouplissement quantitatif au risque de semer le chaos a été écartée depuis longtemps.

**DL :** Il y a une grande diversité. L'Inde, par exemple, a annoncé une politique budgétaire expansionniste et le plafonnement des rendements obligataires. Si d'autres pays appliquaient les mêmes mesures, on assisterait à une fuite des capitaux. La différence tient souvent au niveau de confiance que les marchés ont dans le potentiel de croissance de chaque pays, mais aussi au degré d'ouverture de leur compte de capital.

**F&D : Dans quelle mesure le poids croissant de la dette vous préoccupe-t-il ? Les pays émergents, en particulier les pays à faible revenu, peuvent-ils éponger leurs dettes grâce à la croissance ?**

**RH :** Remédier aux répercussions financières de la COVID-19 est une préoccupation mondiale. Ce qui m'inquiète dans l'immédiat, c'est la disparité des taux de croissance entre les pays. Malheureusement, les vaccins seront distribués beaucoup plus lentement dans les pays émergents que dans les pays avancés. Les marchés font fi de cette disparité. Même

si l'économie des pays émergents va rebondir, je pense que les ratios dette/PIB mettront longtemps à redescendre aux niveaux enregistrés avant la pandémie.

**DL :** Je tends à penser la même chose. Accumuler une lourde dette en devises est bien plus dangereux. Cependant, nous en sommes encore loin. Des indicateurs comme le ratio du service de la dette extérieure et le ratio dette/réserves de change ne semblent pas excessifs par rapport à d'autres années. Les faibles taux d'intérêt américains contribueront à maintenir le coût du service de la dette à un bas niveau. Les crises des années 80 et 90 avaient en commun que les pays émergents manquaient d'actifs en dollars. Au cours des 20 dernières années, nombre d'entre eux ont mis toutes voiles dehors pour accumuler des réserves en devises. Le problème de la dette intérieure est plus grave dans certains pays. Les investisseurs et le FMI ont très peu d'expérience et ne savent pas à quoi pourrait ressembler une telle crise. Notre expérience de ces 40 dernières années a surtout à voir avec la dette extérieure.

**RH :** La plus grande différence, c'est qu'heureusement, les taux de change fixes appartiennent au passé. Je ne pense donc pas que les pays émergents subiront à nouveau une grande crise systémique. Peut-être dans certains pays au niveau des entreprises, mais certainement pas au niveau de l'État.

**F&D :** Pensez-vous que de nombreux pays auront besoin de l'aide financière du FMI ou d'autres institutions multilatérales ? Le secteur privé peut-il partager la charge de l'ajustement ?

**RH :** Au cours du premier trimestre de 2021, les pays émergents ont affiché des émissions records, qu'il s'agisse d'obligations souveraines ou d'obligations de sociétés, malgré une révision non négligeable des bons du Trésor américain. Certains pays ayant des problèmes de liquidité ou de solvabilité auront besoin que le FMI leur accorde une aide supplémentaire et, éventuellement, que le secteur privé participe aux restructurations. Quiconque est à peu près capable d'analyser les bilans souverains sait de qui il s'agit. Je ne pense pas qu'il y aura de contagion. Les dernières défaillances ou restructurations en Argentine, en Équateur et au Liban ne se sont pas propagées. Pourquoi serait-ce différent maintenant ? Le secteur privé doit absolument coopérer lorsque la dette est clairement insoutenable.

**DL :** Les gérants de portefeuille sont payés pour évaluer les risques. Le FMI a adopté sa politique de prêt aux pays en situation d'arriérés dans les années 80. Si les créanciers privés croient encore que le FMI va les renflouer, ils ne font pas leur travail correctement.

**F&D :** Les pays émergents et les pays à faible revenu peuvent-ils profiter de la demande croissante d'emprunts respectant les critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) ?

**RH :** Cette classe d'actifs est encore toute jeune, mais elle a un énorme potentiel. Estimée à 16 milliards de dollars, elle ne représente encore que 4 % du total des fonds sous mandat de gestion dans les pays émergents. Aujourd'hui, tous les investisseurs les réclament. De fait, les trois quarts des réunions avec mes clients portent sur nos stratégies concernant ces placements.

Le FMI peut soutenir les petits pays dans ce sens, d'autant qu'il s'est engagé à les aider à atteindre les objectifs de développement durable fixés par l'ONU. On dispose désormais de principes relatifs aux obligations vertes, sociales et durables appliqués à l'échelle internationale, mais aussi d'une pléthore de données publiques et privées. Le FMI peut aider à contrôler l'activité et la communication de l'information.

**F&D :** Le FMI devrait-il s'attacher en priorité à aider les pays à renforcer leur capacité d'émettre des obligations vertes, ou à assurer le suivi et la participation ?

**RH :** Les banques d'investissement souhaitent aider les pays à émettre ces obligations. Le FMI pourrait contribuer davantage en matière de suivi et de participation, surtout pour ce qui est des aspects sociaux et de gouvernance. Il est de bon augure que le FMI ait traité ces questions dans ses rapports. La collaboration avec les pays est essentielle. C'est la question que les investisseurs soulèvent tout le temps.

**DL :** C'est une question difficile, car l'argent est fongible. Si un pays explique qu'il lève des fonds pour investir dans tel projet écologique ou pour construire des écoles en milieu rural, qui nous dit que c'est bien vrai ?

Par ailleurs, les notations ESG sont étroitement corrélées au PIB par habitant. Je crains que des effets pervers apparaissent à mesure que les obligations vertes et éthiques s'imposent sur les marchés mondiaux. Les flux de capitaux à destination des pays à faible revenu pourraient être menacés.

**F&D :** Mais n'est-ce pas justement de cela qu'il s'agit, d'exercer une pression économique sur les gouvernements afin qu'ils renoncent aux mauvaises pratiques ?

**DL :** Les investisseurs ont l'habitude de faire des évaluations ESG fondées sur le risque. Les aspects sociaux et de gouvernance ont toujours été inclus dans l'analyse, car ils font partie du risque de crédit. Mais l'investissement axé sur la valeur l'emporte de plus en plus. « Ce pays traite ses journalistes de façon épouvantable ; je ne peux pas y investir tant que ce problème n'est pas réglé », par exemple. Si ce type de raisonnement s'insinue dans le processus d'investissement, je ne suis pas sûr de savoir qui en profite. Les éventuels moyens de pression des investisseurs pourraient en fin de compte perpétuer une situation. **FD**

**MAHMOOD PRADHAN** est directeur adjoint du département Europe du FMI.