

Guetter la marée

L'Amérique latine semble mieux préparée que par le passé à faire face aux sorties de capitaux, mais sa résilience pourrait bientôt être mise à l'épreuve

Plage de Copacabana,
Rio de Janeiro, Brésil.

Andre Meier

DEPUIS 2009, les investisseurs étrangers ont placé un montant énorme de 1.700 milliards de dollars dans les six pays d'Amérique latine intégrés financièrement avec le reste du monde : Brésil, Chili, Colombie, Mexique, Pérou et Uruguay. Les obligations, actions et autres titres achetés par des étrangers représentaient à eux seuls près de 640 milliards de dollars.

Ces entrées de capitaux sont considérablement supérieures à la moyenne de la décennie précédente, même rapportées au PIB. Et on n'avait jamais vu des investissements de portefeuille d'une telle ampleur depuis le début des années 90 (graphique 1).

Cet afflux massif d'argent en Amérique latine s'explique par un mouvement mondial de capitaux des pays avancés vers les pays émergents. Depuis la crise financière mondiale, nombre de pays avancés affichent une croissance faible et des taux d'intérêt proches de zéro, ce qui a incité les investisseurs à chercher des débouchés ailleurs, d'où une vague de diversification dans les actifs de pays émergents, où la croissance et les taux d'intérêt étaient plus élevés et la situation économique semblait plus solide.

Du bon et du moins bon

Cet afflux d'investissements étrangers a ses avantages. Les crédits extérieurs peuvent apporter aux pays d'accueil le financement dont ils ont le plus grand besoin pour investir ou permettre une évolution plus lisse de la consommation qu'il ne serait possible autrement. Les récentes entrées massives de capitaux ont aussi permis aux gouvernements et aux entreprises latino-américaines de réduire leurs charges d'intérêts en émettant des obligations assorties de taux plus bas et d'échéances plus longues. Et dans la mesure où les investisseurs étrangers prennent une part dans l'économie intérieure — et que, parallèlement, les investisseurs intérieurs placent leurs fonds à l'étranger —, ils commencent en fait à partager les risques, ce qui peut être utile pour les pays qui sont lourdement tributaires

de la prospérité d'un secteur particulier, par exemple les matières premières dans beaucoup de pays d'Amérique du Sud.

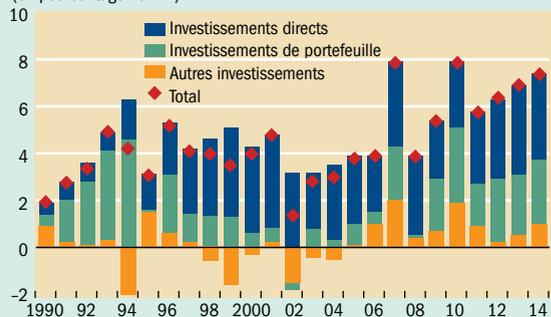
L'ampleur des mouvements de capitaux peut cependant avoir aussi des effets négatifs. Nombre d'observateurs sont d'avis que les récents afflux de capitaux pourraient être suivis par un reflux perturbateur de grande ampleur. Historiquement, les flux d'investissements étrangers sur les marchés obligataires et boursiers latino-américains ont été particulièrement volatils, faisant naître pendant les périodes fastes une exubérance qui cessait soudain ou s'inversait lorsque les investisseurs changeaient d'avis. Les sorties de capitaux ont été déclenchées dans le passé par la hausse des taux d'intérêt dans les pays avancés, l'augmentation de l'aversion au risque sur les marchés financiers mondiaux, ou de mauvaises nouvelles économiques en provenance des pays émergents.

Graphique 1

Afflux de capitaux

Les flux bruts de capitaux vers le Brésil, le Chili, la Colombie, le Mexique, le Pérou et l'Uruguay ont été particulièrement abondants ces dernières années.

(en pourcentage du PIB)



Source : FMI, *Balance of Payments Statistics Yearbook*.

Note : Les autres investissements incluent les produits dérivés.

On conçoit aisément pourquoi l'Amérique latine craint aujourd'hui une poussée des sorties de capitaux. Il faut s'attendre à une hausse des taux d'intérêt aux États-Unis; les risques géopolitiques restent considérables, et les perspectives économiques de la région demeurent plutôt ternes, à la suite de la récente chute des cours des matières premières et du ralentissement marqué de la croissance économique.

De plus, l'ombre de l'histoire continue à planer sur la région. Durant les années 80 et 90, ainsi qu'au début de la décennie suivante, l'Amérique latine a essuyé une série de crises économiques et financières causées par des interruptions soudaines des entrées de capitaux. Un exemple marquant est la « crise tequila » que le Mexique a vécue en 1994–95, lorsque le peso s'est brutalement déprécié et la croissance a chuté à pic lorsque la période d'entrées massives de capitaux a soudain fait place à une fuite éperdue. Quelques années plus tard, le Brésil (en 1998–99) et l'Argentine (en 2001) ont subi des crises monétaires similaires. Le souvenir de ces crises et de bien d'autres est encore très vivant en Amérique latine, ce qui accentue l'inquiétude face aux amples flux et reflux de capitaux.

Une plus grande résilience

Et pourtant, il y a eu beaucoup de progrès depuis les années 90. Tous les pays financièrement intégrés ont aujourd'hui des taux flottants, ayant rompu avec l'ancien régime d'arrimage monétaire qui avait tendance à s'effondrer pendant les accès de fuites des capitaux. De nos jours, lorsque les capitaux étrangers quittent ces pays, leurs monnaies peuvent se déprécier, ce qui leur permet de résister, comme le roseau qui plie, mais ne rompt pas dans la tempête. En fait, la dépréciation de la monnaie aide à stabiliser la demande d'actifs intérieurs, à la différence de ce qui se produisait naguère, lorsque les banques centrales tentaient de défendre la parité de leur monnaie (surévaluée) en vendant leurs réserves de devises. Cette parade peut être valable un certain temps, mais les réserves de change risquent de finir par s'épuiser, et les banques centrales doivent se résigner à une forte dévaluation.

Fait notable, bien que, grâce au flottement de la monnaie, les banques centrales aient moins besoin d'intervenir sur le marché des changes, leurs volants de réserves ont considérablement augmenté au cours des dix à quinze dernières années. Dans presque tous les pays financièrement intégrés, les réserves sont aujourd'hui suffisantes pour couvrir une année entière de service de la dette extérieure. Ces volants confortables — les réserves du Brésil et du Mexique totalisent à elles seules 550 milliards de dollars — donnent l'assurance que les banques centrales peuvent intervenir pour lisser les fluctuations du taux de change si nécessaire, sans se trouver rapidement à court de réserves.

Mais les pays d'Amérique latine sont allés plus loin pour devenir plus résilients. Une des décisions marquantes est la dédollarisation de la dette publique. Jusqu'en 2000, les États de la région émettaient des obligations libellées en dollars. Ils n'avaient souvent pas le choix, car les investisseurs n'auraient pas acheté des titres libellés en monnaies affaiblies par les flambées de l'inflation. Cependant, les dettes publiques en dollars pouvaient ruiner les finances publiques en cas de forte appréciation du billet vert, car le coût du service de la dette explosait. Les banques centrales latino-américaines ont donc bataillé pour établir des régimes monétaires plus crédibles et ancrer l'inflation à un bas niveau.

La confiance grandissante des investisseurs a permis aux États d'émettre un volume croissant d'obligations libellées en monnaie nationale, le risque de change étant dès lors supporté par les investisseurs (étrangers), et non par les États latino-américains.

Points névralgiques potentiels

Les bilans restent cependant vulnérables : le secteur des entreprises est peut-être devenu la principale source de risques. Ces dernières années, les entreprises latino-américaines ont profité des conditions de financement favorables pour émettre un gros montant d'obligations en devises. Bien qu'une partie de ces obligations se soit substituée au crédit bancaire, l'endettement global des entreprises de la région a augmenté (Rodrigues *et al.*, 2015). Certaines entreprises très endettées peuvent se trouver en difficulté, maintenant que le ralentissement économique rogne leurs bénéfices. Pire encore, une hausse soudaine du dollar pourrait faire flamber la dette des entreprises. Jusqu'à présent, il n'y a pas de signes forts de pression financière sur les entreprises latino-américaines, malgré l'appréciation récente du billet vert. Les autorités nationales indiquent aussi que les entreprises se protègent en général des fluctuations de change — en constituant des réserves en dollars, par des opérations de couverture, ou grâce aux bénéfices qu'elles font à l'étranger. Il est néanmoins nécessaire de surveiller et de gérer attentivement l'endettement des entreprises.

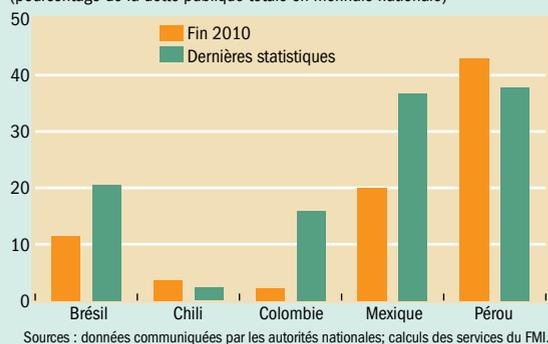
Les sorties de capitaux pourraient en outre compliquer l'existence des pays d'Amérique latine, même s'ils ont beaucoup moins de dettes libellées en dollars. C'est la rançon du succès de leurs obligations auprès des investisseurs étrangers. Au Mexique, près de 40 % des obligations publiques en pesos sont détenus par des non-résidents, contre 20 % à la fin de 2010 (graphique 2). Les investisseurs étrangers ont aussi acquis un vaste montant d'obligations colombiennes depuis que leur pondération dans plusieurs indices de référence mondiaux a été majorée l'an dernier. Vu le montant actuel des actifs aux mains d'investisseurs étrangers sur les marchés obligataires latino-américains, la situation pourrait devenir très volatile et les taux d'intérêt pourraient beaucoup augmenter si un grand nombre d'investisseurs internationaux tentaient de se retirer d'un coup. Cela souligne combien il est souhaitable de développer les marchés en établissant une base d'investisseurs diversifiée (FMI, 2014a).

Graphique 2

Créanciers extérieurs

Dans plusieurs pays d'Amérique latine, les investisseurs étrangers détiennent une large part des obligations publiques libellées en monnaie nationale.

(pourcentage de la dette publique totale en monnaie nationale)



Pour jauger plus précisément la vulnérabilité de la région aux sorties de capitaux, l'examen de la manière dont les abondantes entrées de capitaux de ces dernières années ont été utilisées est instructif. Comme le montre le graphique 3, de 2009 à 2012, quatre premières années du dernier épisode d'afflux de fonds, ils ont été mieux employés que lors de l'afflux de capitaux du début des années 90, qui s'est terminé avec la crise tequila mexicaine. En particulier, les capitaux qui ont afflué de 2009 à 2012 :

- Étaient pour une plus large part des investissements directs étrangers, qui donnent aux investisseurs voix au chapitre dans la gestion de l'entreprise. Ces investissements directs ont été moins susceptibles de faire demi-tour que les investissements de portefeuille.
- N'ont pas servi essentiellement à financer les déficits courants, ce qui montre qu'une partie des capitaux étrangers ont été épargnés, et non dépensés.
- Ont coïncidé avec une augmentation des volants de réserves de change et avec d'abondants achats d'actifs extérieurs par les investisseurs latino-américains. Dans les deux cas, il s'agissait d'une accumulation de richesse extérieure qu'il est en principe possible de ponctionner pour lisser les futures sorties de capitaux. Cette fonction d'amortisseur est évidente dans le cas des réserves de change. Mais des études montrent que les investissements directs privés peuvent avoir le même effet (Adler, Djigbenou et Sosa, 2014; FMI, 2014c). Par exemple, pendant la crise financière mondiale, lorsque les investisseurs étrangers ont retiré leurs fonds de l'Amérique latine, certains investisseurs intérieurs ont vendu leurs actifs extérieurs (à des taux de change favorables) et ont rapatrié leurs fonds. Ce faisant, ils ont contribué à stabiliser les comptes financiers de leurs pays.

Ces faits peuvent être réconfortants, mais le problème est que les tendances ont pris une mauvaise pente en 2013 et 2014. Les investissements de portefeuille ont augmenté et les déficits courants

se sont accrus, alors que l'accumulation de réserves a ralenti. La vulnérabilité en cas de sorties de capitaux a donc sans doute augmenté.

Les fondamentaux ont leur importance

Que peuvent faire les décideurs pour atténuer les risques? Il faut admettre que, dans les pays dont le marché des capitaux est ouvert (les investisseurs pouvant faire entrer ou sortir leurs capitaux sans guère de restrictions), il n'y a aucune garantie absolue contre des fuites abondantes de capitaux épisodiques. Comme on l'a vu au plus fort de la crise financière mondiale, il y a des fois où les investisseurs battent en retraite quoi qu'il arrive. Mais, la plupart du temps, la situation foncière de l'économie a son importance. En particulier, les pays ayant des soldes budgétaires et extérieurs solides, une faible inflation, un système bancaire solide et des institutions gouvernementales crédibles tendent à s'en tirer mieux lorsque les marchés font la différence — comme ce fut le cas en définitive pendant la «mini-crise de nerfs» déclenchée à la mi-2013 par l'annonce de la Réserve fédérale américaine disant qu'elle envisageait de mettre progressivement fin à son programme d'achats massifs de titres obligataires (FMI, 2014b). Cela a mis en émoi les investisseurs qui craignaient que ce coup d'arrêt provoque une hausse des taux d'intérêt américains, ce qui diminuerait l'attrait des investissements dans les pays émergents.

Il est par ailleurs plus aisé de gérer les retombées d'un exode de capitaux lorsque la souplesse du régime de change facilite l'ajustement. Il faut que les bilans intérieurs soient suffisamment solides pour tenir le coup face à la dépréciation de la monnaie. Les décideurs devraient donc veiller en priorité à empêcher une accumulation excessive de positions ouvertes en devises par les entreprises privées. Même alors, il importe que les réserves de change officielles soient suffisantes pour permettre aux autorités d'intervenir à l'occasion pour stabiliser leur monnaie lorsque le désordre s'installe sur les marchés.

Comme le dit un jour le célèbre investisseur américain Warren Buffett, «c'est seulement lorsque la marée se retire qu'on découvre qui était allé à l'eau tout nu». Avec des politiques macroéconomiques judicieuses et un regard vigilant sur les risques des bilans, les gouvernants de l'Amérique latine devraient pouvoir éviter des situations par trop embarrassantes. ■

Andre Meier est Chef de division adjoint au Département de l'Hémisphère occidental du FMI.

Bibliographie :

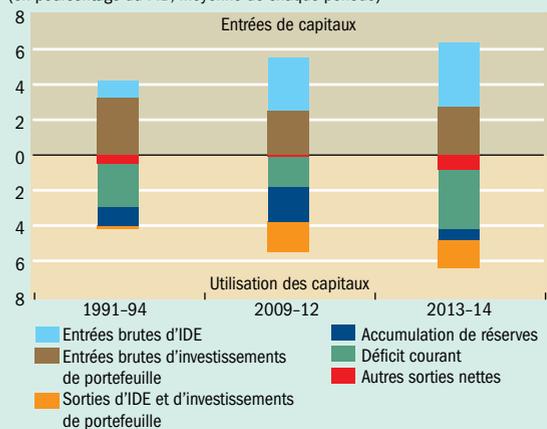
- Adler, Gustavo, Marie-Louise Djigbenou, and Sebastian Sosa, 2014, "Global Financial Shocks and Foreign Asset Repatriation: Do Local Investors Play a Stabilizing Role?" IMF Working Paper 14/60 (Washington: International Monetary Fund).
- Fonds monétaire international (FMI), 2014a, Rapport sur la stabilité financière dans le monde, chapitre 2 (Washington, avril).
- , 2014b, Perspectives économiques régionales de l'Hémisphère occidental, chapitre 3 (Washington, avril).
- , 2014c, Perspectives de l'économie mondiale, chapitre 4 (Washington, octobre).
- Rodrigues Bastos, Fabiano, Herman Kamil, and Bennett Sutton, 2015, "Corporate Financing Trends and Balance Sheet Risks in Latin America: Taking Stock of 'The Bon(d)anza,'" IMF Working Paper 15/10 (Washington: International Monetary Fund).

Graphique 3

Usage des fonds

Les récents flux de capitaux en Amérique latine sont pour une plus large part des investissements directs étrangers plus stables. Et jusqu'en 2013, les pays ont utilisé une moindre part de ces capitaux pour financer leurs déficits courants.

(en pourcentage du PIB, moyenne de chaque période)



Sources : FMI, *Balance of Payments Yearbook*; calculs des services du FMI.

Note : Les pays sont le Brésil, le Chili, la Colombie, le Mexique, le Pérou et l'Uruguay. Le solde extérieur courant mesure les échanges commerciaux nets (exportations moins importations de biens et services), le revenu net et les transferts nets. Les autres sorties nettes comprennent le solde des autres investissements, des dérivés, du compte de capital, des financements du FMI, et les erreurs et omissions. IDE = investissements directs étrangers.