



# Inversion des rôles

Eswar S. Prasad

Une fabrique de saris au Rajasthan, en Inde.

**Les pays émergents sont moins dépendants de la dette et moins vulnérables à la volatilité du climat d'investissement : ils réexaminent le rôle des flux de capitaux**

**L**ES TEMPS ont changé pour les pays émergents.

En rupture avec le passé, une majorité de pays émergents à revenu moyen a rebondi relativement vite et vigoureusement après la crise économique mondiale, tandis que les pays avancés continuent de connaître des ralentissements profonds et prolongés.

De plus, contrairement au passé, où les turbulences financières mondiales poussaient les investisseurs nationaux et étrangers à se ruer vers la sortie, précipitant ainsi la catastrophe, les pays émergents semblent aujourd'hui plus résistants à la volatilité des flux de capitaux. Peu de grands pays émergents dépendent encore fortement du financement extérieur. C'est encore le cas pour certains, comme la Turquie et quelques pays émergents d'Europe orientale — qui restent vulnérables aux sautes d'humeur des investisseurs étrangers. Mais il s'agit d'exceptions plutôt que de la règle. En effet, même des pays comme le Brésil ou l'Inde, où les sorties de capitaux sont supérieures aux entrées (en d'autres termes, leur solde courant est déficitaire), disposent de stocks élevés de réserves de change qui les aident à faire face à la volatilité des flux de capitaux. De nombreux pays émergents sont en fait touchés par la

malédiction de l'abondance — une explosion des entrées de capitaux ces dernières années.

Cette évolution résulte de changements fondamentaux dans la nature des flux internationaux de capitaux, dont les répercussions se feront sentir pendant longtemps. Ces changements réorienteront le débat sur les bénéfices et les risques de l'intégration financière mondiale. Les pays émergents en étaient venus à regarder les flux internationaux de capitaux comme une force destructrice, qui accroît la volatilité et provoque des crises dévastatrices, plutôt que de promouvoir la croissance ou d'aider à diversifier les risques en augmentant les possibilités d'investissement. Les changements dont nous parlons dans le présent article donnent à penser que les pays émergents sont peut-être mieux placés aujourd'hui pour récolter les bénéfices des flux de capitaux — bien qu'ils soient confrontés à de nouveaux risques.

## **Des liens financiers plus étroits**

Les pays émergents ont commencé à s'intégrer aux marchés financiers mondiaux au milieu des années 80 : leur intégration s'est accélérée pendant la dernière décennie et n'a été que brièvement affectée par la crise. Leurs stocks

croissants d'avoirs et d'engagements internationaux témoignent de cette intégration plus poussée.

Cela laisse présager des risques plus élevés, même pour un pays dont les avoirs et les engagements sont en équilibre. Si un pays détient beaucoup d'avoirs et d'engagements internationaux, les fluctuations des monnaies et les rééquilibrages de portefeuille, même modestes, des investisseurs internationaux peuvent se traduire par une plus grande volatilité des flux nets (la différence entre les entrées et sorties de capitaux). Si une économie est mise sous pression, les entrées peuvent cesser et les sorties s'accélérer simultanément, portant ainsi un double coup aux flux nets.

L'ampleur de ces effets dépend de la part des avoirs et des engagements sous forme de dette ou de participation — soit un investissement direct, quand un investisseur étranger possède une participation durable dans un actif, soit un investissement de portefeuille, où l'investisseur ne recherche que le rendement financier. Dans le cas d'une participation, le risque est mieux partagé entre les investisseurs nationaux et étrangers. Bien que la hausse des positions globales ait manifestement un effet important, un examen plus approfondi de la structure des avoirs et des engagements extérieurs s'impose, de par ses conséquences pour la croissance et la volatilité.

### Des bilans transformés

La position extérieure globale (PEG) est le bilan d'un pays par rapport au reste du monde, avec d'un côté, les avoirs extérieurs du pays, et de l'autre, ses engagements extérieurs, les uns et les autres étant ventilés par type. Une analyse des variations de la PEG des pays principaux fait apparaître des changements importants dans la structure de la finance mondiale.

Par le passé, les engagements extérieurs des pays émergents se composaient principalement de dettes. Aujourd'hui, les investissements directs étrangers (IDE) et les investissements de

portefeuille prédominent (graphique 1). En 2010, les IDE et les investissements de portefeuille représentaient plus de la moitié du total des engagements des pays émergents (voir tableau). Ce constat vaut pour les cinq principaux pays émergents, les BRICS (Brésil, Russie, Inde, Chine, Afrique du Sud). Dans le cas du Brésil, de la Chine et de l'Afrique du Sud, les IDE et les investissements de portefeuille représentent environ deux tiers des engagements extérieurs. À l'opposé, dans les pays avancés, les dettes (comme les obligations émises par les sociétés) et les prêts bancaires constituent encore la majeure partie des engagements extérieurs.

Cette évolution de la structure des bilans des pays émergents a été frappante pendant les années qui ont précédé la crise financière récente. Pendant la période 2000–07, les variations des engagements sous forme d'IDE ont représenté, à elles seules, près de la moitié de la hausse des engagements totaux (70 % pour les IDE et les investissements de portefeuille).

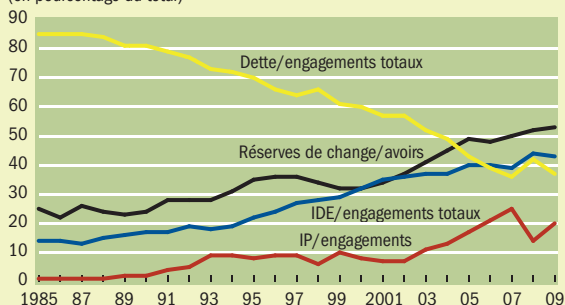
Il fut un temps où la dette extérieure à court terme libellée en monnaies étrangères était le fléau des pays émergents. Ces pays étaient non seulement confrontés au risque de ne pas pouvoir refinancer leur dette s'ils perdaient les faveurs des investisseurs internationaux, mais aussi à des difficultés supplémentaires si leur monnaie se dépréciait, ce qui faisait augmenter le coût de leur dette en monnaie nationale. Les IDE et les investissements de portefeuille sont des formes bien plus souhaitables de capital, et la dette extérieure de ces pays est de plus en plus libellée dans leur propre monnaie. Quand la valeur de ces investissements chute, en monnaie nationale et/ou à cause d'une dépréciation de la monnaie, les investisseurs étrangers supportent une partie du risque lié au capital et au change.

Graphique 1

### De nouvelles sources

Auparavant, la dette prédominait dans les engagements des pays émergents; à présent, ce sont les investissements directs étrangers et les investissements de portefeuille. Les réserves de change constituent le principal avoir.

(en pourcentage du total)



Source : calculs de l'auteur sur la base des travaux de Philip Lane et Gian Maria Milesi-Ferretti.

Note : Les stocks d'investissements directs étrangers (IDE), d'investissements de portefeuille (IP) et de dette sont exprimés en pourcentage des engagements extérieurs totaux. Les réserves de change sont exprimées en pourcentage des avoirs extérieurs totaux.

### Plus d'IDE et d'investissements de portefeuille

Fin 2010, bien plus de la moitié des engagements des pays émergents étaient des investissements directs étrangers (IDE) et des investissements de portefeuille (IP), qui sont des capitaux relativement plus stables.

	IDE/ engagements	IP/ engagements	IDE et IP/ engagements	Réserves de change/ avoirs
<b>Pays avancés</b>				
Médiane	19,7	9,9	31,4	1,2
Moyenne du groupe	14,9	13,6	28,5	3,0
<b>Pays émergents</b>				
Médiane	40,5	8,2	56,2	38,8
Moyenne du groupe	6,4	14,5	60,9	52,7
<b>Principaux pays émergents</b>				
Afrique du Sud	41,5	35,0	76,5	13,4
Brésil	36,5	33,3	69,8	47,1
Chine	63,2	8,8	72,1	69,0
Inde	32,5	18,5	51,1	67,9
Russie	38,6	17,5	56,1	36,6

Source : calculs de l'auteur.

Note : La médiane est le point auquel la moitié du groupe affiche un ratio plus élevé, et l'autre moitié, un ratio plus faible. Investissements directs étrangers (IDE) : un investisseur acquiert une participation durable dans un actif. Investissements de portefeuille (IP) : achats d'actions ayant pour objectif un gain financier. Avoirs et engagements : avoirs extérieurs et engagements extérieurs d'un pays.

L'évolution des avoirs des pays émergents est intéressante aussi : ils sont de plus en plus dominés par les réserves de change. Il s'agit principalement d'obligations d'État émises par les quatre grandes zones qui ont une monnaie de réserve (États-Unis, zone euro, Japon, Royaume-Uni). Fin 2010, les réserves représentaient en moyenne plus de la moitié des avoirs extérieurs des pays émergents, et presque deux tiers en Chine et en Inde (voir tableau).

Pendant la période 2000-07, l'accumulation de réserves a compté pour plus de la moitié de la hausse globale des avoirs extérieurs des pays émergents. Ces résultats ne sont pas le fait de la seule Chine. La majorité des pays émergents a vu s'accroître la part des réserves de change dans le total des avoirs extérieurs au cours de cette période. Les réserves que ces pays ont amassées sont le sous-produit de leurs interventions sur les marchés des changes visant à empêcher une appréciation de leur monnaie qui aurait sapé leur compétitivité, mais elles leur permettent aussi de s'assurer eux-mêmes contre la volatilité des flux de capitaux.

La récente crise financière mondiale, ainsi que la hausse des positions totales d'avoirs et d'engagements, a accru la demande de réserves de précaution de la part des pays émergents. L'accumulation de réserves par ces pays a atteint un maximum en 2007 et a ralenti pendant la crise, mais a repris (graphique 2). Dans le même temps, le fardeau de la dette publique des pays avancés s'alourdit fortement, ce qui met en danger la sécurité de ces avoirs. Par conséquent, sur le bilan extérieur des pays émergents, le risque s'est déplacé, de façon paradoxale, du côté des avoirs.

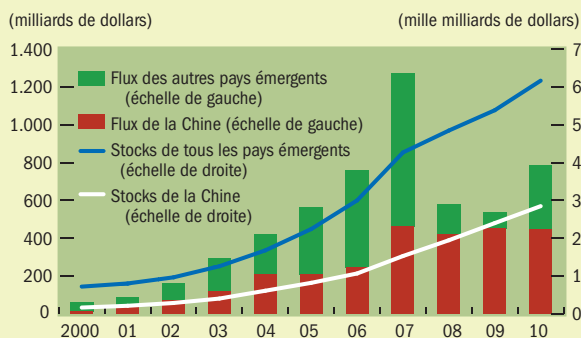
### L'autoassurance devient coûteuse

L'accumulation de réserves va de pair avec une recherche d'avoirs sûrs de la part des pays émergents — généralement des obligations d'État des pays avancés. L'offre de ces obligations suit la trajectoire de la dette publique nette à l'échelle mondiale.

Graphique 2

#### Accumulation de réserves

La Chine et les autres pays émergents ont rapidement amassé des réserves de change. Cette accumulation a ralenti pendant la crise, mais elle a repris.



Sources : base de données du FMI sur la composition par monnaie des réserves officielles de change, au 30 juin 2011; Banque populaire de Chine.  
 Note : Les flux désignent les réserves amassées au cours de l'année (échelle de gauche), et les stocks, le montant des réserves détenues par les pays émergents à la fin de l'année (échelle de droite).

La crise financière a provoqué une forte hausse de la dette publique mondiale. Les pays avancés représentent la majorité de cette hausse depuis 2007, en valeur absolue et en pourcentage du produit intérieur brut (PIB). Voici quelques statistiques frappantes établies à partir de données et de prévisions du FMI (selon les taux de change du marché) :

- La dette globale des pays avancés passera de 18.000 milliards de dollars en 2007 à 30.000 milliards de dollars en 2011 et à 41.000 milliards en 2016. Celle des pays émergents s'établira à 7.000 milliards de dollars en 2016, soit 2.000 milliards de plus qu'en 2011.
- Le ratio dette globale/PIB global des pays avancés passera de 46 % en 2007 à 70 % en 2011 et à 80 % en 2016. Pour les pays émergents, il est de 21 % en 2011 et baissera ensuite progressivement.
- En 2007, les pays émergents représentaient 25 % du PIB mondial et 17 % de la dette mondiale. En 2016, ils devraient produire 38 % de la production mondiale et ne représenter que 14 % de la dette mondiale.
- En 2011, les quatre grandes zones qui ont une monnaie de réserve représentent 58 % du PIB mondial et 81 % de la dette mondiale.

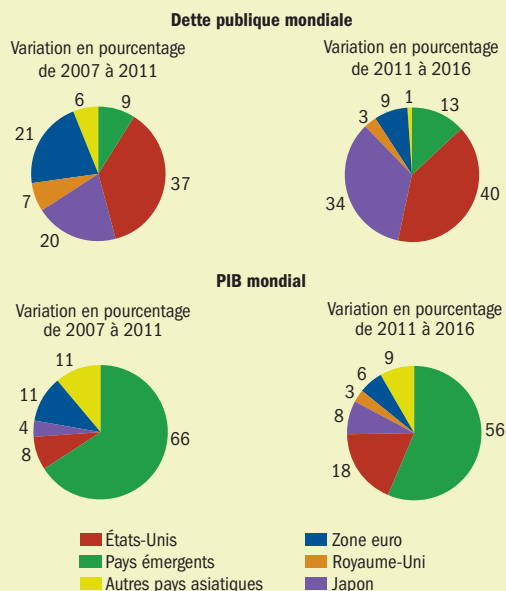
Le contraste entre pays avancés et pays émergents est encore plus prononcé si l'on considère leur contribution à la croissance de la dette mondiale et du PIB mondial (graphique 3).

- Les pays émergents représenteront 9 % de la hausse de la dette mondiale entre 2007 et 2011 et 13 % entre 2011 et 2016.

Graphique 3

#### Échange de places

Les pays émergents ont remplacé les pays avancés comme roc du système financier international.



Source : calculs de l'auteur sur la base des données du FMI.  
 Note : Les graphiques illustrent la contribution en pourcentage des pays ou groupes de pays aux variations de la valeur absolue de la dette publique nette mondiale et du PIB mondial (mesurés dans une monnaie commune aux taux du marché).



Leur contribution à la progression du PIB mondial sera de 66 % et de 56 % pour ces deux périodes.

- Les grands pays avancés contribueront bien plus à la hausse de la dette mondiale qu'à celle du PIB mondial. Les États-Unis représenteront 37 % de la hausse de la dette mondiale entre 2007 et 2011 et 40 % entre 2011 et 2016. Leur contribution à la progression du PIB mondial sera de 8 % et 18 % pour ces deux périodes.

Le tableau brossé par ces chiffres donne à réfléchir. Les sombres perspectives d'endettement public et de croissance des grandes zones qui ont une monnaie de réserve semblent pires encore vu leur faible croissance démographique, le vieillissement rapide de leur population et les coûts croissants des soins de santé et des autres prestations sociales.

Les pays qui ont une monnaie de réserve émettent leur dette souveraine dans leur propre monnaie, transférant ainsi le risque de change aux acheteurs étrangers de cette dette. De surcroît, une dette élevée et en hausse évince l'investissement privé et ralentit la croissance de la productivité dans les pays avancés par rapport aux pays émergents. Étant donné ces écarts de productivité, les monnaies des pays émergents finiront par s'apprécier par rapport à celles des pays avancés, d'où un transfert considérable de richesse des pays les plus pauvres vers les pays les plus riches.

Ce transfert de richesse présente un paradoxe curieux : l'accumulation de réserves de change par des pays émergents qui cherchent à s'autoassurer rend cette assurance plus coûteuse, finance les excès budgétaires des pays avancés et aggrave les risques à l'échelle mondiale en pérennisant les déséquilibres mondiaux des transactions courantes. Aux États-Unis, par exemple, les investisseurs étrangers, officiels et privés, financent environ la moitié de la hausse de la dette publique nette.

Les avoirs souverains des pays avancés sont-ils si sûrs que cela? La hausse de l'endettement, surtout dans des pays «refuges» comme les États-Unis, suscite de sérieuses craintes quant à la sécurité de ces obligations du point de vue des investisseurs des pays émergents. Certes, le marché des bons du Trésor américain est très grand et très actif. Cela signifie que la fuite vers les bons du Trésor américain en réaction aux turbulences financières mondiales est peut-être davantage une fuite vers la liquidité et la profondeur d'un marché que vers la sécurité.

### Ce que réserve l'avenir

Les pays émergents étaient auparavant exposés à des risques liés à leur dépendance à l'égard des entrées de capitaux et à la structure de leurs engagements extérieurs, mais aujourd'hui peu de pays émergents importants dépendent fortement du financement extérieur, et la plupart d'entre eux détiennent des stocks élevés de réserves de change. Le problème posé par une dette à court terme libellée en monnaies étrangères est bien moins présent. Les régimes de change flexibles adoptés par de nombreux pays émergents ont aussi réduit les craintes de crise monétaire (Kose et Prasad, 2010).

Étant donné leur intégration plus poussée dans les marchés financiers mondiaux, les pays émergents sont plus vulnérables aux effets de contagion et aux chocs extérieurs, mais ces risques sont modestes par rapport aux risques d'ordre intérieur. En effet,

de nombreux pays émergents sont confrontés à un problème d'abondance : leurs perspectives de forte croissance ont tendance à favoriser des afflux massifs de capitaux et exercent des pressions sur l'inflation, les prix des actifs et le taux de change.

La tendance des flux de capitaux à amplifier les problèmes de politique intérieure est aujourd'hui le principal risque auquel sont exposés les pays émergents du fait de leur ouverture aux capitaux étrangers. Les entrées de capitaux peuvent aviver une flambée du crédit et des bulles d'actifs qui se transforment ensuite en récession. Ces apports de capitaux et la pression à l'appréciation de la monnaie qui en résulte influent aussi sur la répartition du revenu : ils accroissent les inégalités en alimentant l'inflation et en freinant la croissance de l'emploi industriel.

La solution à bon nombre de ces problèmes passe par le développement des marchés financiers, notamment un ensemble plus riche de marchés financiers qui améliorerait la capacité des pays émergents d'absorber les entrées de capitaux et de gérer la volatilité. Par exemple, les marchés des obligations d'entreprises, qui restent minuscules en Chine et en Inde par exemple, peuvent offrir des possibilités d'investissement qui permettraient d'absorber les apports de capitaux et de bien les orienter vers des activités productives plutôt que vers la spéculation. Par contre, les contrôles des mouvements de capitaux ne font souvent qu'ajouter des distorsions économiques et ne sont guère utiles, dans la durée, pour endiguer ces apports massifs.

Il est dans l'intérêt des pays émergents dans leur ensemble de favoriser le développement des marchés financiers et d'élargir l'accès intérieur à leur système financier formel. Cela leur permettra d'investir plus entre eux, plutôt que de financer une accumulation de dettes dans les pays avancés. Des régimes de change plus flexibles réduiraient aussi l'accumulation de réserves et permettraient à la politique monétaire de se concentrer sur la maîtrise de l'inflation.

Plutôt que de compter sur de bonnes politiques économiques dans les pays avancés, les pays émergents devraient s'attacher à gérer leur propre destinée économique. Par leurs choix, ils pourraient donner l'exemple aux pays avancés, qui doivent opérer les réformes macroéconomiques et structurelles qu'ils recommandent depuis si longtemps aux autres pays. ■

*Eswar S. Prasad est professeur à l'université Cornell, associé principal à la Brookings Institution et chercheur au National Bureau of Economic Research.*

---

*Le présent article s'inspire du document de travail n° 17497 du NBER, «Role Reversal in Global Finance», à paraître dans le compte rendu du Symposium 2011 de Jackson Hole, publié par la Federal Reserve Bank of Kansas City.*

#### *Bibliographie :*

*Kose, M. Ayhan, and Eswar S. Prasad, 2010, Emerging Markets: Resilience and Growth Amid Global Turmoil (Washington: Brookings Institution).*

*Lane, Philip R., and Gian Maria Milesi-Ferretti, 2007, "The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970–2004," Journal of International Economics, Vol. 73, No. 2, p. 223–50. (Les bases de données sont actualisées régulièrement par les auteurs.)*