



Introduction

Depuis la grande crise de 2008-2009, les pays émergents sont confrontés à des évolutions erratiques de leur financement extérieur^[1]. La période actuelle est en effet marquée par des phases d'entrées massives et de sorties brutales de capitaux, ce qui déstabilise les politiques économiques, les institutions financières locales et les entreprises. Ces perturbations ont été inédites par leur ampleur et leur fréquence car elles ont pour source les crises que traversent les principaux producteurs de capitaux que sont les États-Unis et l'Europe. De fait, depuis cinq ans, à la crise de la finance américaine a succédé la crise souveraine des économies de la zone euro.

Avant cela, de nombreux travaux théoriques avaient remis en question les bénéfiques systématiques de la globalisation financière. Mais depuis cinq ans, après une période relativement apaisée (entre la crise argentine de 2001 et la faillite de *Lehman Brothers* en 2008), les dangers de la globalisation financière se sont accrus pour les pays émergents. Ainsi, les bienfaits de l'intégration financière sont d'autant plus discutés que les évolutions erratiques des marchés financiers semblent de moins en moins maîtrisables. En effet, alors que les fondamentaux macrofinanciers des pays émergents se sont considérablement renforcés durant les années 2000, tant sur le plan de la liquidité en devise que sur celui de la solvabilité, ces pays considèrent souvent l'instabilité de leur financement externe comme injustifiée et dangereuse. Désormais, il leur semble donc légitime de se protéger de la finance globalisée plutôt que de chercher à s'y intégrer.

Les pays émergents dans la globalisation financière : rupture ou continuité ?

François-Xavier Bellocq (bellocqfx@afd.fr)
*Économiste, ancien Responsable de la division
 Analyse macroéconomique et risques pays, AFD*

Yves Zlotowski (yves.zlotowski@coface.com)
Économiste en chef de COFACE

Cet article propose une analyse de cette nouvelle ère de la méfiance, celle que les pays émergents manifestent désormais vis-à-vis de l'ouverture financière systématique. Nous abordons ce sujet à partir de ses développements théoriques et de ses enjeux de politique économique. Nous rappelons dans une première partie les cadres théoriques qui mettent en avant les avantages d'un mode de financement de la croissance fondé sur l'ouverture financière internationale, c'est-à-dire sur la libéralisation des mouvements de capitaux entre l'économie nationale et le reste du monde. Nous montrons que ce cadre théorique a été déstabilisé par les évolutions survenues dans les pays émergents depuis 2000. En particulier, les bienfaits de l'ouverture financière supposent un manque d'épargne domestique, ce qui est devenu moins fréquent dans les années 2000, les entrées de capitaux contribuant plutôt à « surfinancer » les économies émergentes. La seconde partie analyse les effets négatifs de la volatilité des mouvements de

[1] Pour une économie donnée, nous appelons financement extérieur (ou financement externe) les flux de financement nets, en provenance du reste du monde, regroupant les Investissement direct étranger (IDE), les investissements de portefeuille (actions et obligations) et les flux de dettes publiques et privés.

capitaux sur les pays émergents depuis 2000, notamment en matière de taux de change et de bulles de prix des actifs. Un des points soulignés est l'incapacité des investisseurs à discriminer les risques en temps de crise, ce qui expose les pays émergents à des mouvements de sur-réaction et de mimétisme de la part des marchés financiers. Ceci remet en cause l'argument selon lequel l'ouverture financière est disciplinante pour les politiques économiques des pays récipiendaires de capitaux. La troisième partie analyse les réactions des pays émergents que l'on observe depuis cinq ans : accumulation des réserves de change mais surtout développement

des contrôles de capitaux, qui prennent des formes diverses selon les nécessités nationales. L'efficacité de ces contrôles, si elle est loin d'être nulle, est cependant discutable. En tout état de cause, ceux-ci n'ont guère empêché de rapides appréciations des devises durant les périodes d'entrées massives. Dans ce contexte, la mutualisation des risques générés par les désordres financiers internationaux est une solution susceptible de retrouver un certain intérêt pour les pays émergents. Mais pour devenir pleinement efficaces, les dispositifs multilatéraux ou régionaux existants devront être complètement opérationnels et mieux articulés entre eux.

Sommaire

1 / LA STRATÉGIE D'INTÉGRATION FINANCIÈRE INTERNATIONALE ET SES LIMITES	3
1.1. Le modèle de référence ou les conceptions du financement de la croissance héritées de McKinnon et Shaw	3
1.2. Les limites du modèle de référence apparues à la fin des années 1990	5
2 / INTÉGRATION FINANCIÈRE, STABILITÉ MACROÉCONOMIQUE ET CROISSANCE, LE PROBLÈME DE LA COMPATIBILITÉ DES OBJECTIFS	12
2.1. Entrées de capitaux et taux de change	12
2.2. Finance de marché et capacité de discrimination des investisseurs	14
3 / DOMESTIQUER L'INSTABILITÉ DE LA GLOBALISATION FINANCIÈRE	17
3.1. La question des instruments disponibles au sein de l'économie domestique	17
3.2. Vers une plus grande mutualisation du risque de liquidité ?	21
CONCLUSION	22
RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES	23

1 / La stratégie d'intégration financière internationale et ses limites

1.1. Le modèle de référence ou les conceptions du financement de la croissance héritées de McKinnon et Shaw

Pour les pays émergents, la période qui s'est ouverte depuis 2008 révèle une nouvelle fois les limites des stratégies de financement de la croissance fondée sur l'intégration financière internationale. La base théorique de ces stratégies, très élaborée, rassemble un nombre considérable de travaux menés au cours des quarante dernières années à la suite de Shaw et McKinnon (McKinnon, 1973 ; Shaw, 1973). Dans les années 1970, ces deux auteurs cherchent à démontrer les carences des systèmes financiers administrés, en insistant sur les distorsions de marchés résultant de l'intervention de l'État dans le financement de l'économie. En fixant les taux d'intérêt à partir de procédures administrées, en plafonnant le crédit et, dans certains cas, en imposant des réserves obligatoires élevées afin de financer les déficits publics, les systèmes financiers administrés se traduisent par une réduction de l'épargne et de l'investissement. En outre, les banques ont peu d'incitation à élargir leurs financements au-delà de leurs débiteurs traditionnels car elles sont contraintes par des ressources limitées, découlant du manque d'épargne, et elles sont dans l'incapacité de faire pleinement payer le prix du risque. Ce sous-développement du système financier bloque la diversification et les changements structurels. Pour ces raisons, ces systèmes financiers sont dits réprimés et l'on parle de répression financière.

Parallèlement à cette analyse critique, les travaux inspirés de Shaw et McKinnon développent une conception du financement de la croissance qui deviendra le cœur des réformes financières préconisées à partir des années 1980. Selon cette conception, la libéralisation des marchés financiers permet aux taux d'intérêt d'exprimer un prix d'équilibre entre l'offre et la demande de fonds prêtables (c'est-à-dire entre l'épargne et l'investissement). Pour les pays en situation de répression financière, où l'épargne est faible par définition,

mais où il existe une multitude d'opportunités d'investissement, la libéralisation permet un accroissement de l'épargne collectée et donc un accroissement de l'investissement.

Dans les années 1990, cette conception donne lieu à des développements importants. Désormais, les modèles élaborés dans cette ligne théorique insistent sur les effets positifs pour la croissance des politiques de libéralisation des mouvements internationaux de capitaux. À l'instar de la conception des années 1970, le principal obstacle au développement économique relève ici d'un manque de financements : les pays en développement ont des besoins d'investissement importants mais disposent d'un niveau de revenu trop limité pour générer l'épargne nécessaire à leur financement. Dans ces conditions, l'ouverture du compte de capital et l'intégration financière internationale permettent de pallier l'insuffisance de leur épargne domestique en générant des flux d'épargne en provenance du reste du monde. Cette approche repose donc sur l'hypothèse selon laquelle la libéralisation du compte de capital produit des effets d'entraînement systématiques sur la croissance économique (cf. encadré n°1).

Sur le plan théorique, de nombreux économistes ont cherché à détailler ces effets d'entraînement. Comme le notent Prasad, Rogoff *et al.*^[2], deux types d'effets positifs sont formalisés : des effets directs qui transitent par des modifications tenant aux marchés financiers, et des effets indirects liés aux incitations auxquelles répondent les agents économiques. Sur le plan des effets directs, l'intégration financière doit provoquer un accroissement du volume d'épargne, une baisse du coût du capital et une amélioration de l'efficacité des institutions financières grâce à l'implantation de banques étrangères maîtrisant les techniques modernes de l'allocation du crédit et du contrôle des risques. Sur le plan des effets indirects, un compte de capital ouvert permet aux épargnants d'élargir la composition de leurs portefeuilles à des actifs internationaux et donc de mieux répartir leurs risques. En conséquence de cette meilleure diversification des risques, l'impact des chocs externes négatifs sur les revenus et la croissance économique

[2] Pour une revue complète de ces modèles, voir PRASAD E. *et al.*, (2003).

diminue. C'est ainsi l'une des vulnérabilités majeures des pays en développement qui est atténuée. Autre effet indirect de première importance, l'intégration financière est une

incitation aux bonnes politiques économiques car les États deviennent beaucoup plus sensibles aux signaux envoyés par les marchés financiers.

Encadré 1 *Les modèles théoriques décrivant les effets positifs de l'intégration financière internationale sur la croissance économique*

EFFETS DIRECTS

- **Accroissement de l'épargne.** Du fait d'un rendement du capital relativement plus élevé dans les pays en développement, l'ouverture du compte de capital se traduit par une augmentation des entrées de capitaux en provenance des pays développés. Ces entrées permettent de compenser, au moins partiellement, le manque structurel d'épargne dont souffrent les économies en développement.
- **Réduction du coût du capital.** La libéralisation des marchés financiers élargit les possibilités d'allocation du risque. Cherchant à diversifier leurs risques, les entreprises locales deviennent actives sur ces marchés et facilitent ainsi l'accroissement de la liquidité des titres échangés. Au total, la diversification se traduit par une baisse des primes de risque demandées par les investisseurs alors que l'accroissement de la liquidité provoque la réduction du coût du capital.
- **Accroissement des transferts de technologie.** L'intégration financière est perçue comme une politique « *market-friendly* » par les investisseurs étrangers. Elle se traduit ainsi par une hausse des investissements étrangers et notamment des IDE. Les transferts de technologies sont facilités, la productivité du travail augmente.
- **Développement du secteur financier.** Outre l'approfondissement du marché financier local (hausse du ratio capitalisation sur PIB par exemple), le modèle prévoit un accroissement de la participation étrangère dans le secteur bancaire : les modes de gestion et les systèmes de contrôle des risques sont ainsi modernisés ; la gamme des services financiers s'élargit ; la concurrence s'intensifie et permet d'accroître la qualité de l'activité bancaire. L'allocation du crédit gagne en efficacité.

EFFETS INDIRECTS

- **Accélération de la spécialisation internationale.** L'intégration financière internationale permet aux agents d'élargir la composition de leurs portefeuilles grâce à des arbitrages entre actifs domestiques et actifs internationaux. Les risques étant mieux diversifiés, les revenus, la consommation et l'investissement deviennent moins volatiles. Ainsi, même les pays à structures productives très peu diversifiées sont incités à accroître leur spécialisation internationale : la diversification de leurs actifs financiers permet en effet de réduire les effets d'un choc négatif touchant leur commerce extérieur.
- **Incitation en faveur de politiques macroéconomiques assainies.** L'intégration financière internationale a un effet disciplinant sur les politiques publiques. Pour conserver ou accroître la confiance des marchés, les gouvernements sont incités à conduire une politique budgétaire équilibrée et à ne pas interférer dans la mise en œuvre de la politique monétaire. Une telle politique macroéconomique a notamment pour conséquence de limiter les effets d'éviction jouant au détriment de l'investissement privé : l'équilibre des finances publiques permet d'affecter l'épargne au financement de projets privés à rentabilité élevée.
- **Dépendance des flux financiers aux signaux de politiques économiques.** Pour les investisseurs internationaux, les mesures visant à promouvoir l'intégration financière internationale constituent des signaux par lesquels l'État montre sa volonté de mettre en œuvre une politique favorable aux marchés. Ces mesures ont donc pour effet de consolider la confiance et le climat des affaires. L'IDE, première source de flux privés vers les pays en développement, est ainsi encouragé.

Ces conceptions ont eu à la fin des années 1990 des implications doctrinales importantes dans les institutions financières internationales. En matière de politique économique, l'ouverture du compte de capital est ainsi devenue une des préconisations majeures du Fonds monétaire international.

De fait, en 1997, Fisher proposait de modifier les statuts du FMI afin d'élargir le mandat de l'institution à la libéralisation des mouvements internationaux de capitaux (Fisher, 1997). La crise asiatique a néanmoins mis un terme à la montée en puissance de cette doctrine.

1.2. Les limites du modèle de référence apparues à la fin des années 1990

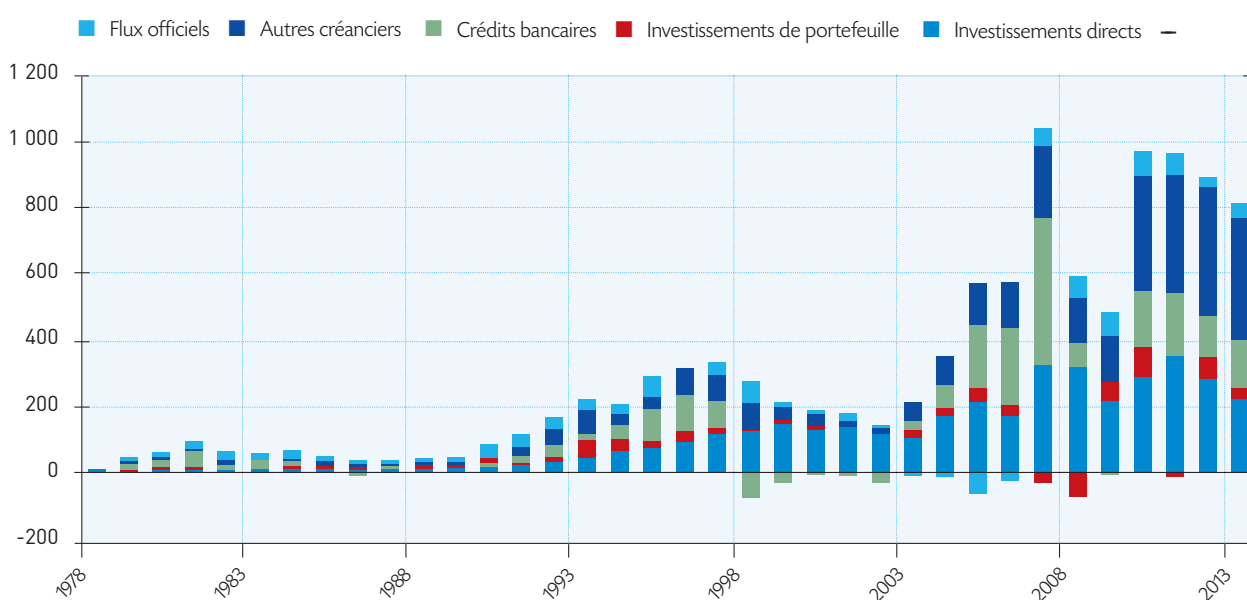
1.2.1. L'intégration financière internationale et la dépendance aux cycles financiers des pays développés

L'analyse de longue période révèle l'importance de la conjoncture financière des pays développés dans la détermination des cycles de financement externe des pays émergents. Historiquement, chaque phase haussière de ce cycle com-

mence par un accroissement de la liquidité et la baisse des taux d'intérêt dans les pays développés. Le fait que le cycle financier propre aux pays développés influence largement les conditions du financement externe des pays émergents s'explique en grande partie par des effets de volumes : l'essentiel de l'internationalisation du capital s'effectue en effet à partir des pays développés et reflète par conséquent les évolutions économiques et financières de cette partie du monde. L'analyse des mouvements de capitaux observés au cours des dernières décennies permet ainsi d'identifier trois périodes (graphique 1).

Graphique 1

Flux nets de capitaux vers le monde émergent (en Mds USD de 2010)



Source : Institute of International Finance.

Une première période débute au milieu des années 1970, lorsque le volume des financements internationaux s'accroît, en raison du recyclage des eurodollars générés par les premiers déficits extérieurs des États-Unis. Les instruments contribuant à cet accroissement du financement externe des pays en développement sont des prêts syndiqués, libellés en dollars, servis à taux variables et essentiellement accordés aux pays d'Amérique latine. La phase haussière du cycle est enrayerée à cause du durcissement brutal de la politique monétaire américaine du début des années 1980. Parallèlement, le ralentissement de l'activité dans les pays développés met un terme

à la hausse des cours des matières premières. Les pays en développement nouvellement endettés entrent alors dans une phase de tensions et de crises financières, les revenus générés par leurs exportations devenant insuffisants pour financer leur charge d'intérêt due au titre de leur endettement externe. La phase baissière du cycle se traduit par un tarissement presque complet des financements externes d'origine privée à destination des pays en développement. Le financement externe d'origine publique devient la norme, souvent en contrepartie de plans d'ajustements structurels douloureux.

La seconde période débute avec les années 1990. La phase haussière du cycle est alors amorcée par les récessions que traversent la plupart des économies développées, notamment le Japon et les États-Unis. Les mouvements de capitaux s'effectuent essentiellement vers les pays asiatiques en croissance forte, notamment sous la forme d'IDE et de prêts bancaires. Ceci permet aux investisseurs des pays développés de maintenir des rendements élevés, dans un contexte où l'activité de ces pays est affaiblie et où le coût du capital y a été réduit, à la suite du réglage contracyclique des politiques monétaires. En Asie, le financement des entreprises et des banques auprès des créanciers internationaux est ainsi facilité, ce qui se traduit par un accroissement des dettes en devises et alimente une tendance au financement en devises d'investissements générateurs de revenu en monnaie locale. Dans certains secteurs comme l'immobilier et la finance, ce financement sans contrainte provoque du surinvestissement, une baisse de la rentabilité du capital et d'énormes désadossements des bilans en devises. La crise de 1997-1998 vient alors sanctionner les excès de cette période de financement procyclique. Des stratégies de « *flight to quality* » provoquent une inversion brutale de ce cycle de financement. Les flux de capitaux à destination des pays émergents se tarissent et se réorientent vers les pays développés, notamment vers les États-Unis où ils contribuent au financement des investissements liés à la révolution internet.

La troisième période de ce cycle débute à partir de 2001. L'éclatement de la bulle internet et les craintes d'une crise de liquidité consécutive aux attentats du 11 septembre conduisent la Réserve fédérale à desserrer sa politique monétaire de façon extrêmement rapide. Les autorités monétaires américaines luttent alors contre des tensions déflationnistes. Elles sont déterminées à éviter le scénario en œuvre dans l'économie japonaise depuis le début des années 1990 : un scénario dans lequel le financement de l'économie est bloqué en raison d'une déflation sans précédent. En 2001 et 2002, plusieurs conditions sont alors réunies dans le monde développé pour réamorcer des flux de capitaux massifs vers les pays émergents : faiblesse concomitante des taux d'intérêt et du rendement du capital, aversion aux risques associés aux marchés actions des pays développés (éclatement de la bulle puis scandales financiers du type Enron), abondance de liquidité en raison du relâchement des politiques monétaires. De fait, entre 2002 et 2007, le volume des financements extérieurs apporté aux pays en développement est multiplié par 7, un rythme de progression sans commune mesure avec ceux observés lors des phases haussières des deux périodes précédentes. La phase haussière du cycle s'interrompt brutalement en 2008 avec l'éclatement de la crise financière aux États-Unis. Ce point de retournement est cependant singulier

par rapport à ceux observés lors des deux périodes précédentes. En effet, plutôt que d'amorcer une baisse régulière des flux de capitaux à destination des pays émergents et en développement, il donne lieu à une très forte volatilité de ces flux. Des sorties nettes de flux de portefeuille se sont en effet produites de façon massive entre septembre 2008 et mars 2009. Puis, à partir du printemps 2009, les capitaux internationaux entrent à nouveau dans les pays émergents. S'agissant du total des flux entrants, 2010 tutoie ainsi le record enregistré en 2007 (plus de 1200 Mds USD), avec un dynamisme remarquable des émissions de marchés (les flux associés aux « autres créanciers » dans la nomenclature utilisée dans le graphique 1). À partir de la mi-2012, les flux commencent à nouveau à se réduire puis, dans le sillage de l'annonce par la Fed des nouvelles orientations de sa politique monétaire, des sorties massives sont enregistrées à l'été 2013. Ceci provoque alors une nouvelle phase de déstabilisation de certaines devises émergentes.

Ces évolutions empiriques rappellent que l'intégration financière internationale implique un risque de procyclicité pour le financement de la croissance. Dans la phase haussière du cycle, les financements entrant dans les pays émergents sont attirés par les perspectives de rendements élevés et contribuent ainsi à accélérer la croissance et à augmenter la valorisation des prix d'actifs. Au contraire, dans la phase baissière du cycle, les perspectives de croissance se retournent et les flux de capitaux s'inversent rapidement, amplifiant le ralentissement économique et la chute des prix d'actifs. Cette procyclicité, tout à fait évidente après la crise asiatique, a incité plusieurs économistes à évaluer empiriquement le lien entre intégration financière internationale et croissance. Kose, Prasad et Terrones montrent ainsi que la volatilité de la production, des revenus et de la consommation privée est plus importante dans les pays en développement dont l'intégration financière internationale est poussée que dans ceux où elle est faible (Kose *et al.*, 2007). Autrement dit, contrairement aux conclusions des modèles théoriques, l'observation empirique ne permet pas de conclure qu'une intégration financière plus grande se traduit par des cycles économiques moins heurtés. Certains travaux empiriques vont encore plus loin dans la remise en cause du modèle. Pour Prasad, Rajan et Subramanian et pour Gourinchas et Jeanne, les effets de l'intégration financière sur la croissance sont à l'opposé de ceux envisagés dans le cadre du modèle théorique (Prasad *et al.*, 2007 ; Gourinchas et Jeanne, 2007). Leurs travaux économétriques concluent en effet que les pays dont la croissance est la plus rapide sont ceux qui sont le moins intégrés aux marchés financiers internationaux. En outre, de façon contre-intuitive, les capitaux internationaux iraient majoritairement dans les pays dont la croissance de la productivité est la plus faible.



1.2.2. L'intégration financière et le manque supposé d'épargne

Comme nous l'avons montré précédemment, les modèles décrivant les gains de l'intégration financière internationale reposent sur l'hypothèse selon laquelle les pays en développement souffrent d'un manque structurel d'épargne limitant leur capacité de financement. Or, le processus de rattrapage implique une double contrainte : financer des biens à contenu technologique élevé afin d'accroître la productivité des facteurs de production ; importer ces biens dans la mesure où l'économie nationale n'est pas en capacité de les produire dans les premières phases de son développement. Le financement de ces biens doit donc s'effectuer en devises mais, dans le cas général, les revenus générés par les seules exportations sont insuffisants pour réaliser ce financement.

Du point de vue des modèles de macroéconomie ouverte, hérités des travaux menés par Meade dans les années 1950 puis Mundell et Fleming dans les années 1960, cette hypothèse a des implications importantes. Le processus de rattrapage se conçoit en effet comme la situation dans laquelle la valeur des exportations de biens et services est inférieure à celle des importations ($X-M < 0$). Dans le cadre des équilibres macroéconomiques, l'encadré 2 montre que ceci implique logiquement que l'épargne domestique est insuffisante par rapport à l'investissement ($S-I < 0$). Par conséquent, le processus de rattrapage impose de capter une partie de l'épargne internationale afin de combler cet écart de financement. Ceci se réalise par le biais d'IDE, de flux de portefeuille, de dettes publique et privée. *Ex-post*, le déficit courant est financé par des entrées nettes de capitaux qui correspondent à l'écart entre l'investissement et l'épargne domestique (voir encadré 2). Or la capacité d'un pays en développement à capter l'épargne internationale est une fonction croissante de son degré d'intégration financière internationale.

Encadré 2 L'équilibre emplois-ressources en économie ouverte

Pour une économie, au cours d'une période donnée, le schéma ci-dessous exprime l'équilibre emplois-ressources en biens et services (B&S) :



On pose que le revenu (Y) est la somme de la consommation (C) et de l'épargne (S) :

$$\boxed{Y} = \boxed{C} + \boxed{S}$$

On obtient ainsi :

$$\boxed{S} - \boxed{I} = \boxed{X} + \boxed{M}$$

Cette équation met en relation l'équilibre sur le marché des fonds prêtables (épargne domestique et investissement domestique) et l'équilibre du compte courant (les échanges de biens et services avec le reste du monde).

Deux types de déséquilibre peuvent ainsi être distingués :

1^{er} type de déséquilibre : $S < I \Leftrightarrow X < M$

Au cours de la période étudiée : une partie de l'investissement (I) a été financée par de l'épargne en provenance du reste du monde (S^*). En fin de période, l'équation suivante se vérifie : $I = S + S^*$ et $-S^* = X - M$.

Ceci signifie que :

- le financement de la croissance des pays à déficit courant est partiellement dépendant de l'épargne du reste du monde ;
- les pays à déficit courant sont sensibles à la conjoncture financière internationale.

2nd type de déséquilibre : $S > I \Leftrightarrow X > M$

Au cours de la période étudiée : l'épargne domestique est supérieure à l'investissement réalisé. Le pays exporte un volume d'épargne S' qui correspond aux identités suivantes : $S' = S - I$ et $S' = X - M$.

Cela signifie que :

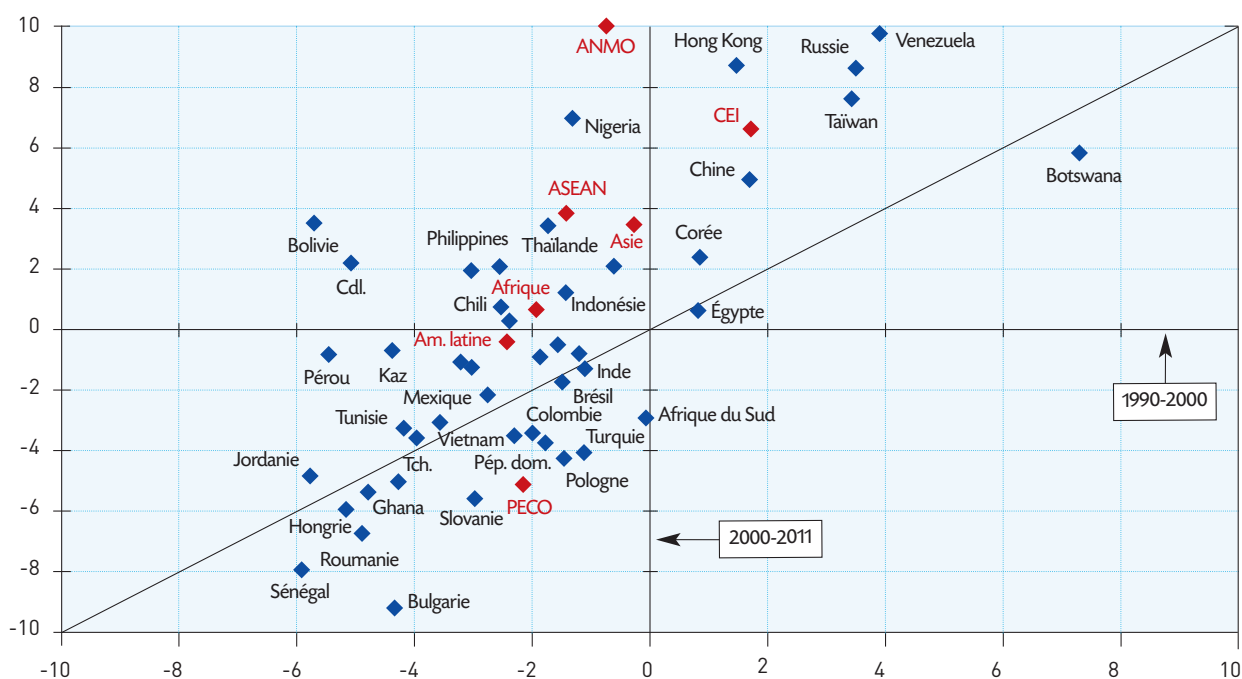
- le financement de la croissance des pays à excédent courant n'est pas dépendant de l'épargne du reste du monde ;
- les pays à excédent courant exportent une partie de leur épargne intérieure vers le reste du monde.

La cohérence interne de ce cadre d'analyse est extrêmement forte car accepter le corps d'hypothèses implique d'accepter les conclusions de la démonstration. Pour autant, dans les années 2000, les équilibres macroéconomiques et financiers du monde en développement ont connu des évolutions qui se sont partiellement éloignées de cette conception fondée sur le manque structurel d'épargne. Ceci a été particulièrement

frappant dans les pays émergents où ce type de déséquilibre est désormais moins répandu. Les données présentées dans le graphique 2 permettent de mesurer ces évolutions à partir d'une définition large de la catégorie « pays émergents ». En comparant les soldes courants moyens des années 1990 avec ceux des années 2000, ce graphique appelle plusieurs commentaires :

Graphique 2

Couples des soldes courants moyens en % du PIB sur les périodes 1990-2000 et 2000-2011



Source : Ecowin, calculs des auteurs.

Note : - les pays placés au-dessus de la bissectrice ont enregistré une amélioration de leurs soldes courants entre les deux sous-périodes ;

- l'échantillon de pays comprend l'ensemble des pays en développement à l'exception des pays classés dans la catégorie des Pays les moins avancés (PMA).

- une lecture agrégée, portant sur les grandes régions du monde en développement, montre que la dépendance à l'épargne internationale s'est considérablement réduite au cours des années 2000. L'Afrique du Nord et le Moyen-Orient (ANMO), l'Afrique subsaharienne, l'Asie émergente et l'ASEAN ont en effet transformé les déficits courants des années 1990 en excédents dans les années 2000. L'Amérique latine est passée d'une situation de déficit courant à une situation d'équilibre. Finalement, seuls les Pays d'Europe centrale et orientale (PECO), ont connu un accroissement de leur déficit courant au cours de cette période ;
- une lecture désagrégée, portant sur les pays envisagés individuellement, confirme que les soldes courants ont évolué dans le sens d'une moindre dépendance à l'épargne internationale. Sur les 53 pays composant notre échantillon, 23 pays enregistrent des excédents courants dans les années 2000 contre 11 pays dans les années 1990. En outre, 34 pays ont enregistré une évolution de leur solde courant allant dans le sens d'une moindre dépendance à l'épargne internationale pour le financement de leur croissance (c'est-à-dire reposant sur un accroissement de l'excédent ou une réduction du déficit) ;



- l'évolution des comptes courants appréhendée comme la résultante des équilibres épargne-investissement a été particulièrement significative en Asie après les crises de 1997-1998. Les taux d'investissements des pays asiatiques se sont en effet effondrés à la fin des années 1990 (Felipe *et al.*, 2006). Dans certains cas, la baisse a été de l'ordre de 20 points de PIB : les taux d'investissement de la Malaisie et de la Thaïlande sont respectivement passés de 41 à 22 % du PIB à 22 et 20 % du PIB entre 1996 et 1999 ; en Indonésie, l'investissement a chuté de 31 à 11 % du PIB au cours de cette période. Il s'agit certes d'une correction des surcapacités accumulées dans la période d'avant-crise, notamment dans le secteur immobilier. Si ces taux ont ensuite progressé au cours de la décennie 2000, ils n'ont jamais retrouvé leurs niveaux du milieu des années 1990. Le dérèglement durable des systèmes financiers consécutif à la crise et le désendettement des entreprises asiatiques après le surinvestissement des années 1990 ont été les deux principaux facteurs de cette réduction de l'investissement. En revanche, l'impact de cette crise sur l'épargne a été très limité ce qui a maintenu les taux d'épargne à des niveaux désormais très supérieurs aux taux d'investissement, notamment dans l'ASEAN et les nouveaux pays industriels. Par conséquent, les pays

asiatiques touchés par la crise de 1997-1998 sont progressivement devenus des exportateurs nets d'épargne dans les années 2000 comme en atteste le niveau de leurs excédents courants. Exception notable, la Chine, où ce changement de régime de l'équilibre épargne-investissement ne s'est pas produit, et où l'investissement a continué à progresser pour atteindre des niveaux sans précédents. Pour autant, la Chine a confirmé son statut d'exportateur net d'épargne, comme en témoigne l'accroissement de son excédent courant au cours des années 2000.

1.2.3. L'intégration financière internationale et le « surfinancement » externe

Comme nous venons de le souligner, les équilibres épargne/investissement enregistrés dans les pays émergents au cours des années 2000 invalident parfois largement l'hypothèse sur laquelle se fonde le modèle théorique de l'intégration financière internationale. Ces pays sont en effet devenus moins dépendants de l'épargne internationale pour le financement de leur croissance. Envisagés comme un ensemble agrégé, ils ont même dégagé une capacité de financement leur permettant de financer le reste du monde.

Tableau 1 Solde courant et flux nets de financement externe des pays émergents et en développement (en Mds USD de 2010)

	Solde courant		Financement externe		Solde courant + financement externe	
	Moyenne	Coefficient de variation	Moyenne	Coefficient de variation	Moyenne	Coefficient de variation
1980-1990	-65,6	-0,93	84,6	0,46	19,1	3,72
1990-2000	-87,9	-1,01	175,6	0,47	87,7	0,62
2000-2011	369,4	0,66	269,7	0,78	639,1	0,60

Source : Ecowin, calculs des auteurs.

Note : la colonne « financement externe » regroupe l'ensemble des flux nets de capitaux internationaux entrant dans les pays émergents.

Le tableau 1 montre en effet que leur solde courant agrégé est passé, en moyenne chaque année, d'un déficit de 66 et 88 Mds USD dans les années 1980 et les années 1990 à un excédent de 369 Mds dans les années 2000 (toutes les données de cette section sont exprimées en USD de 2010). Autre évolution marquante des années 2000, les flux nets de financement extérieur des pays émergents ont fortement augmenté : en moyenne annuelle ils passent de 85 Mds USD

dans les années 1980, à 176 Mds dans les années 1990 pour atteindre 270 Mds USD dans les années 2000. Parallèlement, la volatilité est devenue beaucoup plus marquée. Ceci est illustré dans le tableau 1 qui montre que le coefficient de variation des flux de financement externe entrant dans les pays émergents est nettement supérieur dans la période 2000-2011 qu'au cours des deux décennies précédentes.

Depuis 2008, l'instabilité récurrente de la finance mondiale a suscité de nombreux travaux empiriques cherchant à mieux cerner la portée et la nature de ces évolutions. Ces travaux confirment que les épisodes d'entrées massives de capitaux dans les pays émergents se sont multipliés dans les années 2000 (ce que la littérature anglo-saxonne identifie comme des périodes de « *surges* » (Qureshi, 2012). Les estimations économétriques montrent que la situation économique et financière dégradée des pays avancés incite les investisseurs à entrer dans les pays émergents afin de préserver le rendement de leurs portefeuilles d'actifs. Dans les pays avancés, le caractère limité des perspectives de croissance, la faiblesse de la rémunération du capital et l'abondance de liquidité agissent donc comme des facteurs d'im-

pulsion (« *push factors* »). Ces facteurs d'impulsion expliquent les mouvements massifs de capitaux à destination des pays émergents sur la base de facteurs exogènes à ces pays. Ils n'expliquent pas, en revanche, la répartition de ces entrées de capitaux au sein des pays émergents. Sur ce plan, les travaux économétriques récents identifient des facteurs d'attraction (« *pull factors* »), endogènes aux pays émergents : rythme de la croissance économique, situation des équilibres macrofinanciers et qualité de la politique macroéconomique. Ces facteurs d'attraction définissent l'attractivité relative des pays émergents les uns par rapport aux autres (Fratzscher, 2011).

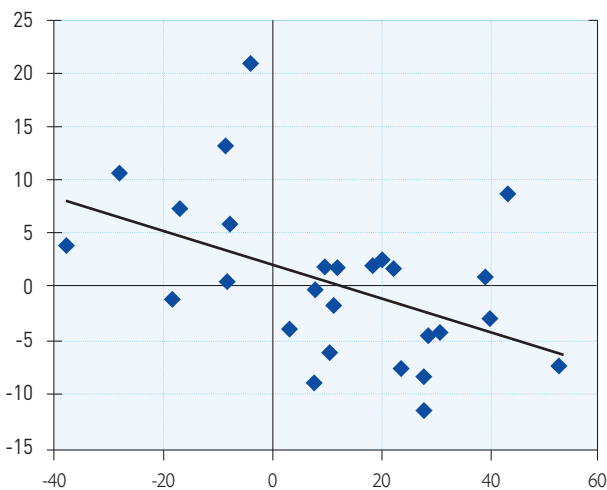
Le tableau 1 montre donc une rupture fondamentale dans le financement externe des pays émergents se réalisant dans les années 2000 : au cours de cette période, les volumes de liquidité internationale investis dans ces pays émergents se découplent largement de leur besoin de financement externe, au point de créer un énorme « surfinancement externe » de leurs économies. Par « surfinancement externe » nous entendons deux types de déséquilibre macroéconomique : 1. un déséquilibre macroéconomique dans lequel l'excédent courant s'accompagne d'entrées de capitaux élevées ; 2. un déséquilibre dans lequel le déficit courant s'accompagne d'entrées de capitaux largement plus importantes que le besoin de financement résultant de ce déficit. Dans les deux cas, le solde global de la balance des paiements est largement excédentaire. Pour les pays émergents, l'enjeu consiste alors à absorber ces capitaux sans que cela ne déstabilise leurs équilibres macroéconomiques et ne réduise leur performance de croissance. Pourtant, dans certains cas, ces entrées de capitaux perturbent les ajustements de taux de change attendus dans le cadre des modèles de la macroéconomie ouverte.

Fait significatif, les évolutions de taux de change se sont largement dissociées de celles des comptes courants durant la première partie de la décennie 2000. Le graphique 2 révèle en effet une situation contre-intuitive, non conceptualisée par les modèles de l'ajustement macroéconomique en économie ouverte, dans laquelle le Taux de change effectif réel (TCER)^[3] des pays émergents tend à s'apprécier avec l'ouverture de leurs déficits de compte courant. De fait, au cours de cette période, les TCER se déprécient dans les pays disposant d'excédents courants importants, alors qu'ils tendent à s'apprécier, parfois fortement, dans les pays à déficit courant. Cette anomalie apparente s'estompe à la fin de la décennie mais ne se résorbe pas (graphique 3). À l'évidence, l'accroissement considérable des volumes de financement extérieurs constaté dans le tableau 1 perturbe les ajustements supposés fonctionner dans le système monétaire international. En effet, dans le modèle Mundell-Fleming, qui constitue la base théorique du système monétaire international contemporain, un déficit courant se traduit par un accroissement de la demande de devises impliquant une dépréciation du taux de change domestique qui débouche finalement sur une résorption du déficit courant.

[3] Le TCER est un indice synthétique mesurant la moyenne des taux de change réel d'un pays donné vis-à-vis des devises de ses partenaires commerciaux.

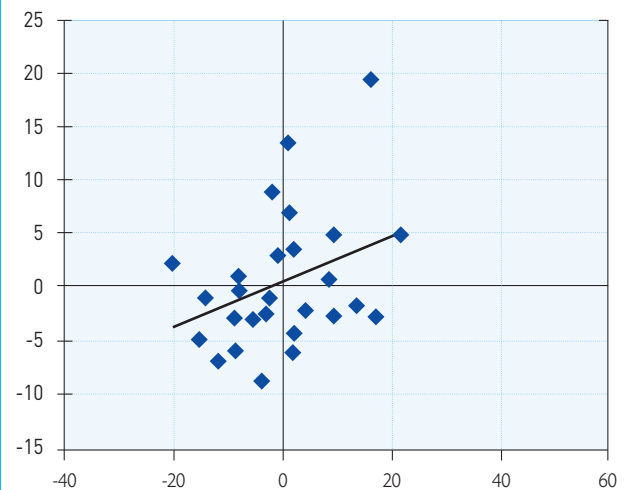
Graphique 3

Échantillon de 30 pays émergents – Variation du TCER (abscisses) et solde courant moyen en % du PIB (ordonnées) – période 2003-2007



Graphique 4

Échantillon de 30 pays émergents – Variation du TCER (abscisses) et solde courant moyen en % du PIB (ordonnées) – période 2007-2011



Source : Ecowin à partir de WEO, et BRI. Calculs des auteurs.

Les évolutions empiriques que nous venons de mentionner révèlent donc plusieurs ruptures intervenues dans le financement externe du monde émergent au cours des années 2000 :

- sur le plan de ses équilibres macroéconomiques, le monde émergent absorbe un volume de capitaux étrangers qui ne correspond plus à son besoin de financement externe puisque, globalement, les comptes courants sont devenus excédentaires dans cette région du monde ;
- sur le plan de leurs systèmes financiers, qu'il soit en déficit ou en excédent de comptes courants, la plupart des pays émergents doivent désormais absorber des montants de

liquidités internationales sans précédent. Comme l'indique le tableau 1, ceux-ci sont passés de 19 Mds USD en moyenne annuelle dans les années 1980, à 88 Mds dans les années 1990 pour atteindre finalement 639 Mds USD dans les années 2000 ;

- sur le plan de leur politique macroéconomique, la capacité d'absorption de chocs financiers externe s'affirme comme une condition de la stabilité macrofinancière de ces pays. En raison des volumes et de la volatilité accrus des flux de financement externes, ceci est même de première importance pour les pays émergents conservant des déficits courants significatifs.

2 / Intégration financière, stabilité macroéconomique et croissance, le problème de la compatibilité des objectifs

2.1. Entrées de capitaux et taux de change

Il convient de distinguer deux types de pays émergents : ceux dont la croissance de la demande intérieure tend à générer d'importants déficits courants (Turquie, Afrique du Sud, et de nombreux pays d'Europe centrale et orientale), et ceux dans lesquels la croissance est assortie d'excédents élevés tant au niveau du compte de capital qu'au niveau du compte courant (Chine, une partie de l'Asie émergente et la plupart des pays exportateurs de matières premières). Pour les premiers, les entrées de capitaux entraînent une appréciation rapide de leur monnaie. On retrouve alors les mêmes dilemmes que dans la période qui a précédé 2008 : les flux de capitaux poussent le taux de change à l'appréciation, quand sous la pression de la dynamique des demandes internes, le compte courant se dégrade. Dans ce cas, les forces de rappel attendues en raison du creusement du déficit courant ne peuvent pas jouer, puisque les flux de capitaux font plus que compenser les pressions baissières s'exerçant depuis le haut de la balance de paiements. Ces pressions contradictoires sur les monnaies sont de nature à provoquer des crises de change et entretiennent une forte volatilité de la devise.

Pour la deuxième catégorie de pays, les entrées de capitaux sont susceptibles d'entretenir les bulles de prix d'actifs, boursiers ou immobiliers. C'est précisément la crainte exprimée par le FMI dans son rapport sur la stabilité financière internationale de 2011, dans lequel l'institution de Washington analysait le lien entre entrées de capitaux et bulle de prix d'actifs. Les services du Fonds monétaire concluaient que la situation du marché immobilier était surtout inquiétante à Hong Kong et dans une moindre mesure en Chine (International Monetary Fund, 2011). De fait, les prix de l'immobilier ont augmenté de 130 % à Hong Kong entre 2007 et fin 2012, et de 50 % à Singapour et en Chine. Dans ce dernier pays, au risque de bulle de prix d'actifs s'ajoute le fait que les entrées de capitaux accroissent la création monétaire. Rappelons que pendant la crise, le crédit bancaire a littéralement explosé, son rythme d'expansion passant de 12 % à un pic de 34 % à

l'automne 2009. Le rythme annuel d'expansion du crédit a décéléré depuis cette date pour se stabiliser à 15 % en 2012. Au pire de la contraction du commerce mondial, afin de lutter contre le ralentissement de l'activité, les autorités chinoises avaient levé toutes les restrictions à l'offre de crédit. Mais dès la fin 2009, elles ont tenté à nouveau de contrôler le crédit bancaire, car elles ont conscience que c'est un vecteur majeur de surcapacités industrielles. Or la création monétaire induite par l'augmentation de l'excédent de la balance globale entre en contradiction avec ce nouvel objectif de politique économique. Les autorités chinoises estiment que les flux de capitaux affaiblissent leur capacité à contrôler le crédit. Ore dernier est l'instrument majeur de leur politique macroéconomique.

Enfin, l'appréciation du taux de change consécutive aux entrées de capitaux est bien entendu problématique pour l'industrie manufacturière, qui est souvent perçue comme devant jouer un rôle essentiel dans le rattrapage économique. Au Brésil et en Afrique du Sud, pourtant exportateurs majeurs de matières premières, le développement de l'industrie manufacturière permet de réduire la dépendance de la balance courante à la volatilité des cours des matières premières. Il constitue aussi un enjeu social en regard des besoins en emplois de sociétés très inégalitaires. Or, dans la période faste des entrées de capitaux, l'appréciation réelle des taux de change a été substantielle dans certains pays émergents cherchant à s'industrialiser. Le taux de change réel effectif du réal brésilien a augmenté de 42 % entre 2002 et 2006, celui de la livre turque de 21 % et celui du rand sud-africain de 44 % durant la même période, trois économies dans lesquelles le secteur manufacturier présente des enjeux importants en termes d'emplois et de croissance. Si l'appréciation du taux de change est le résultat attendu d'une dynamique de montée en gamme et de diversification productive, la vitesse à laquelle celle-ci se produit en situation d'entrées massives de capitaux ne reflète pas les tendances structurelles de l'économie réelle ; parfois, elle est même susceptible de les affaiblir.

Encadré 4 Intégration financière internationale, taux de change et diversification sectorielle : le cas de l'Amérique latine

Les indicateurs mesurant l'intégration financière internationale montrent que l'Amérique latine constitue, avec les pays d'Europe centrale et orientale, un continent beaucoup plus intégré aux marchés financiers internationaux que ne le sont l'Asie émergente ou encore l'Afrique et le Moyen-Orient. Historiquement, les pays d'Amérique latine ont été parmi les premiers à opter pour des stratégies d'ouverture de leur compte de capital, suivant en cela les préconisations formulées par le FMI dans le cadre des plans d'ajustements structurels consécutifs aux crises de la dette des années 1980. Résultat, leur cycle financier domestique (niveau des taux d'intérêt, maturité et volume d'épargne disponible pour le financement de l'investissement), ainsi que le niveau de leur taux de change, sont devenus très dépendants du cycle financier international et donc des politiques monétaires des pays développés. De fait, depuis 2008, les taux de change et les conditions de financement de certains pays d'Amérique latine (particulièrement le Brésil, le Chili, la Colombie, le Pérou et l'Uruguay) ont été sensibles au déplacement rapide d'une liquidité internationale devenue abondante en raison de l'assouplissement sans précédent des politiques monétaires

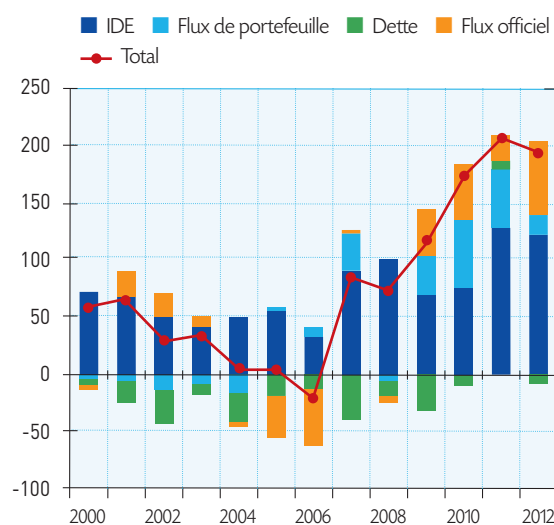
Au cours de cette période, les entrées de capitaux étrangers dans les pays latino-américains ont considérablement augmenté (graphique 5) et les taux de change de certaines monnaies ont crû rapidement (graphique 6). Certains économistes latino-américains se sont inquiétés de ces mouvements monétaires, considérant qu'une appréciation trop rapide des taux de change était préjudiciable à la nécessaire diversification sectorielle, au développement du secteur exportateur au-delà des seuls produits primaires et, finalement, à la croissance de long terme. Dans cette approche, les conséquences de l'intégration financière internationale (volatilité des marchés financiers locaux, appréciation trop rapide des taux de change) peuvent être préjudiciables aux effets recherchés des stratégies d'intégration commerciale internationale poursuivies par les pays émergents (développement du secteur exportateur, diversification sectorielle et soutien à la croissance).

Au cours de la période récente, ce risque pesant sur le potentiel de diversification sectorielle (ce que certains appellent le risque de primarisation de l'économie) s'exprime cependant avec une intensité différente selon les pays.

- L'Amérique du Sud, qui regroupe les pays dont l'intégration financière internationale est la plus poussée, a subi de forts mouvements d'appréciation de son taux de change effectif réel au cours de la période récente (graphique 6). Or, cette partie de l'Amérique latine est celle qui est la plus dépendante des produits primaires, tant sur le plan des moteurs de sa croissance économique que sur celui de son commerce extérieur (tableau 2).

Graphique 5

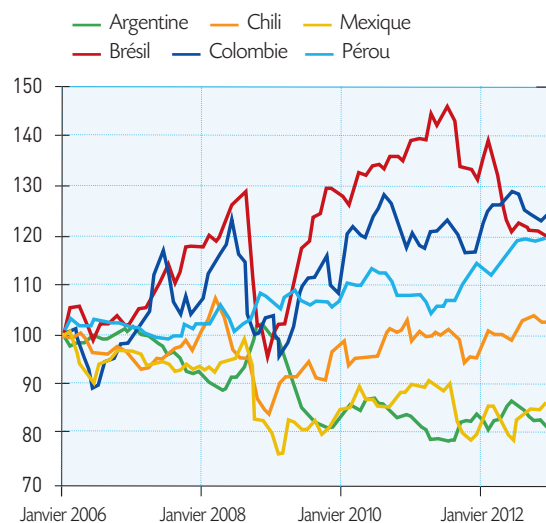
Entrées de capitaux en Amérique latine (en Mds USD)



Source : International Finance Statistics.

Graphique 6

Taux de change effectif réel en Amérique latine (indice 100 en janvier 2006)



Source : Banque des règlements internationaux, calculs des auteurs.

Tableau 2 Poids des exportations de produits primaires en Amérique latine et en Asie

	Exportations nettes de produits primaires sur PIB (en %)		Exportations brutes de produits primaires sur exportations totales (en %)	
	1970	2010	1970	2010
Amérique du Sud	6	10	70	60
Amérique central et Mexique	8	0,5	50	25
Asie émergente	6	3	60	20

Source : Adler et al, 2011.

Dans cette partie du continent, l'appréciation des taux de change observée au cours de la période récente a probablement alimenté la primarisation de l'économie en œuvre depuis plusieurs décennies en limitant le potentiel d'exportations de produits manufacturiers. De fait, au Brésil, la part des produits manufacturiers dans les exportations est passée de 60 % en 2000 à 35 % en 2011. En Colombie, cette part a chuté de 32 à 18 % au cours de la même période. D'autres facteurs sont également entrés en jeu tels que la hausse des prix des matières premières et la demande asiatique. La Chine est en effet devenue un client majeur des pays sud-américains, et elle pousse les prix et les volumes à la hausse.

- À l'inverse, en Amérique centrale et au Mexique, le poids des exportations de produits primaires dans le PIB et le commerce extérieur diminue fortement depuis le début des années 1970. Ceci suggère que le besoin de diversification sectorielle est moins aigu dans ces pays qu'au sud du sous-continent.

- Point de comparaison intéressant, l'observation des données rassemblées dans le tableau 2 révèle le contraste des situations de l'Amérique du Sud et de l'Asie émergente. De fait, la croissance de l'Asie émergente est devenue beaucoup moins dépendante des produits primaires au cours des quatre dernières décennies. Or l'industrialisation et la diversification de la production asiatique ont, en partie, reposé sur des politiques de change administrées ou partiellement administrées visant à limiter une appréciation monétaire trop rapide et donc préjudiciable au développement du secteur exportateur.

Ainsi, dans les pays émergents, l'instabilité de la finance mondiale et ses conséquences sur les taux de change et la valorisation des actifs compliquent la politique macroéconomique à bien des égards. Il n'est donc guère étonnant qu'un *consensus* émerge pour domestiquer les effets déstabilisants de la globalisation financière.

2.2. Finance de marché et capacité de discrimination des investisseurs

Comme nous l'avons vu, l'intégration financière internationale implique un risque de rupture des cycles de financement externe communément appelés « *sudden stops* » (Mishkin, 1998). Les risques s'amplifient dans la phase ascendante du cycle financier sans que cela soit perçu par

les investisseurs, la perception d'un risque dégradé par les marchés n'intervenant souvent que lorsque le retournement est effectif. Dans ces situations, les agences de notation sont l'objet de critiques virulentes car en dégradant leurs notes avec retard elles ne remplissent pas leur fonction informationnelle visant à créer des signaux d'alerte précoce. Au contraire, elles contribuent à accélérer la défiance et la crise. Certaines études empiriques révèlent en effet que les révisions à la baisse des notations d'agence débutent en haut de cycle, juste avant ou au moment du retournement, et accélèrent dans la phase baissière^[4]. De fait, les agences sont incapables de prévoir la rupture des circuits de liquidité et sont ensuite dépassées par les événements lorsqu'une telle rupture se produit. En Asie émergente en 1997, comme aux États-Unis et en Europe dix ans plus tard, les dégradations de

[4] Cf. KAMINSKY et SCHMUKLER (2001). Pour une discussion récente sur ce sujet, voir KIFF et al. (2012).



notes ont été d'une ampleur telle que des actifs financiers initialement classés dans la partie haute de la catégorie « investissement » sont passés en catégorie « spéculative » en quelques mois, et parfois en quelques semaines pour les produits titrisés. Dans ces conditions, les conséquences sur le cycle de financement de ces modifications tardives et de fortes amplitudes du risque de solvabilité ne peuvent être que brutales : amplification de l'aversion au risque, accroissement du coût du capital et réduction du crédit, de l'investissement et de la croissance.

Mais au-delà du rôle des agences, c'est beaucoup plus fondamentalement l'instabilité intrinsèque à la finance de marché qui est en jeu dans les stratégies d'intégration financière internationale. Sur les marchés financiers, le problème majeur tient en effet à l'impossible évaluation de la valeur fondamentale des titres échangés. Théoriquement, cette valeur fondamentale est liée à la somme des revenus futurs générés par les titres. Or, les déterminants de ces revenus comportent un niveau élevé d'incertitude car ils dépendent de variables par définition difficiles à prévoir, en évolution et surtout en niveau (pour les obligations publiques, il y a par exemple incertitude sur les taux – d'inflation, d'intérêt, de change – et incertitude sur la capacité de l'État à générer les excédents primaires nécessaires au maintien de sa solvabilité).

Dans ce contexte d'incertitude dite radicale, ce sont les anticipations que les agents formulent sur les déterminants du revenu futur qui sont à la base de la valeur des titres à un instant donné. Mais les anticipations d'un agent individuel sur le cours d'un titre ne sont pas indépendantes de celles de tous les autres agents. En effet, comme la nature de l'incertitude fait qu'il n'existe pas de système fiable d'évaluation *ex-ante* de la valeur des titres, la rationalité individuelle conduit à s'interroger sur la façon dont tous les autres agents effectuent cette évaluation. À la suite des analyses très novatrices de Keynes portant sur la finance de marché, plusieurs économistes contemporains ont ainsi établi que les principes de l'évaluation boursière relèvent *in fine* d'un « système d'opinions autoréférentielles » produisant des conventions de marché^[5]. Ces conventions peuvent se révéler irrationnelles sur le plan agrégé tout en étant le résultat de décisions individuelles parfaitement rationnelles.

Ce cadre conceptuel est très riche car il permet de comprendre les causes profondes du mimétisme qui anime les marchés

financiers et qui contribue à la brutalité des ruptures de cycle lorsque la convention de marché se trouve soudainement brisée. Sur ce plan, l'un des principaux problèmes que rencontrent les pays émergents depuis la succession de chocs financiers en œuvre depuis 2008 vient de l'incapacité des investisseurs internationaux à faire preuve de discrimination dans les périodes de tensions ou de crises. Or, ce manque de discrimination remet en cause les effets supposés disciplinants de l'intégration financière sur la conduite des politiques publiques. De fait, les épisodes successifs de sorties de capitaux parfois colossales enregistrées par les pays émergents depuis 2008 ne peuvent pas s'interpréter comme une réponse à des imprudences de politiques économiques observées dans les pays d'accueil. Ces sorties trouvent, au contraire, leur logique dans les pays développés et dans l'instabilité financière qui s'y développe en phases plus ou moins brutales depuis 2008. Elles correspondent à des périodes d'aversion maximale au risque et de fuite vers la liquidité, et en l'occurrence vers les actifs les plus liquides et toujours jugés parmi les plus sûrs, c'est-à-dire les bons du Trésor américain. En 2009, alors que l'indice boursier baissait de 30 % au Mexique au plus fort de la crise, et malgré la forte exposition de cette économie à la récession américaine, celui de la Pologne, seul pays d'Europe à maintenir une croissance positive, cédait près de 50 %^[6]. De même, la Chine, caractérisée par une bulle boursière pour laquelle un ajustement des cours était attendu, a nettement moins chuté que l'Indonésie qui a pourtant bien résisté à la crise sur le plan de son économie réelle. Ensuite, à partir du printemps 2009, dans la phase de rebond, le retour des capitaux vers les marchés émergents a procédé de comportements mimétiques et indiscriminés aboutissant à un retournement du cycle financier tout aussi brutal. Le cas du Brésil est ici emblématique : la hausse de la bourse brésilienne atteint 80 % entre février 2009 et mars 2010 et le réal s'apprécie de 24 %. À l'inverse, dans la période de la panique *post* Lehman, bourses et taux de change avaient respectivement chuté de 23 et 48 %. Si de telles amplitudes ne découlent pas de l'évolution intrinsèque des politiques économiques du Brésil, elles ont en revanche des conséquences négatives sur la stabilité macroéconomique et financière de ce pays. En effet, la chute brutale du réal a déstabilisé les entreprises endettées (pourtant raisonnablement) en devises et la hausse rapide de la devise a, par la suite, contribué à la dégradation rapide de la compétitivité du secteur manufacturier.

[5] Parmi ceux-ci : AGLIETTA (2001) et ORLEAN (2009).

[6] Tous les pourcentages d'évolutions des indices boursiers sont donnés pour la période septembre 2008-février 2009 pour la panique *post* Lehman et mars 2008-février 2010, pour la période de retour des capitaux.

Les évolutions erratiques des flux de capitaux se sont donc en partie déconnectées des transformations endogènes des politiques économiques et de la situation financière des pays émergents. Les analystes qui étudient les risques dans les pays émergents utilisent traditionnellement les *spreads* souverains, les indices boursiers et les évolutions des devises comme autant de signaux de l'évolution de la crédibilité des politiques économiques. Or dans les périodes considérées, les variations des flux de capitaux reflètent plutôt une crise de liquidité dans les marchés avancés, puis un surplus de liquidité dans ces mêmes marchés. Les anticipations axées sur la liquidité produite par les économies avancées constituent le moteur principal des flux de capitaux vers les pays émergents. Dès avant la crise, entre 2002 et 2007, l'écrasement spectaculaire des *spreads* émergents, qu'ils soient souverains ou « *corporate* », la montée des bourses avec le gonflement des flux de portefeuille et l'appréciation des taux de change qui en a résulté, ne s'expliquaient pas uniquement par l'amélioration du risque dans les pays émergents eux-mêmes. L'amélioration intrinsèque du risque a certes constitué une partie de l'explication, mais le facteur-clé a été la surabondance de liquidité et la quête de rendements. Ainsi, la volatilité des flux de capitaux après la chute de Lehman était déjà en germe dans la période précédant la crise. Les pays émergents subissaient (ou profitaient) d'un cycle d'euphorie dont ils n'étaient qu'en partie responsables. À cette euphorie a succédé une panique, dont ils ont été également peu responsables.

On peut objecter à cet argument que liquidité internationale et risque pays intrinsèque dans les économies émergentes sont liées. Traditionnellement, la liquidité en devise peut être déstabilisante compte tenu de la nature même des pays émergents qui affichent un besoin de financement en devise et ont donc besoin de liquidité internationale. Mais cette grille de lecture qui met en avant la vulnérabilité des pays émergents à la liquidité en devise est moins pertinente dans les années 2000 qu'elle ne l'était dans les années 1990. Cette interprétation s'est en effet forgée sur l'expérience des crises

asiatiques et argentines. Or d'une part, comme cela a été évoqué précédemment, les capitaux étrangers dans les années 2000 viennent *surfinancer* les économies émergentes qui affichent en moyenne des excédents courants – donc des capacités de financement – plutôt que des déficits comme c'était le cas dans les années 1990. D'autre part, dans le cas des économies qui affichent effectivement des besoins de financements élevés, telles que le Brésil, la Turquie, ou l'Inde, celui-ci est en général financé par de l'endettement privé. Cela ne peut certes pas être interprété comme un signe d'insensibilité aux mouvements erratiques de capitaux. Mais la capacité des entreprises turques à générer des devises est importante. De fait en 2009, les inquiétudes sur la capacité de couverture du besoin de financement en devises de la Turquie ont été battues en brèche : la dette à court terme des entreprises turques a été renouvelée sans incident majeur (parfois avec des rééchelonnements, mais sans aucun défaut notable). En résumé, l'impact systémique de la dette privée est peut-être moindre que celui de la dette publique externe, qui a considérablement diminué, tant au Brésil qu'en Turquie. La nature du besoin de financement des pays émergents s'est transformée. Ainsi, le besoin de liquidité en devise de certains grands émergents est réel et persistant, mais pas aussi déterminant en matière de risque systémique qu'il avait pu l'être dans les années 1990.

Finalement, dans les périodes de crise, la mesure du risque à partir d'indicateurs de marché devient inadaptée : le risque intrinsèque peut être stable alors que les indicateurs de marché (comme les *spreads* et les taux de change), censés mesurer le risque, deviennent une fonction de la liquidité (ou de l'anticipation de la liquidité) des agents et non de leur seule analyse des politiques économiques et des situations nationales. L'idée selon laquelle l'ouverture aux flux de capitaux jouerait le rôle d'un tribunal à même d'évaluer les « bonnes » politiques – les investisseurs étant rationnels et l'information parfaite – a été sévèrement remise en cause depuis 2008.

3 / Domestiquer l'instabilité de la globalisation financière

3.1. La question des instruments disponibles au sein de l'économie domestique

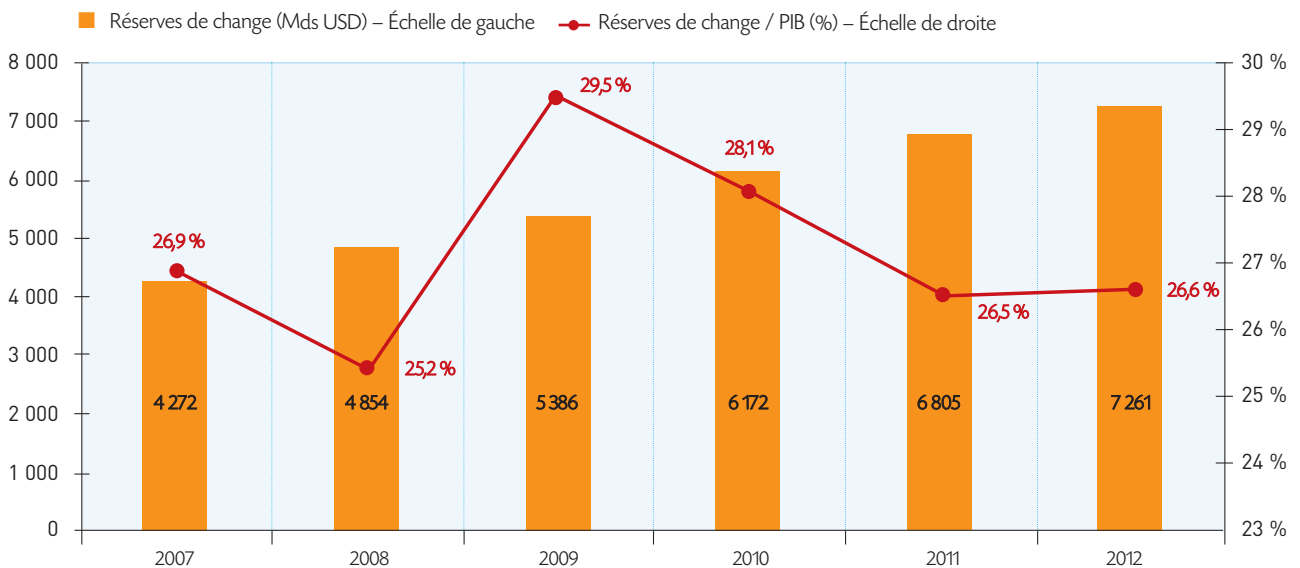
3.1.1. De l'accumulation de réserves à la tentative de contrôles sur les entrées de capitaux

Face aux désordres provoqués par la mobilité de la liquidité mondiale, comment les pays émergents peuvent-ils garantir leur stabilité macroéconomique et financière ? Après les grandes crises financières de la fin des années 1990, les banques centrales de ces pays avaient conçu l'accumulation de réserves de change comme une police d'assurance face aux risques liés à la globalisation financière. Très rapidement,

leurs réserves se sont établies à un niveau très supérieur aux seuils généralement préconisés^[7]. Certains pays sont même devenus créanciers nets à l'égard du reste du monde (les réserves de changes étant supérieures à leur dette extérieure)^[8]. Cette stratégie était pleinement justifiée par l'approfondissement de la globalisation financière. En particulier, l'accès plus aisé des acteurs résidents aux financements en devises et l'entrée des non-résidents sur les marchés d'actifs en monnaie locale faisaient craindre des chocs de liquidité potentiellement plus destructeurs que ceux des grandes crises des années 1990. En 2008, cette crainte s'est avérée fondée après la faillite de Lehman car, comme nous l'avons vu, le blocage des marchés interbancaires dans les pays développés a conduit les investisseurs à liquider leurs actifs financiers sans discrimination.

Graphique 7

Réserves de change des pays émergents



Source : FMI.

[7] Dans la majorité des pays émergents, le ratio Guidotti-Greenspan, préconisant de maintenir un niveau de réserves couvrant la totalité de la dette externe due à court terme, a été très largement dépassé.

[8] Une approche plus complexe de l'adéquation du niveau des réserves a été développée par le FMI en 2011 dans MOGHADAM *et al.* (2011), à l'aide d'une métrique comparant le niveau des réserves à la dette à court terme, les exportations, la masse monétaire et les investissements de portefeuille « equity ». Globalement, la conclusion est que la plupart des pays émergents disposaient en 2009 de réserves de change à un niveau qui se situait au-delà de ce que la nouvelle métrique préconise.

Pour autant, l'accumulation de réserves a également montré ses limites^[9], notamment parce qu'elle est coûteuse pour les banques centrales. En effet, non seulement celles-ci endossent un risque de change important, en particulier sur l'USD qui constitue encore l'actif de référence dans les réserves officielles de change, mais en outre, les intérêts qu'elles perçoivent sur ces actifs sont généralement inférieurs à ceux payés sur les passifs contractés lors des opérations de stérilisation^[10]. Depuis la crise de 2008-2009, le niveau des taux d'intérêt aux États-Unis et en Europe est devenu beaucoup plus faible que dans les pays émergents. Surtout, les taux d'intérêt sur le dollar et l'euro ne devraient reprendre leur mouvement haussier que progressivement^[11].

Dans la quasi-totalité des pays émergents, le cycle de baisse des taux d'intérêt a été stoppé début 2010. En effet, face au risque de surchauffe provoqué par des *policy mix* ultra accommodants, un mouvement de remontée des taux a eu lieu en 2010-2011. Mais la profusion des contraintes qui se sont manifestées à partir de 2012 (risque de ralentissement venant de la récession européenne, volatilité des entrées de capitaux, annonces des modifications d'orientation de politique monétaires de la Fed et de la BOJ, inflation persistante) a rendu les stratégies moins lisibles et plus différenciées. La plupart des banques centrales se sont montrées préoccupées par le ralentissement économique (Corée du Sud, Inde, Pologne, Thaïlande ou Turquie). Elles stabilisent ou continuent à baisser leurs taux directeurs. Toutefois, l'inflation persistante empêche (ou retarde) dans bien des cas les baisses de taux, malgré une conjoncture décevante, comme dans les cas russes ou sud-africains. D'autres s'alarment de l'inflation élevée, comme la banque d'Indonésie ou celle du Brésil, et ont réenclenché en 2013 un cycle haussier. Les taux restent relativement bas mais souvent stables et supérieurs à ceux des pays

avancés. Dès lors, le coût de la stérilisation se maintiendra à un niveau élevé pendant un certain temps encore, probablement jusqu'à la fin 2014.

Par ailleurs, dans une économie ouverte sur le plan financier, la hausse des taux d'intérêt aura tendance à stimuler les entrées de capitaux étrangers, notamment dans le cas de figure actuel où les taux des pays investisseurs restent à des niveaux faibles. Dans ce contexte, afin d'élargir la palette des instruments de régulation au-delà de l'accumulation de réserves, certains pays émergents ont mis en place un contrôle des entrées de capitaux. En octobre 2009, les autorités brésiliennes ont annoncé la réintroduction d'une taxe (IOF, *Imposto sobre Operações Financeiras*) de 2 % aux achats d'actions et d'obligations par les investisseurs non-résidents, dans le but de ralentir l'appréciation du real^[12]. Cette taxe est passée à 6 % en octobre 2010. Les emprunts auprès de non-résidents ont été également soumis à l'IOF. Ces taxes ont été supprimées en juin 2013, à partir du moment où les pressions baissières sur le réal se sont accentuées. Bien qu'accueillie avec le plus grand scepticisme^[13] et malgré les nombreux doutes sur son efficacité, l'introduction de cette taxe a probablement joué un rôle sur la composition des entrées de capitaux. On a en effet assisté à un effet de report sur les investissements directs au détriment des investissements de portefeuille, visés par la taxe. Toutefois, on ne peut pas conclure à un effet sur le taux de change, la mise en place et le renforcement de la taxe n'ayant pas permis d'empêcher l'appréciation du real (Marcilly et Zlotowski, 2013) jusqu'à 2011.

À partir de la fin 2009, de nombreuses autorités des économies émergentes ont annoncé des mesures tendant à contrôler les mouvements de capitaux. À Taïwan, un mois après la décision brésilienne de 2009, le gouvernement a interdit les placements en dépôts à vue pour les non-résidents.

[9] Voir notamment FERNANDEZ-ARIAS et LEVY-YEYATI (2012). Les deux auteurs discutent de l'efficacité de l'accumulation des réserves comme stratégie de prévention contre la crise et donnent une conclusion nuancée, estimant que l'importance des réserves dans certains pays émergents en 2009 a pu contribuer à limiter l'impact du *sudden stop* sur les économies réelles. Ils estiment que la création d'un filet de sécurité mutualisé pour la liquidité internationale agirait en complément des réserves et serait même susceptible d'accroître l'efficacité de ces dernières en tant que mécanisme d'assurance.

[10] La stérilisation des entrées de capitaux consiste à compenser par des actions de politique économique la création monétaire induite par la hausse des réserves de change. Classiquement, la banque centrale « éponge » de la liquidité, par exemple en émettant des titres. Pour la Banque centrale, le coût de la stérilisation représente la différence entre les taux servis au passif et ceux perçus à l'actif, sur les réserves de change, placées en règle générale en obligations souveraines des pays industrialisés. En outre, dans une économie ouverte au plan financier, la hausse des taux d'intérêt aura tendance à stimuler les entrées de capitaux étrangers, notamment dans les cas où les taux des pays investisseurs sont inférieurs et restent stables. On considère de ce fait que la stérilisation est inefficace dans un contexte de mobilité totale des capitaux.

[11] Le gouverneur de la Fed a annoncé à la mi-2013 qu'une hausse de taux ne serait envisagée que lorsque les conditions du marché du travail américain se seront suffisamment améliorées – quand le taux de chômage atteindrait 6,5 %. Les diverses annonces de Ben Bernanke à l'été 2013 concernant la sortie du *quantitative easing* ont pour objectifs de préparer les anticipations à un environnement de politique monétaire moins accommodante. Toutefois, il a spécifié que cette évolution sera progressive car attentive à la solidité de la reprise de l'activité américaine.

[12] La taxe de novembre 2009 est la version modifiée de celle introduite en mars 2008 qui était au taux de 1,5 % et qui a été ensuite abolie après la chute de Lehman Brothers.

[13] Voir notamment la note rédigée par l'*Institute of International Finance* à l'annonce de la réintroduction de la taxe brésilienne : « *the IOF (Financial Operation Tax) has number of disadvantages: it puts upward pressure on the real interest rate, distort resource allocation, constrains the growth of capital market (...)*." *Institute of International Finance* (2009), page 2.



Début janvier 2011, la banque centrale annonçait des enquêtes touchant les investisseurs étrangers détenant des fonds « excessifs » en monnaie locale. En Chine, à la fin novembre 2009, les autorités ont mis en place un train de mesures destinées à contrôler le contournement par les résidents des règles tenant à l'achat de devises, chacun bénéficiant depuis 2007 d'un quota de devises à disposition (la Chine renforçant ici une réglementation existante (Xu, 2009). Enfin, en juin 2010, les autorités coréennes ont mis en place une nouvelle réglementation bancaire : l'exposition en produits dérivés sur devise des banques locales ne pouvait excéder 50 % de leurs fonds propres et les banques étrangères devaient ramener ce ratio à moins de 250 %. Ces ratios ont été abaissés à trois reprises et depuis novembre 2012 ils ont été ramenés à 30 et 150 %. De fait, divers contrôles de capitaux ont été mis en place dans de nombreuses économies émergentes, en Asie (Thaïlande) et également en Amérique latine (Argentine, Équateur, Pérou, Venezuela), prenant, selon les cas, des formes variées.

3.1.2. Les contrôles aux entrées de capitaux peuvent-ils être efficaces ?

L'analyse économique identifie plusieurs raisons objectives au maintien ou à l'instauration de certaines formes de contrôle aux entrées des capitaux : contenir l'appréciation du taux de change pour préserver la compétitivité, limiter l'accumulation de *hot money* par nature instable et donc susceptible de déstabiliser le système financier, éviter des entrées trop importantes conduisant à des hausses de prix d'actifs sans rapport avec les valeurs fondamentales, renforcer enfin l'autonomie de la politique monétaire^[14]. Pour autant, les politiques de contrôle des entrées de capitaux sont-elles efficaces ? Une vaste revue de la littérature empirique apporte sur ce plan des résultats intéressants (Magnud et Reinhart, 2006). Généralement, l'instauration de contrôle aux entrées ne se traduit pas par une diminution des flux de capitaux entrants, mais permet d'en modifier la composition au profit de capitaux moins volatiles et engagés à plus long terme

(réduction des investissements de portefeuille au profit des IDE et des créances à long terme). Ces travaux empiriques concluent en outre que ces mesures peuvent accroître l'indépendance de la politique monétaire et, dans certains cas, réduire l'appréciation du taux de change.

Selon le FMI cependant, les diverses études d'impact ne permettent que difficilement de tirer une conclusion définitive sur l'efficacité de ces mesures. Le Fonds monétaire estime notamment que le renforcement de la réglementation prudentielle des banques constitue un excellent complément aux autres mesures limitatives. Il considère également que la capacité institutionnelle des autorités qui mettent en place ces mesures est fondamentale, car les « marchés s'ajustent »^[15]. Les autorités sont donc contraintes de suivre les méthodes de contournement et la réglementation doit identifier ces brèches réglementaires dans lesquels les opérateurs s'engouffrent. La Banque des règlements internationaux (BRI) est sur une position analogue à celle du FMI. Pour cette institution, l'efficacité des contrôles aux entrées de capitaux reste à démontrer. Au mieux, on peut concevoir que ces mesures soient assez efficaces à court terme mais, qu'à moyen et long, elles induisent des distorsions sur les marchés financiers et faussent la concurrence. Le risque est alors de retrouver les inconvénients soulignés par McKinnon et Shaw dans leur analyse critique des systèmes financiers administrés. Comme le FMI, la BRI souligne l'intérêt des mesures macroprudentielles. Celles-ci seraient susceptibles de protéger les systèmes financiers des effets déstabilisants induits par la volatilité des mouvements de capitaux. Ainsi, la solution optimale préconisée par cette institution consiste à améliorer la réglementation bancaire en encadrant plus strictement le cycle de crédit. Ceci permet de prévenir le risque de déstabilisation du système financier lorsque les entrées de capitaux produisent un accroissement rapide du crédit, des hausses de prix d'actifs insoutenables et des dés-adossements en devises dans le bilan des banques et des entreprises.

[14] Ce sujet, désormais central dans les réflexions sur l'après-crise, avait fait l'objet de développements très riches dans le rapport sur le commerce et le développement de la CNUCED datant de 2006. Voir « Macroeconomic Policy Under Globalization » in UNCTAD (2006), *Trade and Development Report*.

[15] Ce point est développé dans OSTRY *et alii.* (2010).

Les tensions récurrentes observées depuis 2008 sur les marchés financiers internationaux ont conduit le FMI à réviser ses préconisations en matière de libéralisation financière internationale et de contrôle des mouvements de capitaux^[16]. Dans la nouvelle approche, l'intégration financière internationale peut contribuer à élever le sentier de croissance des économies émergentes, conformément aux mécanismes prévus dans le cadre des modèles inspirés des travaux de Shaw et McKinnon (cf. encadré 1). Mais, fait nouveau, l'intégration financière peut également provoquer des déséquilibres financiers dangereux pour la croissance et la stabilité macroéconomique. Cette révision doctrinale a de fortes implications sur les préconisations délivrées par les services du Fonds monétaire en matière de régulation financière. Ainsi, l'intégration financière internationale ne doit plus être considérée comme un objectif de politique macroéconomique systématiquement pertinent, notamment pour les pays qui disposent d'institutions fragiles en termes de régulation

et de supervision financière. *A contrario*, les pays qui disposent d'institutions de supervision efficaces peuvent libéraliser leurs relations financières internationales, mais sur un mode graduel et séquencé afin de prévenir les effets potentiellement dangereux de la libéralisation (notamment des entrées massives de capitaux sur des marchés financiers domestiques de petites tailles). Enfin, dans certains cas, les services du FMI reconnaissent qu'il peut être pertinent de maintenir ou de mettre en place des contrôles aux entrées et aux sorties de capitaux, tout particulièrement lorsque ces mesures se révèlent nécessaires pour prévenir le développement d'un risque systémique bancaire. Mais tout en admettant que ces contrôles peuvent être nécessaires dans certaines circonstances, le FMI insiste sur l'utilité qu'il y aurait à les organiser et à les coordonner à l'échelon multilatérale afin d'éviter l'émergence d'un protectionnisme financier contraire à l'esprit des engagements pris par les États-membres du FMI^[17].

De fait, on observe un grand pragmatisme des pays émergents en matière de contrôle des entrées de capitaux. Les mesures prises dans le sillage de la crise comprennent trois types de contrôles. Le premier (comme la taxe brésilienne) consiste en des instruments de régulation de marchés qui agissent directement sur les flux de capitaux eux-mêmes *via* l'imposition ou des mesures limitatives. Le second se caractérise par des limites apportées à la convertibilité. Il s'agit de restreindre les accès aux devises des résidents (ou inversement des non-résidents à la monnaie nationale), à l'instar des mesures mises en place en Chine. Enfin, un troisième groupe de mesures se place plus nettement dans le champ de la réglementation prudentielle des banques : elles tendent à limiter l'exposition des banques au risque de change (à l'instar de la mesure coréenne).

À partir de 2008, les mesures mises en place dans les pays émergents pour contrôler les entrées de capitaux ont donc été diverses en raison de la variété des objectifs poursuivis. Le Brésil n'était guère préoccupé par la dynamique de l'exposition de ses banques en devise : le passif externe (c'est-à-dire vis-à-vis des non-résidents) des banques brésiennes représentait fin 2009 26 % de l'actif externe. En revanche, les autorités de ce pays souhaitaient enrayer une appréciation très rapide du taux de change, en grande partie liée aux entrées

de capitaux spéculatifs alors même que le compte courant se détériorait. *A contrario*, la Corée était principalement préoccupée par l'exposition de son système bancaire aux chocs de liquidités internationales. Dans le cas coréen le passif externe des banques rapporté à l'actif externe atteignait de 240 % en 2009. Mais à l'inverse du Brésil, le solde courant est redevenu très positif dès le quatrième trimestre 2009 ; l'appréciation du won est donc en partie le produit d'évolutions « normales » du haut de la balance des paiements. Dès lors, le contrôle des capitaux a une visée principalement prudentielle en Corée.

Le FMI insiste particulièrement sur le fait que la capacité de contrôle et d'application des règles par les autorités constituent un critère essentiel d'efficacité. À cet égard, les pays émergents sont très inégaux en matière de capacités institutionnelles, et singulièrement pour ce qui concerne la réglementation prudentielle des banques où les progrès sont très disparates. À ce titre, la capacité de contrôle des banques des autorités coréennes est très supérieure à celles du Vietnam par exemple, pays pourtant également fragilisé par un niveau élevé de dollarisation des banques et des tensions récurrentes au niveau de sa liquidité en devises. La façon dont les pays émergents absorbent les chocs financiers montre néanmoins que, globalement, ces capacités institution-

[16] International Monetary Fund (2012).

[17] OSTRY *et alii* (2010).



nelles se sont renforcées au cours des années 2000. Alors que les chocs financiers internationaux sont désormais récurrents, les États des pays émergents se révèlent capables d'ajuster rapidement leur politique macroéconomique afin de limiter les impacts de ces chocs sur leurs trajectoires de croissance. Depuis les années 1990, les États et les autorités monétaires des pays émergents sont beaucoup plus forts, crédibles et stratégiques, notamment en Asie et en Amérique latine où les progrès ont été spectaculaires. Ces améliorations sont peut-être susceptibles de faire la différence dans les prochaines études d'impact qui ne manqueront pas d'être réalisées sur les mesures de régulation des comptes de capitaux prises au cours de la période récente.

Finalement, la vague de contrôles de capitaux doit s'interpréter comme le recours au pragmatisme et la fin d'une idéologie qui donne l'avantage systématique à des solutions de libéralisation des marchés. Les autorités n'hésiteront plus à utiliser des moyens hétérodoxes et ne se contenteront plus d'interventions discrétionnaires sur le marché des changes. Une régulation plus ferme de l'ouverture financière devient un outil parmi d'autres permettant d'absorber les chocs monétaires et financiers se diffusant sur les marchés internationaux.

3.2. Vers une plus grande mutualisation du risque de liquidité ?

Dans la période de sortie de crise mais de forte instabilité financière, la conduite des politiques économiques dans les pays émergents est délicate. À court terme, l'enjeu consiste à parvenir à articuler les politiques monétaires face à des objectifs multiples. Les pays émergents ont fait face depuis 2009 à des risques symétriques en matière de taux de change qui sont le résultat de l'instabilité financière : appréciations fortes des taux de change qui réduisent la compétitivité-prix des exportations ou des dépréciations rapides qui déstabilisent les entités exposées au risque de change et/ou entretiennent les pressions inflationnistes. Mais la politique monétaire a dû également prendre en compte d'autres contraintes : croissance excessive du crédit, ralentissement de la conjoncture, tensions inflationnistes liées aux contraintes d'offre... Ces divers risques compliquent considérablement la conduite des politiques monétaires et la diversité des stratégies des banques centrales émergentes en 2013 illustre la difficulté à concilier l'ensemble de ces objectifs.

Le nouvel épisode de sorties de capitaux observé à l'été 2013 ne fera que confirmer une tendance lourde observée dans les pays émergents, soit une préférence pour la liquidité matérialisée par une accumulation de réserves de change. On peut en

effet attendre que ceux-ci continuent à accumuler davantage de réserves en 2013 et 2014. Les données du FMI montrent que ces réserves sont passées de 4 272 Mds USD fin 2007 à 7 415 à la fin du premier trimestre 2013, les baisses enregistrées durant cette période étant momentanées (entre le T3 2008 et le T1 2009 notamment). Cette augmentation des réserves pose cependant des problèmes de pilotage monétaire : la création monétaire induite doit être stérilisée par la Banque centrale et les réserves immobilisent des ressources qui pourraient être allouées plus efficacement, notamment dans les pays où les besoins en infrastructures sont les plus importants. Mais parce que la bonne tenue des politiques économiques n'a pas protégé contre un choc de liquidité, les réserves vont paradoxalement, et faute de mieux, continuer à servir d'assurance contre les risques induits par le déplacement rapide d'une liquidité internationale abondante.

Des mesures alternatives sont pourtant envisageables. À cet égard, plusieurs initiatives tentent de mettre en place des formes variées de mutualisation de l'accès à la liquidité internationale, pour éviter que des pays prudemment gérés ne soient sanctionnés par un événement systémique exogène. Sur le plan multilatéral, la ligne de crédit flexible mise en place par le FMI pendant la crise – liquidité octroyée à des pays émergents « solides » sans conditionnalité, dont le Mexique, la Pologne et la Colombie ont profité – constitue un instrument susceptible d'inciter les pays émergents à accumuler moins de réserves. Toutefois, il faudra pour ce faire que ce filet de sécurité soit opérant y compris en temps de crises aiguës et que les économies émergentes, échaudées par l'expérience post Lehman, aient confiance dans les solutions multilatérales.

Des solutions régionales pourraient également séduire les économies émergentes. La mise en place d'un fonds commun de réserves de change en Asie en décembre 2009 (multilatéralisation de l'initiative de Chiang Mai) a pour objectif de réduire le risque de liquidité et de limiter les effets de contagion financière. Le fonds de 120 Mds USD est entré en fonction en mars 2010 et prévoyait un arrangement FMI à partir de l'utilisation de plus de 20 % des droits de tirage. En mai 2012, il a été prévu que le fonds soit doublé (240 Mds USD) et que la limite de l'intervention du FMI soit portée à 30 %. Bien que le CMIM (*Chiang Mai Initiative Multilateralization*) soit le plus large des fonds régionaux (après les fonds européens créés dans le contexte des crises souveraines de la zone euro), il n'a pas donné lieu à ce stade à une assistance financière. Il est jugé contraignant, notamment du fait de la présence d'une conditionnalité FMI. Une étude de la Banque asiatique de développement (Hill et Menon, 2012) analyse l'incapacité du CMIM à devenir une réelle alternative au FMI, son utilisation

souffrant du « stigmate » associé à l'institution de Washington en Asie. L'absence d'institutions opérationnelles et à même de surveiller la conditionnalité et sa taille encore réduite le cantonnent à un rôle de complément potentiel au FMI. De son côté, l'institution de Washington développe un cadre de coordination renforcée avec les fonds régionaux (International Monetary Fund, 2013), qui a fait l'objet de discussion lors de la réunion des ministres des finances du G20 à Moscou en juillet 2013.

Cette question de l'accès à la liquidité internationale est au cœur du dilemme des pays émergents, actuellement partagés entre solution nationale et solution coopérative. Une très grande confiance dans les mécanismes multilatéraux est nécessaire pour abandonner l'incitation à accumuler des réserves. Or cette confiance reste limitée, singulièrement en Asie où les plans d'ajustements structurels de la fin des années 1990 ont laissé un goût amer dans la sphère politique et sociale. Mais de l'autre côté, un prêt sans conditionnalité

peut renforcer les dysfonctionnements liés à l'aléa de moralité. Pour défendre l'idée d'une déconnexion entre l'assistance des fonds régionaux et celle du FMI, on pourrait estimer qu'une aide qui vise le renforcement de la liquidité n'a *a priori* pas besoin de conditionnalité qui serait, elle, réservée à des situations d'insolvabilité. Mais le diagnostic de différenciation entre les deux écueils – illiquidité vs insolvabilité – est beaucoup plus difficile à établir que ne le laisse penser la seule analyse de ratios classiques du risque pays. Pour cette raison, les discussions actuelles – des diverses formes de renforcement des fonds régionaux aux tentatives de coordinations de ceux-ci avec le FMI – ne seront probablement pas de nature à limiter l'accumulation des réserves de change. Les pays émergents ne sont pas pleinement entrés dans une logique de délégation de leur souveraineté monétaire au profit des solutions multilatérales (avec le FMI), ou même régionales (avec la Chine ou le Japon, les deux principaux créanciers du fonds de l'initiative Chiang-Mai).

Conclusion

Depuis 2008, les crises successives qui ont éclaté dans les pays développés ont profondément perturbé le fonctionnement des marchés financiers internationaux. Le financement extérieur des pays émergents est marqué par des mouvements de fortes amplitudes résultant du déplacement rapide de la liquidité mondiale. Aux périodes d'euphorie financière, provoquant des entrées massives de capitaux, succèdent des phases de neurasthénie au cours desquelles ces pays font face à des sorties brutales et déstabilisantes pour leurs équilibres macroéconomiques. Si ces mouvements ne sont pas fondamentalement nouveaux, leur fréquence et leur amplitude semblent avoir augmenté depuis 2008. Ceci s'explique par la conjonction d'un niveau d'incertitude qui demeure très élevé sur les marchés financiers et d'un volume de liquidités disponibles sans précédent, notamment en raison des injections réalisées par les banques centrales des États-Unis et de la zone euro.

Dans ce contexte, les pays émergents comme les institutions financières internationales perçoivent beaucoup mieux que par le passé les risques associés à l'intégration financière internationale. Cette prise de conscience a permis de mieux gérer les chocs de liquidité et, probablement, d'éviter une diffusion systématique des crises financières des pays avancés vers les

pays émergents. Ces pays sont devenus beaucoup plus prudents face aux mouvements erratiques de la finance internationale et n'hésitent plus à réguler plus finement leurs relations financières internationales. Parallèlement, le FMI a ajusté avec pragmatisme sa doctrine en matière d'ouverture financière et a su créer de nouveaux instruments dédiés à la gestion des chocs de liquidités. Même s'il reste beaucoup à faire pour renforcer la mutualisation des risques de liquidité découlant de l'instabilité de la finance internationale, les avancées récentes vont dans le bon sens.

Finalement, les pays émergents doivent continuer à piloter leur intégration financière internationale avec prudence. Plus que jamais, il leur est indispensable d'améliorer leurs dispositifs de supervision financière de manière à protéger au mieux leurs systèmes financiers des désordres de la finance internationale. Ceci est de première importance pour les pays dont les systèmes bancaires ont connu une croissance rapide au cours de la dernière décennie. Les pays émergents doivent tirer les leçons des crises financières qui ont brutalement éclaté dans les pays développés il y a cinq ans. Fondamentalement, ces crises rappellent en effet que la qualité du financement extérieur, la stabilité bancaire et la solvabilité publique sont étroitement liées.

Références bibliographiques

- ADLER, G. et S. SOSA (2011)**, "Commodity Price Cycles: The Perils of Mismanaging The Boom", *IMF Working Paper*, WP/11/283, décembre.
- AGLIETTA, M. (2001)**, « Systèmes financiers et régimes de croissance », *Revue d'économie financière*, n°61.
- ANDERSON, J. et B. BAWEJA (2009)**, "Capital Control: Coming to a Country Near you ?" UBS, Hong Kong Consensus Economics (www.consensuseconomics.com),
- AKYUZ, Y. (2011)**, "Capital Flows to Developing Countries in a Historical Perspective: will the Current Boom End with a Bust ?", *South Center Research Paper*, No. 37, mars.
- BELLOCQ, F.X. et Y. ZLOTOWSKI (2011)**, « Les pays émergents dans l'après-crise : l'intégration financière en question ? », *Revue d'économie financière*, Le risque systémique : repenser la supervision, n°101, mars.
- BELLOCQ, F.X. et Y. ZLOTOWSKI (2009)**, « Trois pays émergents dans la crise : Indonésie, Russie, Turquie », *Revue d'économie financière*, Pays émergents, mondialisation et crise financière, n°95, novembre.
- BRESSER-PEREIRA, L.C. (2009)**, *Mondialisation et compétition. Pourquoi certains pays émergents réussissent et d'autres non ?*, Édition La découverte.
- FELIPE, J., K. KINTANAR et J.-A. LIM (2006)**, « Asia's Current Account Surplus: Savings Glut or Investment Drought? », in *Asian Development Review*, Vol. 23, No. 1.
- FERNANDEZ-ARIAS, E. et E. LEVY-YEYATI (2012)**, "Global Financial Safety Nets: Where do we Go from Here?", *International Finance*, 15:1.
- FISHER, S. (1997)**, "Capital Account Liberalization and the Role of the IMF", Intervention aux réunions annuelles du FMI, 19 septembre.
- FRATZSCHER, M. (2011)**, "Capital Flows, Push versus Pull Factors and the Global Financial Crisis", *Working Paper Series*, European Central Bank, No.1364, juillet.
- GOURINCHAS, P-O et O. JEANNE (2007)**, "Capital Flows to Developing Countries: the Allocation Puzzle", *NBER Working Papers*, No. 13 602, novembre.
- HILL, H. et J. MENON (2012)**, "Financial Safety Nets in Asia: Genesis, Evolution, Adequacy and Way Forward", *ADB Working paper*, No. 395, Asian Development Bank Institute, novembre.
- INSTITUTE OF INTERNATIONAL FINANCE (2010)**, "Capital Flows to Emerging Market Economies", *IIF Research Note*, 26 janvier.
- INSTITUTE OF INTERNATIONAL FINANCE (2009)**, "Brazil: Reintroduction of IOF tax on capital Inflows", *IIF Insights*, 21 octobre.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND (2013)**, *Stocktaking the Fund's Engagement with Regional Financing Arrangements*, 11 avril.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND (2012)**, *The Liberalization and Management of Capital Flows: An Institutional View*, novembre.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND (2011)**, "Assessing Capital Flows and Bubble Risks in the Post-crisis Environment", *Global Financial Stability Report*, avril.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND (2009)**, "Were Financial Markets in Emerging Economies More Resilient than in Past Crisis?", *World Economic Outlook*, octobre.
- KAMINSKY, G. et S. SCHMUKLER (2001)**, "Emerging markets instability : Do Sovereign Ratings Affect Country Risk and Stocks Returns?", in *World Bank Policy Research Working Paper*, WPS 2678.
- KIFF, J., S. NOWAK et L. SCHUMACHER (2012)**, "Are Rating Agencies Powerful? An Investigation into the Impact and Accuracy of Sovereign Ratings", *IMF Working Paper*, WP/12/23.
- KOSE, A., E. PRASAD et M. TERRONES (2007)**, « Growth and Volatility in an Era of Globalization », *IMF Staff Papers*, 52, Special Issues, septembre.
- MAGNUD, N. et C. REINHART (2006)**, "Capital Control: An Evaluation", *NBER Working Paper* No. 11 973.
- MARCILLY, J. et Y. ZLOTOWSKI (2013)**, « Les transformations du risque pays émergents », *Panorama Coface*, les publications économiques de Coface, printemps.
- MCKINNON, R. (1973)**, *Money and Capital in Economic Development*, The Brookings Institution, Washington D.C.
- MISHKIN, F. (1998)**, « Lessons from the Asian crisis », *Journal of International Money and Finance*, 18 (4).



MOGHADAM, R., J.-D. OSTRY et R. SHEEDY (2011), *Assessing Reserve Adequacy*, février, International Monetary Fund.

ORLEAN, A. (2009), *De l'euphorie à la panique : penser la crise financière*, Collection du CEPREMAP, Éditions rue d'Ulm, Paris.

PRASAD, E., R. RAJAN et A. SUBRAMANIAN (2007), "Foreign Capital and Economic Growth", *Brookings Papers on Economic Activity*, 1.

PRASAD, E, K. ROGOFF, S-J. WEI, et A. KOSE (2003), *Effects of Financial Globalization on Developing Countries: some Empirical Evidence*, rapport du FMI.

OSTRY, JD., A.R. GHOSH, K. HABERMEIER, M. CHAMON, S. QURESHI et D. REINHARDT (2010), *Capital Inflows: The Role of Controls*, IMF Staff Position Note, février, SPN/10/04.

QURESHI, M.S. (2012), "Surges in Capital Flows: Why History Repeats Itself", *IMF Research Bulletin*, Vol. 13, No. 3.

RODRIG, D. et A. SUBRAMANIAN (2009), « Why Did Financial Globalization Disappoint? », *IMF Staff Papers*, Vol. 56, No.1.

SHAW, E. (1973), *Financial Deepening in Economic Development*, Oxford University Press, New York.

WORLD BANK (2010), "Medium Term Impact of the Crisis on Finance and Growth in Developing countries", *Global Economic Prospect 2010*.

XU, B. (2009), « La Chine renforce la réglementation sur les mouvements de capitaux », *Natixis – Special Report*, 26 novembre, n° 336.

MACRODEV (« Macroéconomie & Développement »)

Cette collection, créée par le département de la recherche de l'AFD, a pour vocation de présenter les travaux menés par la division Analyse macroéconomique et risques pays (RCH/AMR) et les économistes du Groupe AFD dans le champ de la macroéconomie du développement. Elle propose des analyses centrées sur un pays, sur une région ou sur des enjeux de nature macroéconomique liés aux processus de développement.

Les analyses et conclusions de ce document sont formulées sous la responsabilité de son auteur. Elles ne reflètent pas nécessairement le point de vue de l'AFD ou de ses institutions partenaires.

Directeur de la publication :

Anne PAUGAM

Directeur de la rédaction :

Alain HENRY

Agence Française de Développement
5, rue Roland Barthes – 75598 Paris cedex 12
Tél. : 33 (1) 53 44 31 31 – www.afd.fr

Dépôt légal : 4^e trimestre 2013
ISSN : 2116-4363