

# Déséquilibres mondiaux et flux bruts de capitaux

P. Butzen  
M. Deroose  
S. Ide

## Introduction

S'il était impensable, au cours de la première décennie des années 2000, que les débats économiques fassent l'impasse sur le thème des déséquilibres mondiaux, l'attention semble s'être quelque peu détournée de cette thématique ces dernières années. À l'origine de ce moindre intérêt apparent se trouve le constat empirique selon lequel les déséquilibres mondiaux – tels qu'ils transparaissent traditionnellement des déficits et des excédents de la balance des opérations courantes – et, avec eux, les vulnérabilités qui y sont associées, ont diminué depuis la crise financière. À cela vient s'ajouter le fait que l'attention des forums internationaux où se discute l'orientation des politiques économiques s'est portée en priorité sur la mise en place d'un cadre financier plus sûr et sur le rétablissement durable de la croissance économique, comme l'atteste par exemple la Growth Initiative du G20. Le récent regain de volatilité sur les marchés financiers des économies émergentes rappelle toutefois que plusieurs pays, et notamment ceux qui présentent un déficit du compte courant, restent particulièrement sensibles à un retournement du sentiment des investisseurs. Le présent article examine plus en détail les indicateurs qui traduisent la vulnérabilité externe d'un pays ou d'une région économique, en s'appuyant sur les nouveaux éclairages apportés par la littérature dans l'analyse de la crise financière et des déséquilibres mondiaux.

Dans le passé, il était courant d'examiner les soldes de la balance des opérations courantes pour analyser ce type de vulnérabilité. Les pays qui présentaient un déficit du compte courant et une position débitrice nette étaient

jugés sensibles à un revirement des flux de capitaux (*sudden stop*). Les expériences liées à la crise latino-américaine des années 1980 et à la crise asiatique de la fin des années 1990 étaient venues étayer ce cadre d'analyse. Dans les années 2000, l'inquiétude quant au creusement des déficits aux États-Unis s'est accrue. Mais d'aucuns estimaient pour divers motifs fondés sur des raisonnements théoriques que les États-Unis pouvaient assez facilement se financer auprès des pays excédentaires d'Asie, alors que la zone euro, avec sa position nette négligeable, n'aurait aucun rôle à jouer à cet égard. L'excès d'épargne (*excess savings*) des pays en excédent susvisés a donc été considéré comme l'un des facteurs responsables des conditions d'octroi de crédits particulièrement souples aux États-Unis et de la bulle sur le marché américain de l'immobilier résidentiel, lesquelles allaient déboucher sur la crise financière. Mais l'issue de cette crise – à savoir l'absence de *sudden stop* envers les États-Unis, les lourdes pertes subies par le secteur bancaire européen en raison de son exposition internationale et le fait que les pays asiatiques excédentaires s'en soient sortis relativement indemnes sur le plan financier – a mis au jour les failles de ce cadre d'analyse.

La littérature économique a porté un intérêt croissant au rôle des flux bruts de capitaux transfrontaliers, aidée en cela par la mise à disposition de statistiques supplémentaires. De fait, l'analyse des flux bruts de capitaux n'a rien de neuf, l'importance des flux bruts de capitaux, de leur composition et des éventuelles inadéquations sur les plans de la monnaie, de la durée et de la liquidité étant reconvenue depuis longtemps. Mais ce qui différencie la situation récente du passé, c'est la croissance débridée de ces flux

de capitaux, qui a donné lieu à l'accumulation d'encours transfrontaliers de créances et d'engagements d'un niveau sans précédent, si bien qu'une analyse en profondeur des flux bruts de capitaux auxquels une économie est confrontée est devenue un élément incontournable de l'évaluation de sa vulnérabilité éventuelle. Parallèlement, l'une des leçons tirées de la crise de la dette souveraine en Europe et, plus récemment, de l'agitation sur les marchés financiers des économies émergentes, est qu'il est aussi indispensable que cette évaluation examine les positions nettes et les soldes des comptes courants.

Le chapitre 1 du présent article dresse un bref aperçu de l'évolution des déséquilibres mondiaux. Le chapitre 2 montre l'importance accrue des flux de capitaux transfrontaliers à l'échelle mondiale et explique de manière plus détaillée en quoi l'analyse des flux bruts de capitaux est nécessaire et complémentaire à toute évaluation de la vulnérabilité d'un pays. La crise financière permet d'appuyer ce postulat de manière empirique. Le chapitre 3 en livre une autre illustration, plus récente, à l'appui de laquelle les auteurs examinent dans quelle mesure les deux indicateurs ont été déterminants pour expliquer la volatilité observée sur les marchés financiers des économies émergentes depuis l'été de 2013.

## 1. L'évolution des déséquilibres mondiaux des comptes courants selon l'approche traditionnelle

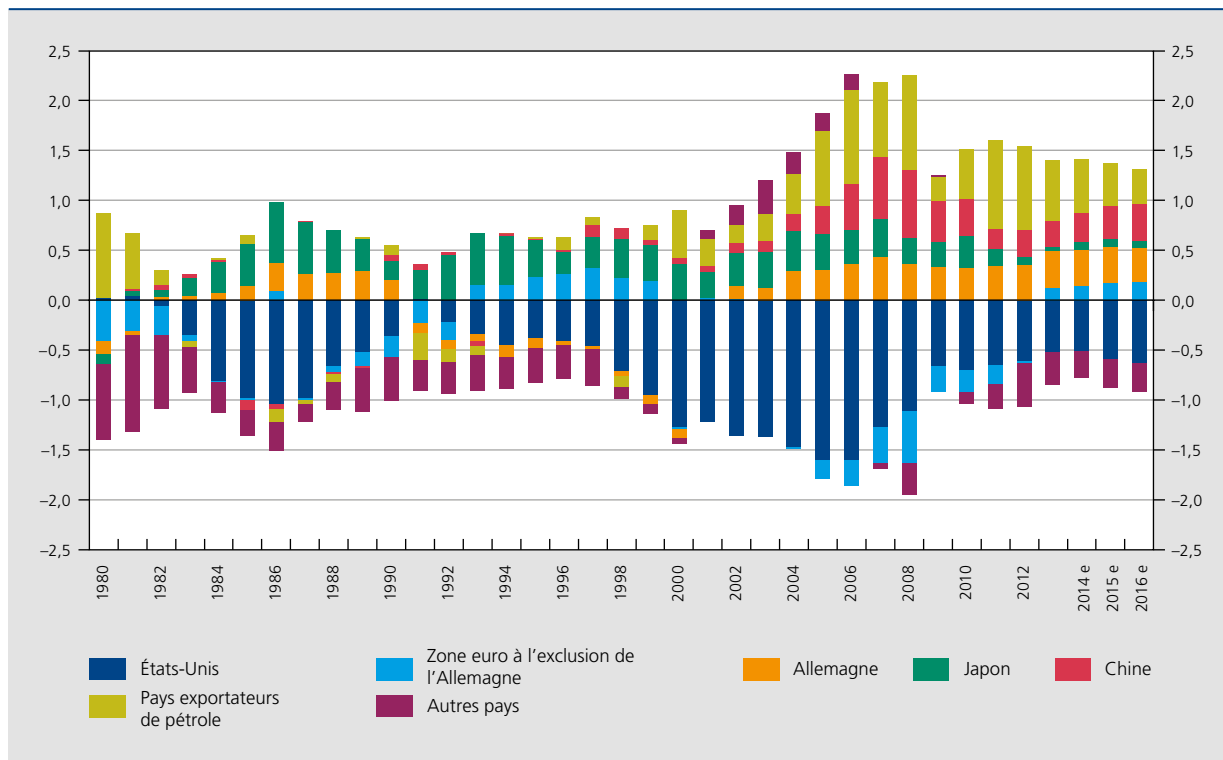
À la veille de la crise financière, les déséquilibres mondiaux des comptes courants s'étaient fortement aggravés. Les manifestations les plus flagrantes en étaient, d'une part, les excédents constitués en Chine et dans les pays exportateurs de matières premières et, d'autre part, les déficits qui ne cessaient de se creuser aux États-Unis. Dans la zone euro, qui affichait vis-à-vis de l'extérieur une position très proche de l'équilibre, plusieurs États membres présentaient toutefois des excédents ou des déficits relativement importants. Avant la crise, les déséquilibres du compte courant résultaient de plusieurs facteurs nationaux et mondiaux, notamment des conditions de financement très attrayantes – favorisées par une sous-évaluation des risques de crédit et par l'apport de flux de capitaux étrangers –, des anticipations de revenus excessivement optimistes, le niveau plus élevé des prix des matières premières et une stratégie de croissance mercantiliste associée à une accumulation massive de réserves de change<sup>(1)</sup>.

En 2009, les déséquilibres mondiaux se sont sensiblement contractés, demeurant ensuite à des niveaux certes nettement plus bas que durant la période antérieure à la crise financière, mais néanmoins toujours plus élevés que dans les années 1980 et 1990. Cette amélioration des positions extérieures a principalement reflété les adaptations cycliques induites par la crise financière. Le resserrement des conditions de financement (et plus particulièrement le tarissement des sources externes de financement) et la baisse des prix des actifs ont sévèrement touché la demande intérieure et les importations, principalement dans les pays présentant un déficit de leur compte courant. Dans les pays excédentaires, les dépenses intérieures se sont généralement mieux maintenues, même si leurs exportations ont pâti des conséquences négatives de l'effondrement puis du redressement modéré du commerce international, ainsi que, pour certains, de la contraction initiale des prix des matières premières. La faible reprise qui caractérise l'économie mondiale depuis l'éclatement de la crise – alimentée dans un premier temps par la croissance des économies émergentes (en 2010 et en 2011) puis par celle des économies avancées (depuis la fin de 2013) – a permis d'éviter un nouveau creusement sensible des déséquilibres mondiaux. Des facteurs nationaux temporaires, comme l'accroissement des importations énergétiques du Japon à la suite du séisme de 2011, ont eux aussi contribué à garder les déséquilibres mondiaux sous contrôle.

Outre les facteurs cycliques, des adaptations plus durables sont également en cours dans plusieurs économies. Ainsi, nombre de pays déficitaires poursuivent leur consolidation budgétaire, même s'il faut bien noter que le rythme de celle-ci est dernièrement devenu moins soutenu. Par ailleurs, et plus spécifiquement, on note aux États-Unis que le taux d'épargne des particuliers est orienté à la hausse (certes au départ d'un niveau faible), et on s'attend à ce que celui-ci demeure à un niveau structurellement plus élevé qu'au cours de la période d'avant la crise, l'expérience récente ayant montré aux ménages américains que des corrections aussi lourdes de conséquences des prix des actions et des prix de l'immobilier ne relèvent pas de l'impossible et qu'il est dès lors impératif de se constituer un matelas de réserves plus épais. En outre, l'augmentation de la production de pétrole aux États-Unis, essentiellement grâce à l'extraction de pétrole de schiste, concourt à résorber le déficit du compte courant du pays. En Chine, l'importance grandissante de la consommation dans la croissance du PIB et l'appréciation progressive du renminbi ont, entre autres facteurs, contribué à réduire l'excédent du compte courant. Le gouvernement chinois a de plus présenté en novembre 2013 un plan de réforme pour la décennie à venir censé ouvrir la voie à la poursuite du rééquilibrage de l'économie. Quant aux améliorations

(1) Pour une description plus détaillée, cf. notamment Butzen et al. (2010).

**GRAPHIQUE 1 SOLDE DU COMPTE COURANT**  
(pourcentages du PIB mondial)



Source : FMI.

que les pays périphériques de la zone euro ont apportées à leurs positions concurrentielles externes, leur effet paraît être de nature durable. Cela étant, les réformes structurelles semblent jusqu'à présent n'avoir joué qu'un rôle mineur dans la résorption des déséquilibres mondiaux, si bien que le risque existe de voir ceux-ci repartir à la hausse au fil du temps (FMI, 2013a et Ollivaud et Schweltnus, 2013).

Depuis 2008, le déficit du compte courant des États-Unis s'est resserré, revenant de 681 milliards de dollars à 379 milliards en 2013. De même, la zone euro à l'exclusion de l'Allemagne est parvenue au cours de cette période à muer son déficit de 327 milliards de dollars en un excédent de 92 milliards, et ce principalement grâce aux efforts fournis par les pays déficitaires. Ainsi, l'Irlande, le Portugal et l'Espagne ont converti leurs déficits respectifs de 15, 32 et 154 milliards de dollars en des excédents de respectivement 14, 1 et 10 milliards de dollars entre 2008 et 2013. L'excédent des économies exportatrices de pétrole a diminué, retombant de 585 milliards de dollars en 2008 à 445 milliards en 2013, tandis que celui de la Chine a chuté de 421 à 189 milliards de dollars. À épingle également, la fermeté de l'excédent allemand, qui a

même dépassé celui de la Chine depuis 2011, devenant ainsi le plus important au monde.

Un déséquilibre du compte courant ne signifie en tant que tel pas forcément que la situation est devenue incontrôlée ; il se peut même qu'il soit approprié compte tenu des fondamentaux et des caractéristiques structurelles d'une économie. Ainsi, il peut être souhaitable, pour un pays à la population vieillissante, de se constituer un bas de laine pour les vieux jours (excédent) et, pour un pays présentant des opportunités d'investissement attrayantes, de financer l'achat de ses infrastructures et équipements en drainant des capitaux étrangers (déficit). Mais si les déséquilibres résultent de dérèglements internes structurels sous-jacents, ils ne sont pas soutenables, et il est dès lors préférable de remédier à la situation. Dans la mesure où il est donc possible que des déséquilibres externes soient le reflet de déséquilibres internes, ceux-ci deviennent un indicateur utile pour les décideurs politiques dans la détection des risques potentiels pesant sur la stabilité macroéconomique et financière. De manière générale, les pays déficitaires sont tout de même jugés plus vulnérables, étant donné qu'ils sont fortement tributaires des flux financiers étrangers. Si ces derniers viennent à se tarir,

voire à refluer (scénario du *sudden stop*), il en découle le plus souvent un ajustement pénible pour l'ensemble de l'économie, comme l'a encore démontré le passé récent.

Comme la constitution de déséquilibres au milieu des années 2000 a été suivie par l'éclatement d'une crise financière sévère, la surveillance des déséquilibres externes a redoublé d'importance. Ainsi, lors du sommet du G20 qui s'est tenu à Pittsburgh en septembre 2009, pays déficitaires et excédentaires se sont accordés sur les mesures à prendre pour contribuer à corriger les déséquilibres mondiaux. Un processus d'évaluation réciproque, dans le cadre duquel le FMI apporte une assistance technique, a été mis en place pour veiller au respect des engagements pris. Par ailleurs, la Commission européenne reprend le solde du compte courant dans le « tableau de bord » qu'elle utilise depuis 2012 aux fins de la nouvelle procédure de gouvernance économique (semestre européen) pour déceler les déséquilibres macroéconomiques dans les États membres de l'UE. Enfin, le FMI publie chaque année depuis 2013 un rapport analysant le secteur externe de 29 économies importantes, en accordant une attention particulière à la situation du compte courant.

Néanmoins, il s'avère à la lecture de la littérature que la relation causale entre le compte courant, d'une part, et la survenance ou l'intensité des crises financières, d'autre part, est mal établie<sup>(1)</sup>. Plusieurs auteurs ont démontré que d'autres facteurs, de nature plus financière, jouent également un rôle. Le chapitre qui suit y est consacré. En tout état de cause, il peut donc de ce point de vue aussi se révéler utile pour les autorités chargées de veiller à la stabilité financière mondiale d'enrichir leur cadre d'analyse d'informations provenant d'autres variables pertinentes.

## 2. L'importance de l'analyse des flux bruts de capitaux

Le premier chapitre de l'article a décrit les évolutions du compte courant dans les différentes grandes zones du monde et en a conclu que les déséquilibres du compte courant pouvaient constituer un bon indicateur de la fragilité économique d'un pays et de sa vulnérabilité aux chocs financiers. La récente crise financière a toutefois montré qu'une analyse reposant exclusivement sur le compte courant, qui est par essence un concept « net », ne suffit pas pour évaluer correctement ces fragilités. Avant l'éclatement de la crise financière, les préoccupations portaient surtout sur le déficit persistant du compte courant des États-Unis, qui semblait pouvoir être jugé comme étant financé par les excédents courants des économies asiatiques émergentes, tandis que, s'agissant de la zone euro, on pouvait considérer que, son solde courant

étant en quasi-équilibre, celle-ci n'était pas concernée et n'était donc aucunement vulnérable du fait de cette problématique. La finalité du présent chapitre est d'illustrer que, sur la base de l'analyse des flux financiers bruts, l'Asie n'a, pour ainsi dire, pas contribué au financement de la flambée du crédit aux États-Unis, tandis que la zone euro, et en particulier ses banques, ont joué un rôle crucial à cet égard. Les établissements de crédit de la zone euro se sont d'ailleurs avérés extrêmement vulnérables lors de l'éclatement de la bulle du crédit aux États-Unis. En d'autres termes, les pays ou zones monétaires dont le compte courant est en équilibre ne sont pas à l'abri de fragilités liées à l'évolution de leurs positions financières brutes.

Le présent chapitre décrit brièvement l'importance d'analyser les flux financiers bruts plutôt qu'il ne concentre uniquement sur les concepts nets de la balance des paiements. Pour cela, on esquisse d'abord l'évolution des flux bruts de capitaux à l'échelle mondiale, avant d'examiner plus en détail le rôle des flux bruts de capitaux dans la formation de vulnérabilités préalablement à la récente crise financière. Sur la base de l'analyse ainsi enrichie, on s'efforce ensuite, dans le dernier chapitre, d'évaluer la vulnérabilité des économies émergentes dans le contexte économique actuel.

### 2.1 L'importance croissante des flux bruts de capitaux<sup>(2)</sup>

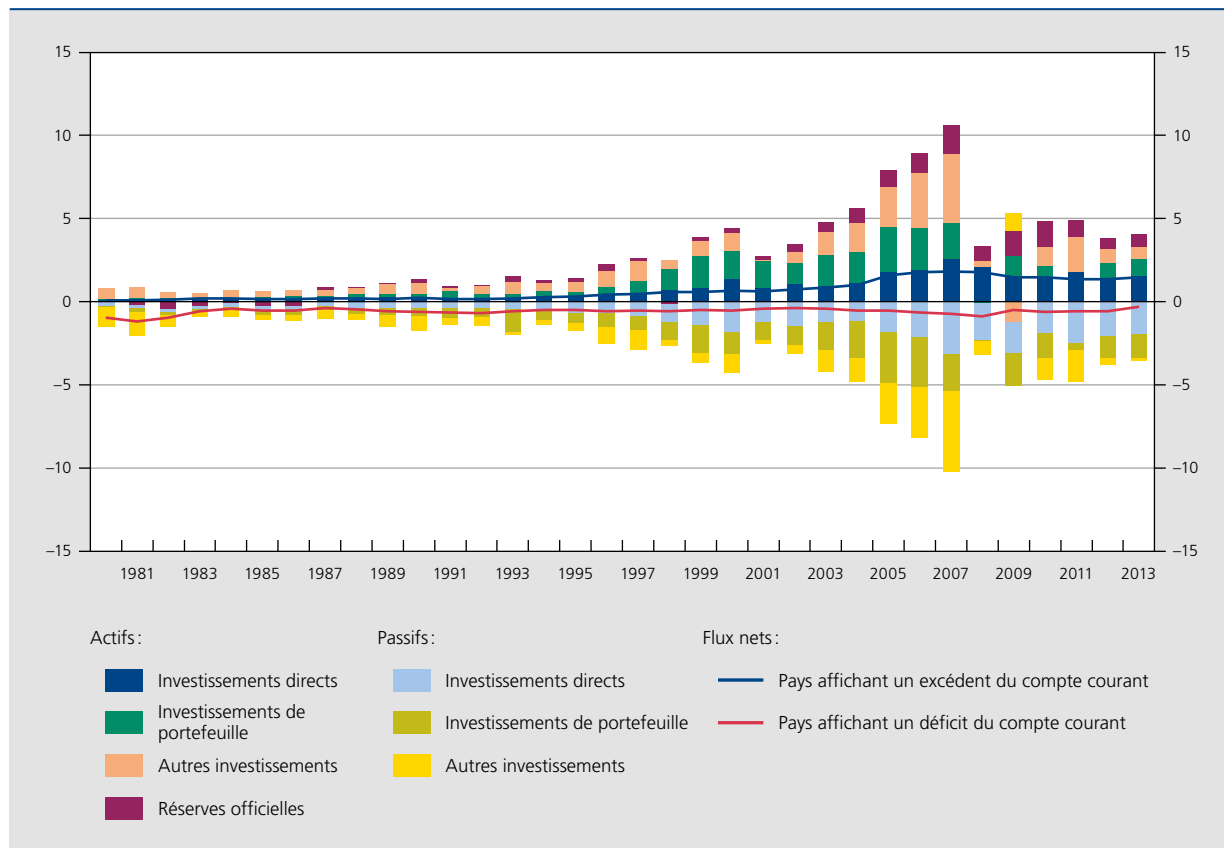
L'accroissement au niveau mondial de l'intégration commerciale et des flux commerciaux de biens et de services s'est accompagné d'une augmentation des flux financiers depuis les années 1990, et notamment des flux de capitaux transfrontaliers. Les principales catégories de flux de capitaux dans la balance des paiements sont les suivantes : (1) les investissements directs étrangers, (2) les investissements de portefeuille en titres de créance et en actions<sup>(3)</sup>, (3) les réserves officielles et (4) les autres investissements. Ce dernier groupe inclut les opérations financières en matière de prêts et de dépôts, les capitaux bancaires, les crédits commerciaux et les flux de capitaux officiels autres que les mouvements dans les réserves officielles.

(1) Pour une analyse détaillée, cf. Blanchard et al. (2010), Frankel et Saravelos (2010), Jordà et al. (2011) et Gourinchas et Obstfeld (2012).

(2) Les flux financiers bruts qui sont enregistrés dans les statistiques de la balance des paiements – et auxquels fait référence le présent article – représentent des montants déjà compensés. En effet, la sortie brute de capitaux est la différence entre l'ensemble des achats et l'ensemble des ventes d'actifs étrangers par les résidents. L'entrée brute de capitaux, quant à elle, est la différence entre l'ensemble des achats et l'ensemble des ventes d'actifs domestiques par les non-résidents.

(3) Pour distinguer les investissements de portefeuille des investissements directs étrangers, on considère la taille de la participation détenue par un investisseur dans l'entreprise concernée. Si cette participation est inférieure ou égale à 10 %, les flux de capitaux sont considérés comme des investissements de portefeuille.

**GRAPHIQUE 2** FLUX MONDIAUX BRUTS ET NETS DE CAPITAUX TRANSFRONTALIERS  
(pourcentages du PIB mondial)



Sources : Statistiques financières internationales du FMI, Perspectives de l'économie mondiale du FMI.

L'évolution des flux de capitaux se caractérise notamment par la hausse bien plus vive des flux bruts que des flux nets. Cette augmentation reflète un élargissement financier des bilans, en particulier dans le secteur financier, et, parallèlement, une baisse de la préférence nationale (*home bias*) en matière financière, qui a entraîné une progression de la part des actifs et des passifs étrangers dans ces bilans.

Au cours de ces dernières décennies, les flux de capitaux transfrontaliers ont enregistré une hausse sans précédent, qui s'est accélérée surtout à partir du milieu des années 1990. En 2007, les entrées et sorties cumulées ont atteint pas moins de 20 % du PIB mondial, contre à peine 1 % en moyenne pour la période 1980-1995. Si l'augmentation a concerné à peu près toutes les catégories de flux de capitaux, ce sont surtout les échanges interbancaires transfrontaliers (compris dans les « autres investissements ») et, dans une moindre mesure, la constitution de réserves qui ont alimenté l'expansion. Toutefois, au début de la crise financière en 2008, les flux bruts de capitaux se sont effondrés. Ils ont retrouvé leur vigueur en 2009 mais, depuis

lors, sous le coup par ailleurs de la crise européenne de la dette souveraine, les flux de capitaux mondiaux sont retombés à des niveaux comparables à ceux de la fin des années 1990. Ces mouvements récents recèlent trois tendances qui ne sont pas toujours parallèles.

Premièrement, on assiste à une contraction persistante des échanges interbancaires transfrontaliers depuis 2008. Cette évolution reflète des facteurs relevant aussi bien de l'offre que de la demande. Les banques opérant à l'échelle internationale, en particulier dans la zone euro et au Royaume-Uni, se sont repliées sur leurs marchés intérieurs et proches et ont réalisé bien moins d'opérations transfrontalières afin d'afficher un redressement généralisé de leurs bilans. La demande de crédits demeure faible elle aussi, étant donné la fragilité persistante de l'environnement macroéconomique dans la plupart des économies avancées, parallèlement aux efforts des ménages et des entreprises en vue de réduire leur taux d'endettement plutôt que de l'accroître. Deuxièmement, il convient de noter une progression notable de l'émission internationale de titres de créance par les entreprises

dans les économies émergentes depuis 2010. La forte demande internationale de ces titres de créance a notamment été alimentée par une quête de rendement (*search for yield*) dans un contexte de baisse croissante de la qualité des crédits (BRI, 2014). Troisièmement, l'accumulation mondiale de réserves de change officielles se poursuit. Après un pic en 2007 et un ralentissement en 2008, la constitution de réserves a rapidement repris en 2009 et en 2010. Depuis lors, on constate à nouveau un léger tassement, mais la constitution annuelle de réserves demeure en tout état de cause considérable, de l'ordre de 0,7 % du PIB mondial.

Vu l'ampleur de ces flux de capitaux, il est clair que ces derniers peuvent influencer lourdement sur la fragilité d'une économie, en particulier si cela conduit au fil des ans à accumuler d'importants encours de positions brutes. À cet égard, ce sont surtout les disparités dans la composition du son bilan en matière de devises et d'échéances qui sont primordiales car, lorsque les encours sont élevés, même des fluctuations de faible amplitude dans les taux de change et/ou d'intérêt peuvent avoir une grande incidence. Il convient de souligner que de telles disparités peuvent également se créer dans des pays où le compte courant est en équilibre ou en excédent, et que ce ne sont donc pas uniquement ceux qui sont confrontés à un déficit du compte courant qui sont susceptibles de devenir vulnérables par ce biais.

## 2.2 Mesure de la fragilité économique : flux nets et bruts de capitaux

Comme le montre le présent chapitre, la récente crise financière illustre clairement que les flux de capitaux internationaux ne présentent pas nécessairement de lien avec les déséquilibres affectant le compte courant. Il est donc préférable de compléter l'analyse des déséquilibres du compte courant à l'échelle mondiale par une évaluation des positions et des flux bruts de capitaux.

En effet, les études sur la crise financière offrent les éclairages suivants : 1) les flux (nets) de capitaux des pays affichant un compte courant en excédent, en l'occurrence les économies asiatiques émergentes ainsi que le Japon, n'ont pas nécessairement financé directement la croissance (excessive) des crédits dans les pays confrontés à un déficit du compte courant, à savoir les États-Unis, et 2) avant et pendant la crise financière, les déséquilibres du compte courant entre la zone euro et les États-Unis ont été assez limités, alors que les banques européennes accumulaient tout de même d'importantes positions financières sous la forme de titres de créance adossés à des crédits hypothécaires (*mortgage-backed securities*) et

d'obligations d'État américaines, ce qui les rendait vulnérables aux évolutions économiques aux États-Unis.

Ces éclairages sont étayés par la distinction conceptuelle établie à la section 2.2.1 entre l'épargne et le financement, ainsi que par les explications avancées à la section 2.2.2 pour quelques faits empiriques de la crise financière.

### 2.2.1 Épargne versus financement

Avant l'éclatement de la crise financière, un lien supposé entre les déséquilibres mondiaux du compte courant et le financement de la forte croissance de l'octroi de crédits dans les pays confrontés à un déficit du compte courant a souvent été rationalisé par la théorie dite de l'excès d'épargne (*excess savings*). Les deux hypothèses sous-jacentes à cette théorie sont les suivantes : d'une part, on observe des flux nets de capitaux au départ de pays présentant un excédent du compte courant vers des pays affichant un déficit du compte courant, ce qui engendre une expansion excessive des crédits dans ces derniers, et, d'autre part, l'augmentation de l'épargne mondiale par rapport aux investissements mondiaux est principalement imputable aux pays en excédent, et en particulier aux économies asiatiques émergentes, de même qu'elle a entraîné une baisse des taux d'intérêt réels, surtout aux États-Unis.

Les causes parfois divergentes sous-tendant cette théorie ont été décrites de manière détaillée dans la littérature économique, et Chinn (2013) en donne un bon aperçu : les écarts en matière d'épargne et d'investissements ont été alimentés par des différences en matière de politique budgétaire – très expansive aux États-Unis – et par des évolutions démographiques disparates, parmi lesquelles, notamment, le vieillissement de la population dans les pays occidentaux ; l'accroissement de la productivité aux États-Unis et le lissage de la consommation (*consumption smoothing*) qui l'a accompagné ; les économies asiatiques orientées vers les exportations, avec des interventions de change visant à y soutenir le secteur des exportations ; le trop-plein d'épargne (*savings glut*), et parallèlement, le fait que les marchés financiers des économies émergentes sont trop peu développés pour absorber l'épargne intérieure.

On évoque souvent une combinaison de tout ou partie des facteurs évoqués ci-dessus, mais ceux-ci ont en commun que les régions ou pays dont le compte courant est en quasi-équilibre n'alimentent pas l'équation et ne sont donc pas considérés comme fragiles ou comme une source de vulnérabilité pour d'autres économies. Borio et Disyatat (2011) soulignent toutefois qu'il n'y a

pas nécessairement de lien direct entre les flux nets de capitaux ou le solde du compte courant, d'une part, et l'intermédiation mondiale des flux de financement, d'autre part.

Le point crucial de leur argumentation est la distinction entre l'épargne et le financement. L'épargne est un concept issu des comptes nationaux et elle se définit comme un revenu qui n'est pas consommé. L'épargne englobe donc la contribution des dépenses finales autres que la consommation dans l'ensemble du revenu (ou de la production). Dans une économie fermée, il n'est question d'épargne que lorsque des choses produites ne sont pas consommées, à savoir les investissements. Ce concept d'épargne ne renseigne toutefois pas pleinement sur l'éventuelle disponibilité du financement pour les investissements. Si les ressources générées font défaut pendant un certain temps, il faut recourir à des actifs financiers propres ou emprunter. Ainsi, il n'y a pas nécessairement de lien entre, d'une part, l'épargne (et les investissements) au sens des comptes nationaux et, d'autre part, l'évolution ainsi que les variations des actifs et passifs financiers. En effet, un volume d'épargne donné peut s'accompagner de variations divergentes importantes des actifs et des passifs financiers tels qu'enregistrés par les flux de fonds dans les comptes nationaux.

Dans le cas d'économies ouvertes, la distinction entre l'épargne et le financement s'exprime le plus clairement dans les flux nets de capitaux, d'une part, et les flux bruts de capitaux, d'autre part. Dans les flux nets de capitaux ne figure que le résultat des échanges bilatéraux de biens et de services. Toutefois, ces données sont muettes quant aux mouvements beaucoup plus amples des flux bruts, lesquels englobent également des opérations purement financières. Ces dernières constituent en effet la majeure partie des opérations financières transfrontalières (Obstfeld, 2012a). C'est la raison pour laquelle l'évolution du solde du compte courant en dit peu sur le rôle d'un pays dans les flux financiers internationaux, sur la mesure dans laquelle les dépenses d'investissement sont ou non financées par des ressources intérieures ou étrangères, ou sur l'incidence des flux de capitaux transfrontaliers sur les conditions financières intérieures. Certes, un excédent du compte commun représente une augmentation de la créance nette sur le reste du monde. Un compte courant en équilibre indique quant à lui uniquement que la production intérieure est égale aux dépenses intérieures, mais il ne signifie pas nécessairement que l'épargne intérieure finance directement les investissements intérieurs. Ainsi, une entreprise d'un pays dont le compte courant est en équilibre peut contracter un emprunt auprès d'une banque étrangère pour financer ses dépenses d'investissement. Lorsque les dépôts résultant du produit de la

vente de ces biens d'investissement sont à leur tour placés auprès d'une banque étrangère, il n'en résulte que des flux bruts de capitaux qui se compensent.

L'éclairage le plus important qui découle de ce qui précède est qu'il est impossible de tirer des conclusions quant aux profils de financement et à l'intermédiation financière transfrontalière en s'appuyant sur les flux nets de la balance des paiements. En d'autres termes, un pays dont le compte courant est en excédent ne finance pas forcément les investissements et les dépenses de pays dont le compte courant est déficitaire. Certes, sur le plan des comptes nationaux, les pays affichant un déficit du compte courant compensent l'épargne de pays excédentaires en consommant davantage. Donc, à l'échelle du monde vu dans son ensemble, les déficits et les excédents concordent, à certaines différences statistiques près. Néanmoins, la consommation et les dépenses d'investissement sous-jacentes qui sont à l'origine de ces déséquilibres peuvent être financées de multiples façons. Dès lors, en cas de déficit du compte courant, qui entraîne d'engagements financiers pour des biens et des services, le pays déficitaire doit bien emprunter au reste du monde, mais la contrepartie de ces créances n'est pas toujours un résident d'un pays présentant un excédent du compte courant. Ce point est clairement illustré par l'analyse des flux bruts de capitaux au cours de la récente crise financière ainsi que pendant la période qui l'a précédée.

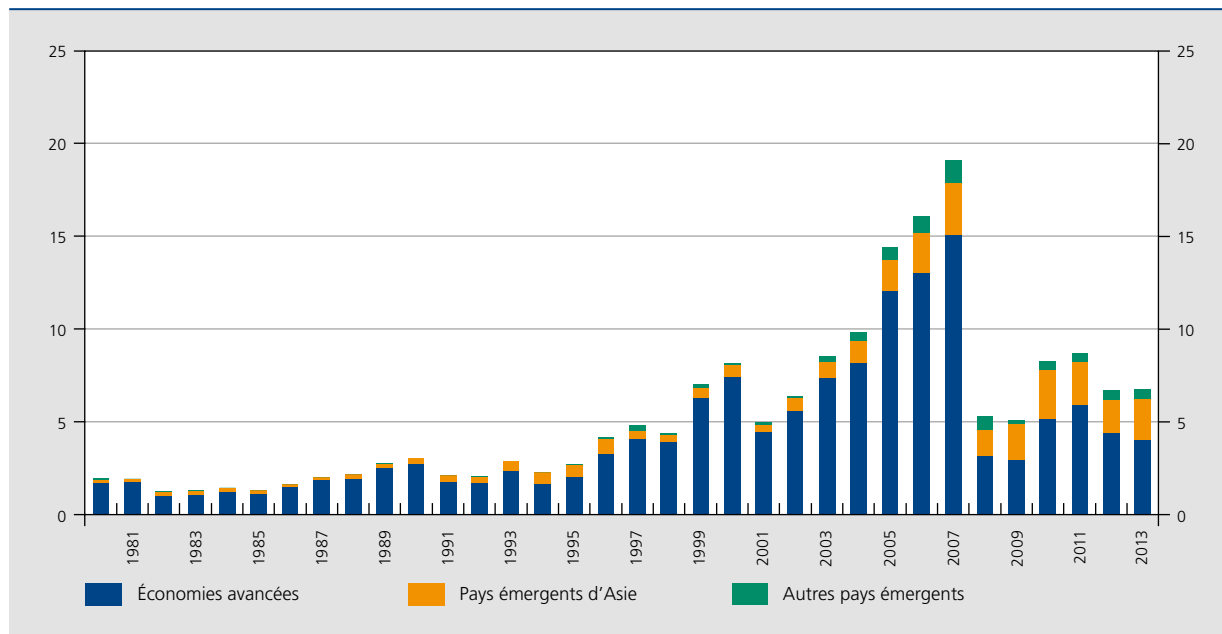
## 2.2.2 Flux bruts de capitaux au cours de la crise financière

Il s'est avéré que, pour une série de raisons, une analyse basée uniquement sur les déséquilibres mondiaux des comptes courants ne suffisait pas pour détecter les vulnérabilités des économies avant et pendant la crise financière.

Premièrement, la vive augmentation des flux bruts de capitaux à l'échelle mondiale (cf. chapitre 2.1), en particulier pendant les années 1990 et jusqu'à l'éclatement de la crise financière en 2008, est imputable surtout à une intensification des flux de capitaux entre économies avancées. Ces dernières, en dépit d'une diminution constante de leur part dans le commerce mondial, représentaient encore, à la veille de la crise, 75 % au moins des flux bruts de capitaux, et elles en assurent quelque 60 % depuis la crise. Dans le groupe des économies émergentes, c'est l'Asie qui enregistre la plus forte évolution. Le volume relatif de ces flux par rapport aux flux nets de capitaux ou aux soldes des balances courantes et leur composition géographique infirment déjà dans une certaine mesure la thèse de l'épargne excédentaire comme explication majeure de la crise financière. Selon cette thèse, ce seraient



**GRAPHIQUE 3 FLUX BRUTS INTERNATIONAUX DE CAPITAUX**  
(pourcentages du PIB mondial, sommes des flux entrants et sortants)



Sources : Statistiques financières internationales du FMI, Perspectives de l'économie mondiale du FMI.

en effet principalement les pays émergents qui auraient déterminé et influencé à l'échelle mondiale les conditions financières, alors qu'on peut observer que leur poids dans les flux bruts de capitaux de l'ensemble de la planète est resté plutôt limité.

Deuxièmement, les statistiques de la balance des paiements des États-Unis confirment que les soldes du compte courant n'ont pas joué un rôle prépondérant dans les mouvements financiers au cours de la période qui a précédé la crise. Lorsque le déficit courant des États-Unis s'est mis à gonfler, les flux bruts de capitaux ont grimpé trois fois plus vite. Les États-Unis ont connu aussi bien d'importantes sorties de capitaux de la part de résidents américains que de substantielles entrées de capitaux de la part de non-résidents. Tel aurait vraisemblablement également été le cas si la balance courante du pays avait été en équilibre.

La rationalisation de la théorie de l'épargne excédentaire par le recours au *global savings glut* repose partiellement sur la forte accumulation de réserves en dollars des États-Unis – en particulier sous la forme de bons d'État américains –, principalement par des banques centrales asiatiques. Il apparaît toutefois, à la lecture des statistiques de la balance des paiements des États-Unis, que le gros de l'augmentation des entrées brutes de capitaux était lié au secteur privé. C'est l'achat de titres des

États-Unis hors bons du Trésor qui a constitué la principale entrée de capitaux. À partir des années 2000, le rôle des investisseurs étrangers privés dans le financement des banques et courtiers américains s'est par ailleurs notablement élargi. Cette évolution reflète la forte hausse des transactions interbancaires transfrontalières, qui ont à leur tour joué un rôle dans la crise financière.

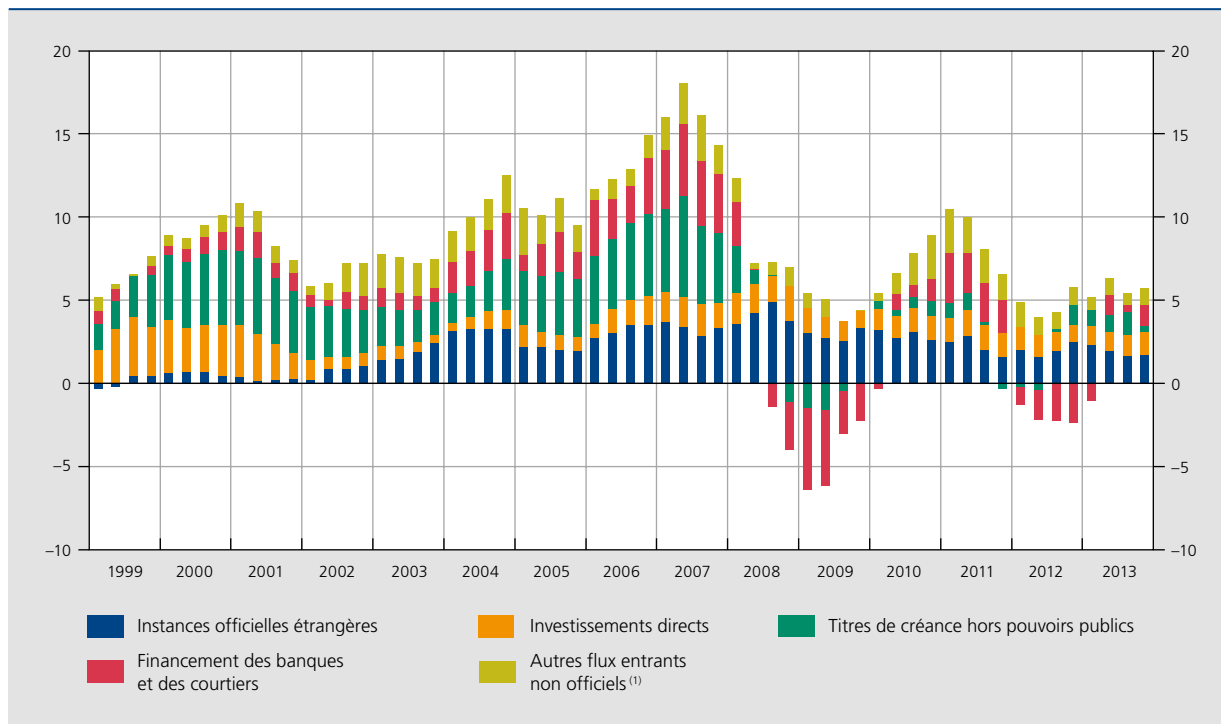
Les statistiques américaines de la balance des paiements concernant l'origine géographique des flux de capitaux étrangers entrant aux États-Unis montrent que la principale source de financement était européenne. Non seulement des banques de la zone euro et du Royaume-Uni ont investi de manière considérable en actifs à long terme des États-Unis, mais elles ont par ailleurs financé ces placements en émettant des titres à court terme en dollars des États-Unis, tel du papier commercial adossé à des actifs (Noeth & Sengupta, 2012). Cela a gonflé les flux bruts de capitaux tout en laissant inchangés les flux nets de capitaux. En effet, le compte courant du Royaume-Uni était en déficit, tandis que celui de la zone euro était pratiquement en équilibre<sup>(1)</sup>. Les économies émergentes asiatiques, à commencer par la Chine, ou les pays affichant un important excédent courant, comme

(1) Les flux de capitaux du Royaume-Uni reflètent en partie le rôle de Londres en tant que place financière. Sur la base de statistiques consolidées de la BRI, Borio et Disyatat (2011) confirment le poids des banques européennes dans les entrées de capitaux aux États-Unis.



#### GRAPHIQUE 4 ÉTATS-UNIS : FLUX ENTRANTS BRUTS DE CAPITAUX PAR TYPE

(pourcentages du PIB, moyennes mobiles sur quatre trimestres)



Source : BEA.

(1) Les autres flux entrants non officiels comprennent les titres du gouvernement américain et les autres actifs détenus par des non-résidents ne faisant pas partie des instances officielles.

le Japon et les pays de l'OPEP, ne représentaient qu'une portion congrue des entrées de capitaux aux États-Unis. La répartition géographique des flux bruts invalide donc l'argument selon lequel les États-Unis avaient été financés surtout par les pays enregistrant un important excédent de la balance courante.

Alors qu'au cours de la crise financière et au lendemain de celle-ci, le déficit du compte courant des États-Unis n'a que légèrement diminué, les flux bruts de capitaux ont évolué de manière beaucoup plus volatile. Cette volatilité reflète la dislocation des relations interbancaires transfrontalières, principalement avec le Royaume-Uni et la zone euro. Il est frappant de constater que les flux de capitaux au départ de la Chine, du Japon et des pays de l'OPEP se sont maintenus pendant la crise, ce qui indique que les flux officiels constituaient un facteur de stabilisation plutôt qu'une source de volatilité pour la balance des paiements des États-Unis.

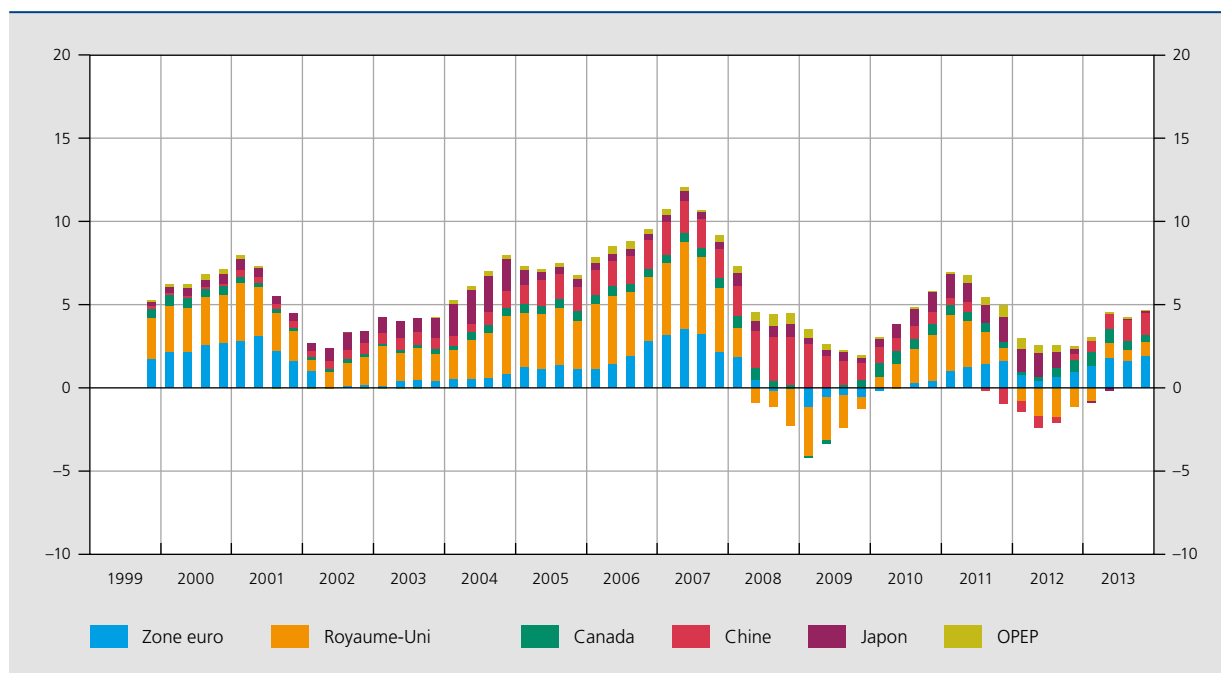
Au total, l'analyse des flux bruts de capitaux révèle une image qui apporte un éclairage différent sur les déséquilibres mondiaux en tant qu'indicateur de la vulnérabilité économique des pays, et en particulier de l'économie

américaine. Le rôle des pays asiatiques dans le financement de l'expansion du crédit aux États-Unis au cours de la période qui a précédé la crise financière semble plutôt limité, alors que celui des banques européennes a été crucial à cet égard. L'analyse fondée exclusivement sur les déséquilibres des comptes courants néglige le rôle de ces banques dans l'expansion du crédit aux États-Unis. Les observateurs ont par ailleurs été particulièrement accaparés par le thème de la constitution des réserves de change, alors que ce facteur n'a finalement guère influé sur la crise.

Cela dit, un autre chapitre de la crise financière, à savoir celui de la crise européenne de la dette souveraine, montre qu'outre les flux bruts de capitaux, les positions nettes continuent de largement déterminer la vulnérabilité économique d'un pays. Au cours de la période qui a précédé la crise financière, l'exposition internationale des banques dans les pays dits du centre de la zone euro, tels que l'Allemagne, la France, la Belgique et les Pays-Bas, a augmenté vis-à-vis non seulement des États-Unis, mais également des pays dits périphériques de la zone euro. Toutefois, par rapport à l'exposition des États-Unis, le type d'intermédiation financière diffère : si les banques ont bien

## GRAPHIQUE 5 ÉTATS-UNIS : ENTRÉES BRUTES DE CAPITAUX PAR RÉGION

(pourcentages du PIB, moyennes mobiles sur quatre trimestres)



Source : BEA.

accumulé des actifs dans les pays périphériques, elles se sont cependant financées ailleurs. Hale & Obstfeld (2014) démontrent qu'une grande partie des entrées de capitaux dans la zone euro est passée par l'intermédiation des banques des pays du centre de la zone euro avant de se diriger vers les pays périphériques. Par conséquent, les flux bruts de capitaux au départ et à destination de la périphérie de la zone euro ne se sont pas compensés, et ces pays sont devenus importateurs nets de capitaux. Les statistiques de la balance des paiements font apparaître une forte augmentation des « autres investissements », et en particulier des mouvements interbancaires, qui ont contribué à la vive expansion du crédit dans les pays périphériques.

Hobza & Zeugner (2014) esquissent, en s'appuyant sur une nouvelle base de données, les flux financiers bilatéraux des pays de la zone euro. Ils confirment qu'au cours de la période qui a précédé la crise, l'exposition internationale tant aux pays périphériques de la zone euro qu'au reste du monde a considérablement fait gonfler les bilans des banques du centre de la zone euro. En revanche, les déficits qui se sont constitués dans les pays périphériques ont été financés presque exclusivement par les pays excédentaires du centre, mais néanmoins aussi par des flux de capitaux en provenance de la France et du Royaume-Uni, pays qui affichaient un déficit de leur compte courant. Les auteurs constatent que ce sont les flux financiers plutôt

que le facteur traditionnellement évoqué des flux commerciaux entre pays excédentaires et déficitaires qui ont alimenté les déséquilibres internes à la zone euro.

Au début de la crise, les capitaux ont reflué vers les pays excédentaires, notamment l'Allemagne, mais la France a en grande partie compensé ces sorties de capitaux. Ce n'est que lorsque les flux de capitaux émanant de l'Hexagone ont eux aussi commencé, à partir de 2011, à se tarir, voire à régresser, que la crise de la dette souveraine s'est intensifiée. À partir de là, les pays périphériques se sont rabattus sur le financement de la BCE et sur l'« assistance » officielle offerte par le FMI et les dispositifs d'aide européens – le FESF et le MES – pour continuer de soutenir les besoins financiers (de Sola Perea et Van Nieuvenhuyze, 2014).

### 3. L'intégration financière et les vulnérabilités dans les économies émergentes

Au cours de l'année écoulée, les économies émergentes ont été très exposées aux perturbations qui ont secoué les marchés financiers. Certains pays se sont avérés plus vulnérables que d'autres aux fluctuations du sentiment de marché. L'explication traditionnellement évoquée pointe

les divergences dans les fondamentaux tels que la croissance, l'inflation, l'état des finances publiques et – surtout – le solde du compte courant, qui indique dans quelle mesure un pays doit faire appel à des sources de financement étrangères.

Mais le présent chapitre illustre une fois de plus qu'en se concentrant de manière trop exclusive sur les fondamentaux, et en l'occurrence sur le compte courant, qui ne reflète que la situation nette, on n'obtient pas une explication suffisante et que la taille et la composition des positions et des flux bruts de capitaux jouent également un rôle important.

La partie qui suit examine d'abord l'évolution de l'intégration financière des économies émergentes au cours de la dernière décennie, avant d'analyser ensuite les événements qui se sont déroulés depuis l'été de 2013.

### 3.1 Évolutions entre 2004 et 2012

#### 3.1.1 Poursuite de la mondialisation financière dans les économies émergentes

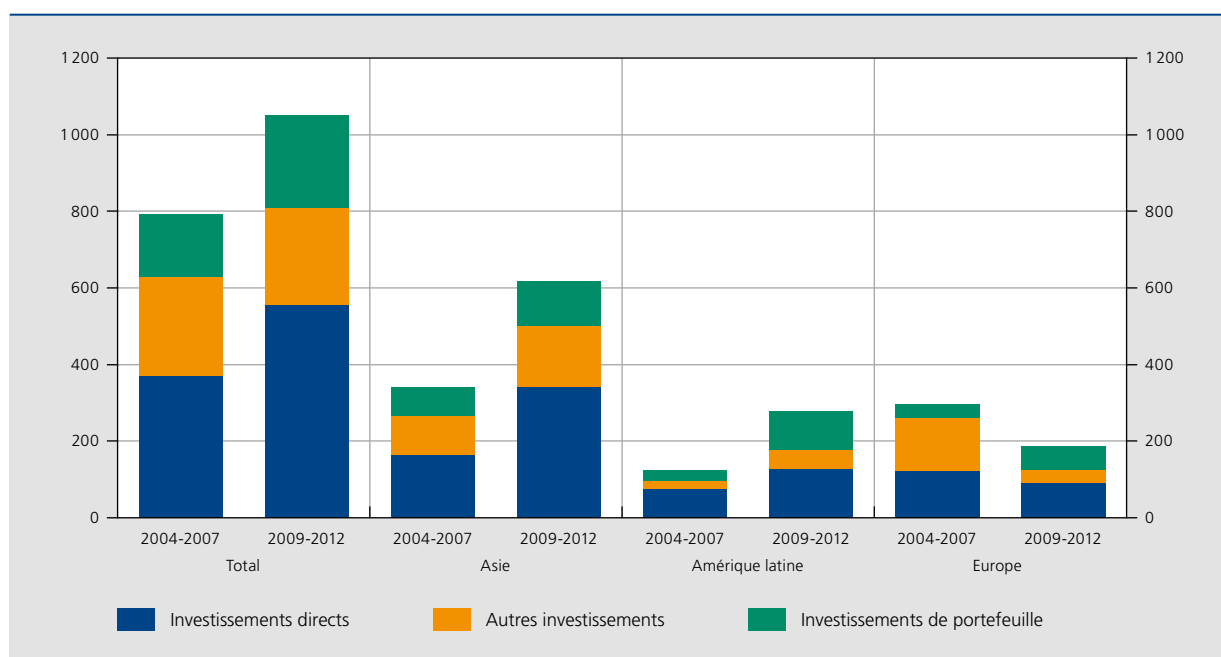
Au cours de la dernière décennie, les marchés financiers des économies émergentes se sont considérablement

approfondis et se sont plus fortement intégrés au sein du système financier mondial. Comme l'a évoqué le chapitre précédent, la plupart des mouvements de capitaux ont cependant toujours lieu entre économies avancées. Depuis la crise financière, la part des économies émergentes dans les flux de capitaux bruts mondiaux a néanmoins sensiblement augmenté.

À l'actif de la position extérieure globale des économies émergentes, le secteur public joue souvent un rôle prédominant en raison des réserves internationales qu'il constitue. À cet égard, il convient de remarquer la large proportion de titres publics à court terme presque sans risque de pays avancés qui sont détenus à cette fin mais dont le rendement est généralement faible. Au passif, on observe une plus grande diversité, et c'est surtout sur ce volet que se concentre le reste de l'article.

Entre 2004 et 2007, les économies émergentes ont enregistré une nette hausse des entrées de capitaux étrangers, qui ont atteint quelque 800 milliards de dollars par an. La crise financière de 2008 a brièvement interrompu ces flux, mais ceux-ci ont repris dès la mi-2009, s'intensifiant même par rapport à la période antérieure à la crise (en moyenne 1 100 milliards de dollars par an). Ce rétablissement ne s'est toutefois pas effectué à la même vitesse ni avec la même vigueur dans toutes les régions.

**GRAPHIQUE 6** FLUX DE CAPITAUX ÉTRANGERS VERS LES ÉCONOMIES ÉMERGENTES  
(milliards de dollars, moyennes annuelles)



Sources : FMI (2014b) et calculs propres.

C'est surtout en Europe émergente que les entrées de capitaux sont demeurées faibles, la maigre contribution des « autres investissements » (au rang desquels figurent les prêts interbancaires) étant particulièrement notable. D'une part, cela tient au recul du financement par les banques opérant à l'échelle internationale à l'issue de la crise, et notamment par celles de la zone euro, qui étaient très présentes dans la région<sup>(1)</sup>. D'autre part, outre des facteurs liés à l'offre, des facteurs de demande ont eux aussi joué un rôle important. Avant la crise, les flux de capitaux bancaires avaient encore permis d'alimenter amplement l'octroi de crédits, mais ils avaient ainsi concouru à la formation de déséquilibres macroéconomiques et financiers. La crise financière a enclenché une correction de ces déséquilibres qui a lourdement influé sur la majorité des économies de la région, qui ont dès lors dû faire face à une longue période de restructuration et de désendettement. Dans le même temps, les économies de la plupart des pays d'Amérique latine et d'Asie, de même que celles de la Turquie et de la Russie, se sont relativement

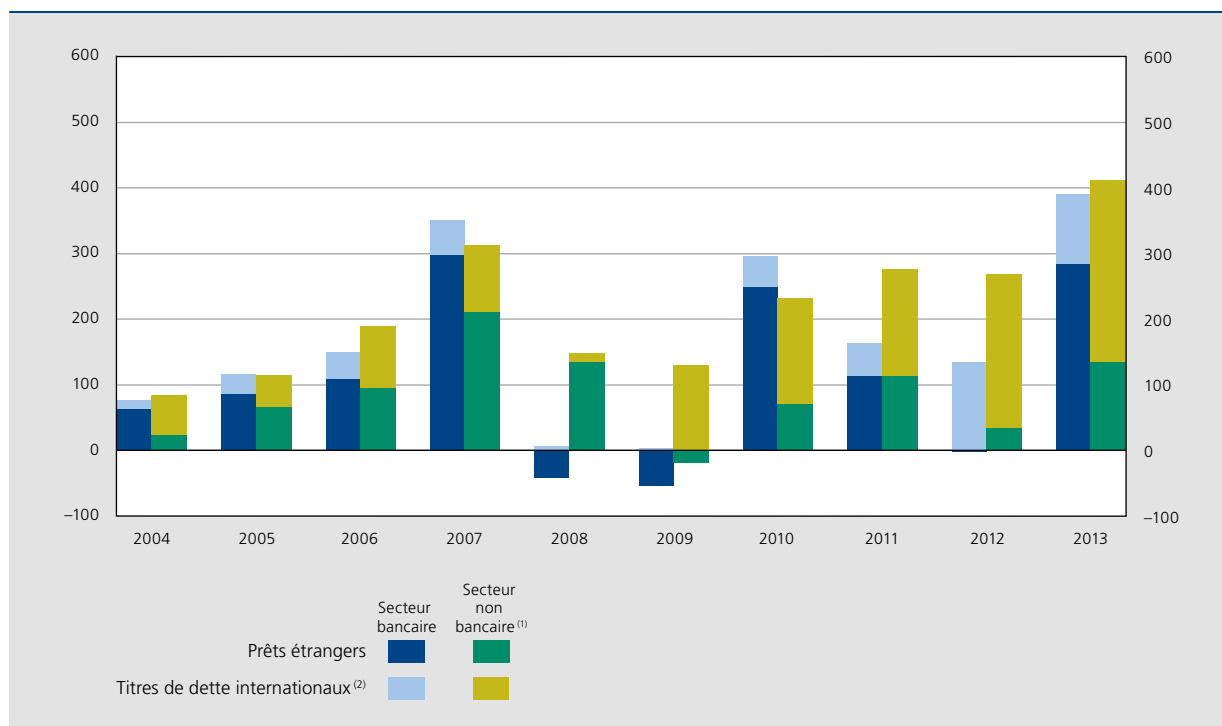
vite redressées, entre autres grâce à la mise en œuvre de vastes politiques de relance. Les taux de croissance plus encourageants qu'elles ont affichés contrastaient vivement avec la persistance de la crise économique dans les pays d'Europe centrale et orientale, qui subissaient les conséquences du malaise dans la zone euro.

### 3.1.2 Du financement bancaire au financement de marché

Globalement, on peut constater, s'agissant de la composition du financement des économies émergentes, exception faite de celles d'Asie, que les flux relevant des « autres investissements » ont récemment perdu un peu de terrain au profit des investissements de portefeuille, tandis que les investissements directs ont continué de dominer les flux totaux. Entre 2004 et 2007, les banques opérant à l'échelle internationale, essentiellement situées dans les économies avancées, ont joué un rôle majeur dans l'intermédiation financière. Les flux de capitaux de ces banques opérant à l'échelle internationale vers des banques – souvent des filiales – établies dans les économies émergentes se sont en effet nettement renforcés durant cette période. Après s'être contractés pendant la crise financière, ces

(1) Les actifs bancaires aux mains de banques étrangères sont supérieurs à 50 % du PIB dans presque tous les pays de cette région, ce qui se traduit par des parts de marché dominantes, qui peuvent même atteindre 90 % dans certains pays (FMI, 2013b).

**GRAPHIQUE 7 FINANCEMENT ÉTRANGER DES ÉCONOMIES ÉMERGENTES**  
(milliards de dollars)



Source : BRI.

(1) Le secteur non bancaire comprend tant le secteur privé que le secteur public.

(2) Les données relatives aux titres de dette internationaux sont basées sur la nationalité de l'emprunteur et non, comme c'est le cas d'habitude, sur son lieu de résidence.

flux bancaires ont évolué de manière assez volatile. Pour compenser cette volatilité, les économies émergentes ont accru leurs émissions de titres de dette. On remarque en particulier l'augmentation de l'émission nette de titres de dette internationaux par le secteur non bancaire.

Une série de facteurs expliquent le passage d'un financement bancaire à un financement de marché. D'abord, les banques opérant à l'échelle internationale étaient préoccupées par la nécessité d'assainir leurs bilans dans le sillage de la crise et étaient moins enclines à accorder du financement en dehors de leur cœur de marché. Ensuite, les banques sont tenues de respecter les dispositions plus contraignantes de la réglementation Bâle III, ce qui pourrait aussi avoir pesé sur leur octroi de crédits. Enfin, en partie à la suite des mesures non conventionnelles de politique monétaire adoptées dans les économies avancées, les rendements à long terme sont retombés à des étages records sur les principaux marchés obligataires, ce qui a incité les investisseurs des quatre coins du monde à se mettre en quête de classes d'actifs plus rentables, parmi lesquels ceux des économies émergentes, qui affichaient en outre dans l'ensemble de meilleures perspectives de croissance que ceux des pays avancés. Outre les facteurs d'attraction (*pull factors*) propres aux pays (à savoir les fondamentaux,

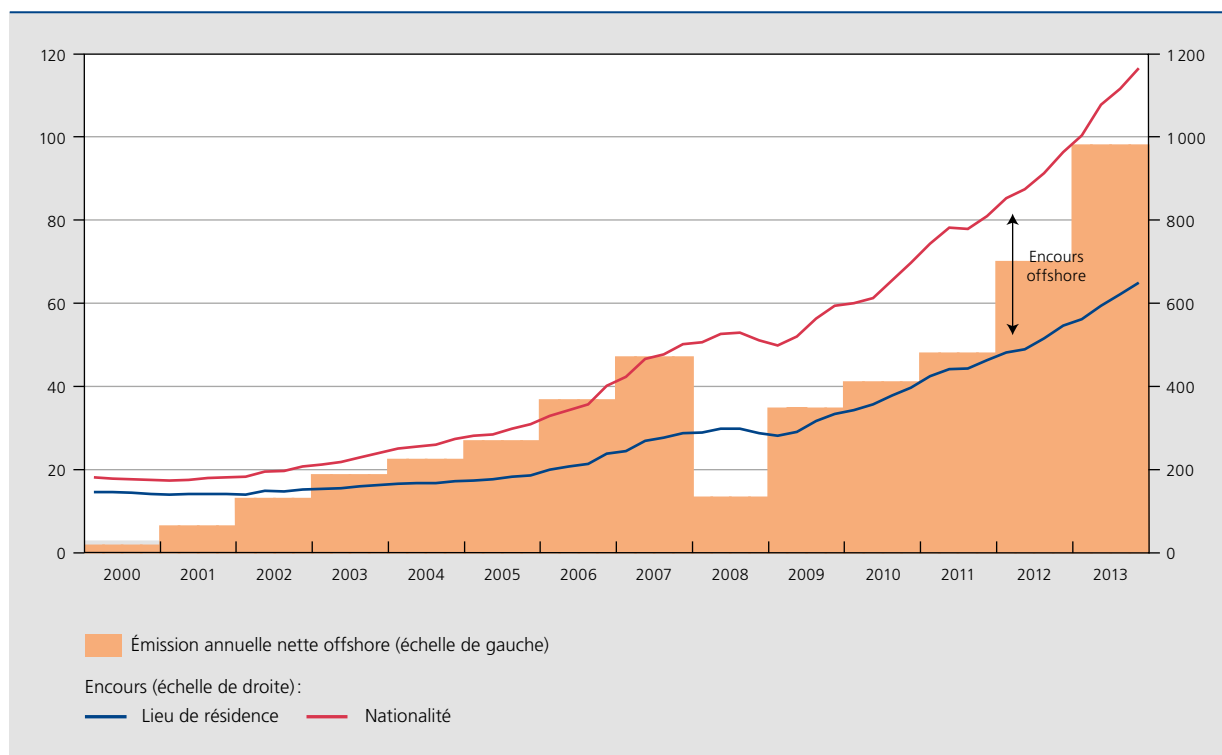
les évaluations de crédit, les prévisions de croissance), les facteurs de pression (*push factors*) à l'échelle mondiale ont donc largement contribué à orienter les flux financiers vers les économies émergentes. Selon la Banque mondiale (2014), ces deux facteurs seraient à l'origine de respectivement 40 et 60 % de la hausse des flux de capitaux vers les économies émergentes entre 2009 et 2013.

Le grand intérêt de la part des investisseurs étrangers a largement concouru à la poursuite du déploiement et de l'approfondissement des marchés financiers des économies émergentes. Deux évolutions récentes ont été plus particulièrement notables: le financement de marché croissant des sociétés non financières et la capacité renforcée des pouvoirs publics d'émettre des titres de dette en monnaie locale.

Augmentation de l'émission d'obligations par les entreprises, entre autres offshore

Confrontées à un resserrement de l'octroi de crédits par les banques et encouragées par la demande accrue émanant des investisseurs internationaux, les entreprises des économies émergentes ont largement recouru aux marchés de capitaux internationaux pour satisfaire leurs

**GRAPHIQUE 8** TITRES DE DETTE INTERNATIONAUX DU SECTEUR PRIVÉ NON BANCAIRE DANS LES ÉCONOMIES ÉMERGENTES  
(milliards de dollars)



Source : BRI.

besoins de financement. À la fin de 2013, l'encours des titres de dette internationaux émis par des sociétés atteignait quelque 1 100 milliards de dollars dans les économies émergentes, soit plus du double de celui observé à la fin de 2007<sup>(1)</sup>. Le financement de marché se caractérisant souvent par des échéances plus longues que celles du financement bancaire, le risque de refinancement qui y est associé est plus faible. Ainsi, au cours de chacune des six prochaines années, quelque 10 % à peine du montant de ces dettes d'entreprises arrivera à échéance.

Les filiales étrangères de sociétés établies dans des économies émergentes ont été à l'origine d'une grande part des émissions de titres de dette. Ainsi, à la fin de 2013, 40 % environ de l'encours de la dette avaient été émis offshore. La vive accélération de l'émission offshore enregistrée depuis la crise financière est essentiellement attribuable à des entreprises ayant leur siège en Chine ou au Brésil.

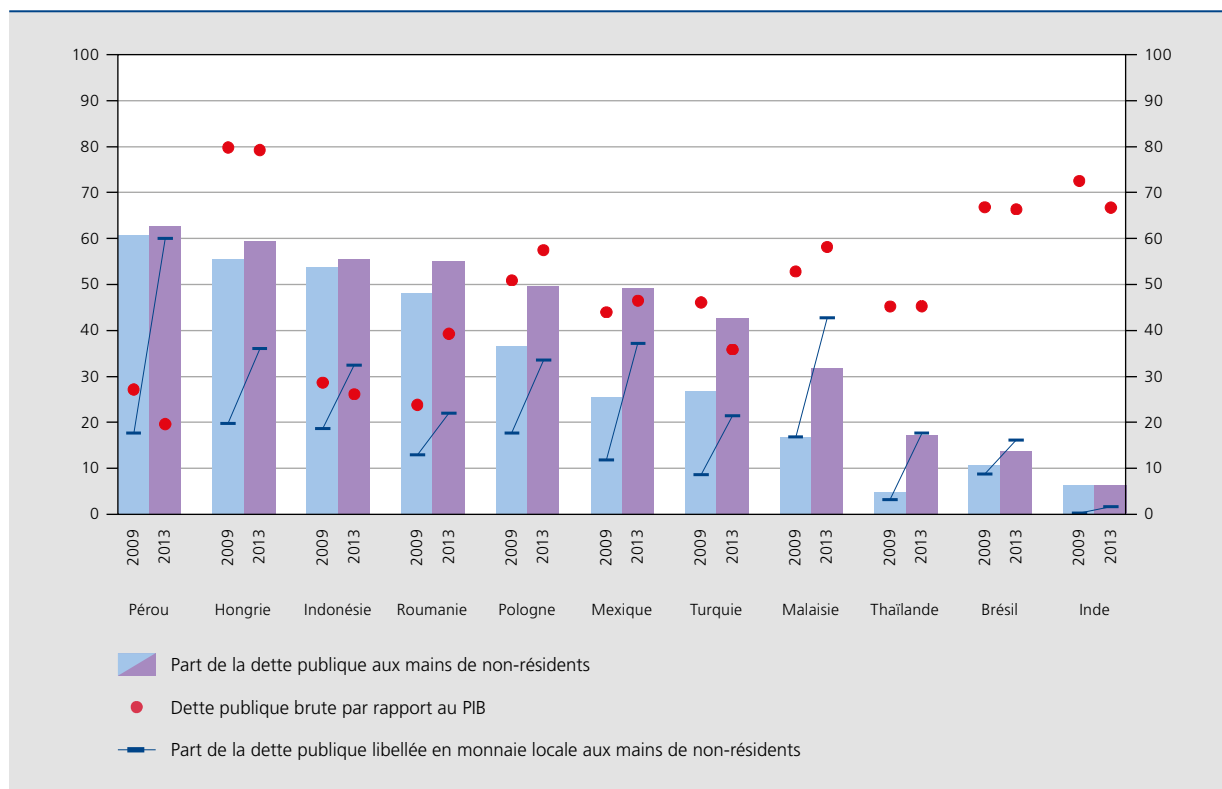
Il importe de savoir que ces émissions offshore ne sont pas reprises dans les données de la balance des paiements, ces dernières étant établies sur la base du lieu de résidence de l'émetteur (à savoir le pays où est installée la filiale) et non sur celle de sa nationalité (c.-à-d. le pays où se situe le siège principal de la filiale). Les chiffres de la dette extérieure fondés sur les données de la balance des paiements sous-évaluent donc l'encours réel de la dette externe des entreprises. En outre, les émissions offshore sont généralement libellées en monnaie étrangère, ce qui peut accroître la fragilité d'un pays sur le plan des asymétries dans la composition du bilan selon les devises, et donc exacerber les fluctuations des cours de change. Il s'agit là d'un risque non négligeable. La part de la dette offshore des entreprises qui est émise en monnaie étrangère atteint ainsi 84 % pour la Chine et près de 100 % pour le Brésil (McCauley et al., 2013).

#### Croissance des émissions d'obligations publiques libellées en monnaie locale

La présence étrangère sur le marché de la dette publique des économies émergentes a elle aussi considérablement augmenté depuis la crise financière. La Thaïlande a ainsi

(1) Les pouvoirs publics des économies émergentes opèrent eux aussi sur les marchés internationaux de la dette, mais dans une moindre mesure, et le récent allourdissement de leur endettement a aussi été moins prononcé. L'encours des titres internationaux de dette publique des économies émergentes a ainsi gonflé de près de 60 % depuis la fin de 2007, passant à 750 milliards de dollars à la fin de 2013.

**GRAPHIQUE 9 PRÉSENCE ÉTRANGÈRE SUR LES MARCHÉS DE LA DETTE PUBLIQUE DES ÉCONOMIES ÉMERGENTES**  
(pourcentages)



Sources : FMI, Arslanalp & Tsuda (2014).

vu quadrupler la part de non-résidents dans l'encours de la dette publique, tandis que la Malaisie et le Mexique l'ont presque vue doubler. En Europe émergente, la progression de cette part étrangère a été plus réduite, étant donné que celle-ci s'établissait déjà à un niveau élevé, ce qui est le reflet de la forte intégration financière au sein de l'Europe. On estime qu'à la fin de 2012, quelque 1 000 milliards de dollars de la dette publique des principales économies émergentes étaient aux mains d'investisseurs étrangers (contre 500 milliards en 2010) et que 80 % de ce montant provenaient d'établissements étrangers du secteur financier non bancaire, c'est-à-dire des grands investisseurs institutionnels, des fonds spéculatifs et des fonds de prévoyance (cf. Arslanalp & Tsuda, 2014)<sup>(1)</sup>.

La base d'investisseurs locaux s'étant étoffée et l'intérêt des investisseurs étrangers pour la dette publique des économies émergentes s'étant avivé, les pouvoirs publics de ces pays ont pu émettre plus aisément des obligations en monnaie locale, allégeant ainsi notablement le risque de change<sup>(2)</sup>. Le marché de la dette publique en monnaie locale est passé de l'équivalent de 3 100 milliards de dollars en 2009 à 4 900 milliards en 2012, le Brésil, la Chine et l'Inde y détenant une part supérieure à 67 % (cf. World Bank, 2013). C'est principalement sur ces marchés de la dette en monnaie locale que les investisseurs étrangers ont sensiblement consolidé leurs positions; ces dernières ont ainsi doublé dans bon nombre de pays depuis 2009. La part détenue par l'étranger sur les marchés d'obligations publiques en monnaie locale des économies émergentes pour lesquelles des données sont disponibles a ainsi représenté en moyenne 27 % du total en 2013, contre à peine 12 % en 2009. Au Pérou et en Malaisie, les non-résidents possèdent même plus de 40 % des obligations publiques libellées en monnaie locale.

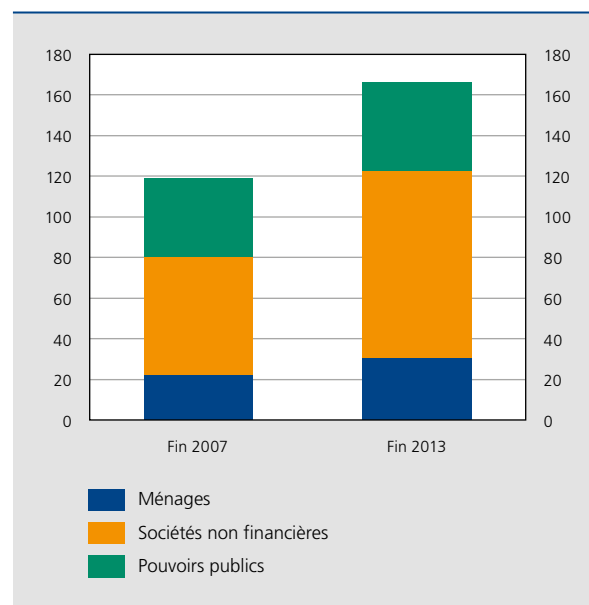
### 3.1.3 Constitution d'éventuelles vulnérabilités

Même si les entrées de capitaux offrent des avantages aux économies émergentes, elles ne sont néanmoins pas dénuées d'un certain nombre de risques.

D'abord, une présence croissante d'investisseurs étrangers peut concourir à amplifier la volatilité sur les marchés financiers locaux. Ainsi, une augmentation des entrées de capitaux étrangers exacerbe la sensibilité des économies émergentes aux éventuels brusques mouvements de contraction ou d'inversion de ces flux. Les flux de liquidités d'origine étrangère se caractérisent en effet par leur tendance très procyclique, ce qui signifie qu'ils sont bon marché et disponibles à foison en période de vaches grasses mais qu'ils se tarissent rapidement si les choses se gâtent, par exemple en cas de hausse des taux d'intérêt au niveau mondial ou de détérioration des fondamentaux

**GRAPHIQUE 10** TAUX D'ENDETTEMENT DES ÉCONOMIES ÉMERGENTES

(pourcentages du PIB)



Source : BRI (2014).

intérieurs. Cela a été le cas durant l'été de 2013 (cf. infra). Il est aussi frappant de constater qu'en période favorable, lorsque la liquidité est présente en abondance, les investisseurs opèrent moins de distinctions entre les économies émergentes sur la base de leurs fondamentaux, alors qu'ils sont plus tentés de le faire lorsque le vent tourne. Il en découle que dans les pays dont les fondamentaux sont faibles, la volatilité financière devrait être relativement plus élevée en périodes défavorables. Par ailleurs, un excès de flux entrants durant une période prolongée pourrait même de manière quasiment imperceptible contribuer à une dégradation des fondamentaux, et notamment à la formation de bulles des prix des actifs, jusqu'à ce qu'un retournement généralisé du sentiment des investisseurs ne rende soudain ces déséquilibres manifestes.

De plus, la présence accrue d'investisseurs étrangers sur les marchés financiers locaux ne garantit pas des marchés plus liquides. Sur les marchés de la dette publique libellée en monnaie locale de la Hongrie, de l'Indonésie et de la Malaisie, on a même pu constater une aggravation des conditions en matière de liquidité (FMI, 2013c). Sur des

(1) Arslanalp & Tsuda (2014) ont utilisé pour leur étude des données relatives à 24 grandes économies émergentes qui représentent ensemble la majeure partie du secteur de l'investissement en dette publique des économies émergentes.

(2) Les entreprises des marchés émergents ont elles aussi accru leurs émissions de titres de dette en monnaie locale. Les participations étrangères y restent toutefois faibles, ces marchés étant illiquides et les étrangers étant moins disposés à courir, en plus du risque de change, des risques de liquidité et de crédit.



marchés moins liquides, une réallocation relativement limitée du portefeuille d'un investisseur peut influencer de manière significative sur l'évolution des cours.

Ensuite, et comme on l'a déjà évoqué ci-avant, le passage d'un financement bancaire à un financement de marché dans le secteur privé n'a pas réduit le risque d'un déséquilibre dans la composition du bilan selon les devises, au contraire. Ainsi, plus de 90 % des titres de dette internationaux d'entreprises établies dans des économies émergentes sont libellés en monnaie étrangère (BRI, 2014).

Enfin, l'afflux notable de liquidités bon marché vers les économies émergentes a contribué à assouplir les conditions financières, ce qui a poussé à la hausse l'évaluation des actifs et ravivé l'endettement. Nombre d'économies émergentes sont dès lors confrontées à des déséquilibres macroéconomiques et financiers. Les entreprises comme les pouvoirs publics ont ainsi vu leur taux d'endettement grimper en moyenne de respectivement 58 et 14 % depuis 2007. Tous ces éléments accroissent la vulnérabilité des économies émergentes à une normalisation du niveau des taux d'intérêt et à un renversement des flux de capitaux, deux facteurs qui pourraient alourdir les coûts de financement.

## 3.2 Évolutions depuis mai 2013

### 3.2.1 L'annonce d'une éventuelle normalisation de la politique monétaire aux États-Unis a engendré des turbulences sur les marchés financiers des économies émergentes

Après une longue période au cours de laquelle la politique monétaire a été extrêmement accommodante dans les économies avancées, Bernanke, le président de la Réserve fédérale de l'époque, a surpris les marchés financiers le 22 mai 2013 en annonçant que la Réserve fédérale pourrait restreindre ses achats mensuels de titres dans un avenir proche. Ce signal a été interprété comme sonnante le glas, de manière nettement plus rapide que prévu, de l'octroi abondant et peu onéreux de liquidités par la Réserve fédérale et a créé des remous sur les marchés financiers du monde entier. La période de tensions sur les marchés s'est caractérisée par une diminution de l'appétence pour le risque, par de vives dépréciations d'un certain nombre de devises, par un accroissement des rendements des obligations, par la baisse des cours des actions, ainsi que par la hausse des coûts de financement à l'échelle mondiale.

De manière générale, les marchés émergents ont essuyé des pertes plus importantes que les économies avancées. Ainsi, les indices boursiers des économies émergentes se

sont repliés de quelque 16 % entre la fin de mai et celle de juin 2013, contre 7 % seulement pour les économies avancées. Au cours de la même période, les monnaies du Brésil et de l'Inde se sont dépréciées d'environ 10 % par rapport au dollar des États-Unis, tandis que le rouble russe a perdu quelque 5 % de sa valeur. En revanche, le yuan chinois a poursuivi son appréciation.

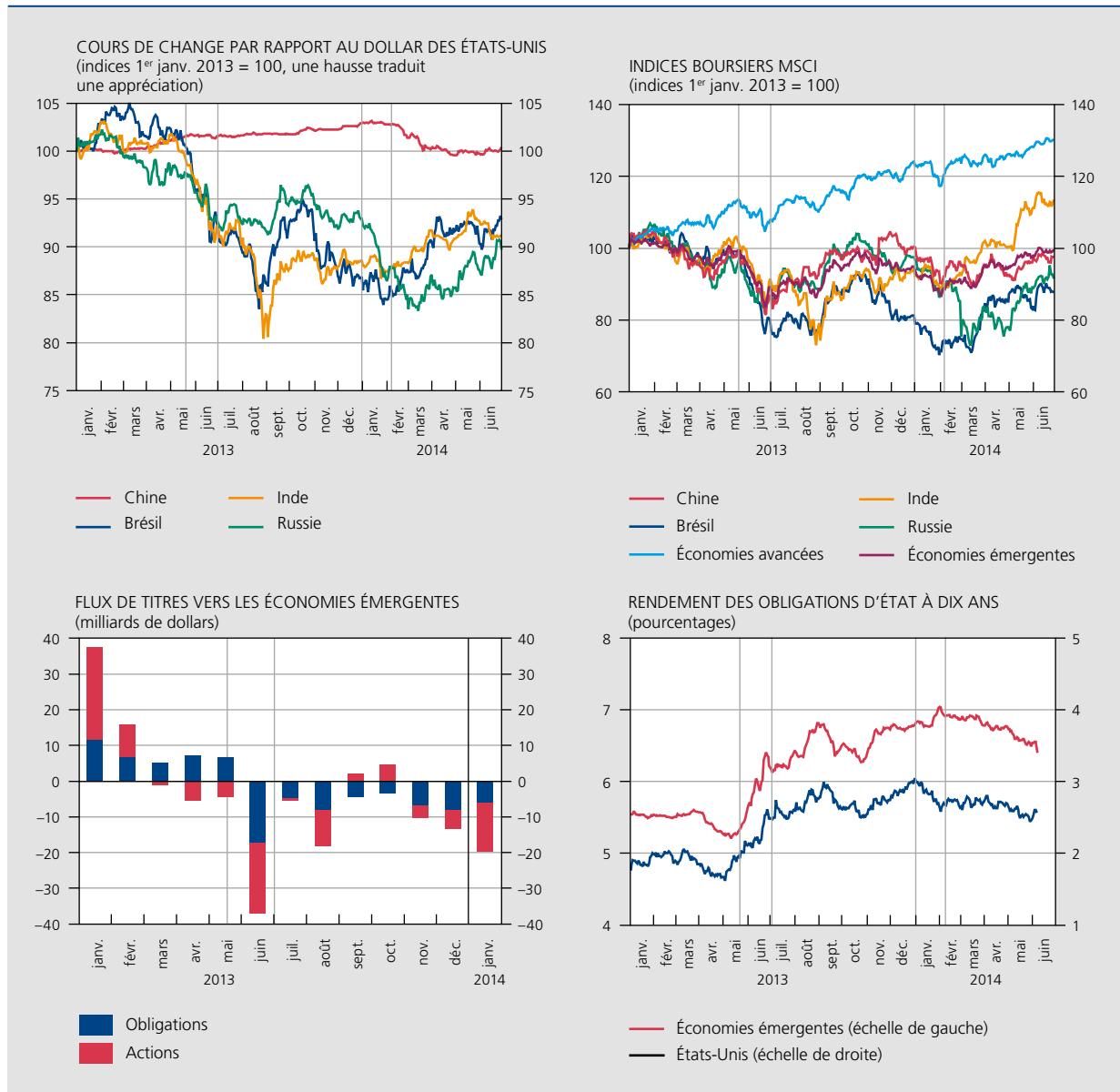
Les attentes des marchés d'un ajustement imminent de la politique monétaire de la Réserve fédérale ont dès lors mené à un durcissement au niveau mondial des conditions financières avant même que la Réserve fédérale ne procède réellement à une réduction de ses achats de titres ou à un relèvement de ses taux d'intérêt. Afin de calmer les esprits, la Banque centrale européenne, de même que ses homologues américaine et anglaise, ont indiqué au début de juillet 2013 que leur politique monétaire demeurerait accommodante pour une période prolongée. Les orientations prospectives qu'elles ont données en ce sens ont permis d'atténuer considérablement les tensions sur les marchés financiers des économies avancées. La pression pesant sur ceux des économies émergentes a par contre persisté. Ainsi, les marchés d'actions des économies avancées ont nettement rebondi à partir de juillet 2013, alors que ceux des économies émergentes ont évolué de manière plutôt volatile. Les flux de capitaux vers les économies avancées se sont également redressés assez vite, alors qu'ils ont continué de refluer dans les économies émergentes. La pression sur les cours de change de certains pays émergents (dont le Brésil et l'Inde) a dès lors perduré tout au long de l'été.

En plus des vulnérabilités dont il a déjà été question plus haut, les marchés ont estimé que les rendements et les primes de risque dans les économies émergentes convergeaient trop fortement vers ceux des économies avancées<sup>(1)</sup>. En outre, ce resserrement des écarts n'était imputable que pour un tiers aux conditions nationales, les facteurs extérieurs étant très largement à l'origine de cette situation (cf. FMI, 2013c). Une revalorisation s'est dès lors imposée. Par ailleurs, de nombreuses économies émergentes ont aussi été en butte à des perspectives de croissance plus moroses, contrairement aux économies avancées, où l'activité est enfin redevenue un peu plus dynamique.

Si l'automne s'est avéré être une période plus calme pour les marchés financiers, l'incertitude entachant les économies émergentes est néanmoins demeurée latente. À la fin de janvier 2014, l'aversion pour le risque s'est à nouveau accentuée, donnant lieu à une deuxième vague de fuite de capitaux.

(1) Ainsi, les rendements des emprunts publics à dix ans de l'Indonésie, du Mexique et des Philippines s'établissaient en mai 2013 plus de 300 points de base en deçà de la moyenne de la période 2005-2012.

**GRAPHIQUE 11 DÉVELOPPEMENTS SUR LES MARCHÉS FINANCIERS INTERNATIONAUX<sup>(1)</sup>**



Sources : Thomson Reuters Datastream, EPFR, BRI.

(1) Les lignes verticales correspondent respectivement aux dates suivantes : 22 mai 2013, 1<sup>er</sup> juillet 2013, 1<sup>er</sup> janvier 2014 et 3 février 2014.

**3.2.2 Différents déterminants de la volatilité sur trois périodes**

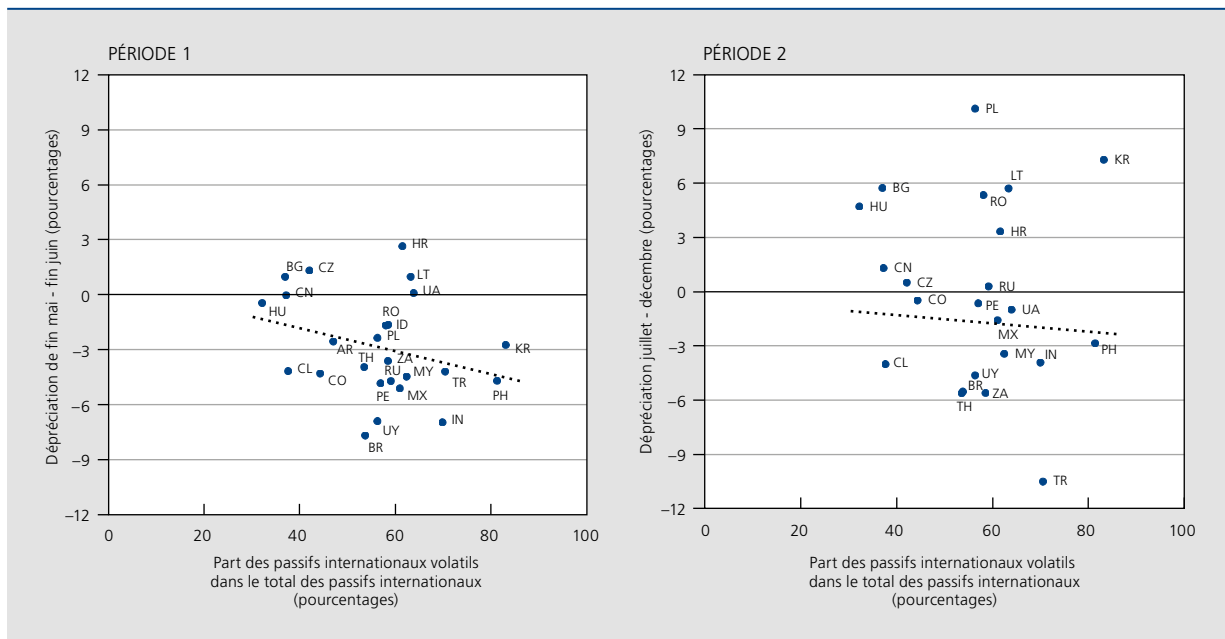
La littérature traitant de l'importance que revêtent les fondamentaux pour expliquer les réactions des marchés durant les récentes périodes de volatilité sur les marchés financiers des économies émergentes n'en est encore qu'à ses débuts. On peut cependant déjà constater que les variables qui déterminent la volatilité sur les marchés financiers des économies émergentes ont évolué au fil du temps. En outre, alors que les

facteurs de pression jouaient au départ un rôle plus prépondérant, ils ont par la suite cédé la place aux facteurs d'attraction.

*Période 1 (de la fin de mai à juin 2013): la réaction initiale touche toutes les économies émergentes, mais surtout celles présentant un endettement volatil plus élevé*

De la fin du mois de mai au mois de juin 2013, l'ensemble des économies émergentes, y compris celles affichant des fondamentaux plus solides, ont dû faire

GRAPHIQUE 12 ENGAGEMENTS EXTÉRIEURS VOLATILS ET COURS DE CHANGE



Sources: FMI, Thomson Reuters Datastream.

face à des turbulences sur leurs marchés financiers. Les pays dont le compte courant est en excédent (comme la Corée, la Malaisie, les Philippines et la Russie) n'ont ainsi pas davantage été épargnés par ces remous: leur cours de change a notamment subi une pression baissière comparable à celle observée dans les pays en déficit (dont l'Afrique du Sud, le Chili, la Colombie, le Pérou et la Turquie – cf. volet de gauche du graphique 13). En revanche, les pays dont l'endettement était constitué de composantes plus liquides se sont révélés plus vulnérables que les autres. Si, en s'inspirant d'Eichengreen & Gupta (2014), nous utilisons comme approximation le ratio du stock d'engagements en investissements de portefeuille et autres au total des engagements internationaux, il s'avère en effet que le cours de change des pays pour lesquels ce ratio est plus élevé, tels que le Brésil, l'Inde, le Mexique et la Turquie (dont le compte courant est en déficit), et la Corée, la Malaisie, les Philippines et la Russie (dont le compte courant est en excédent), a été touché plus durement que celui de pays ayant une dette extérieure relativement moins liquide (cf. volet de gauche du graphique 12). Cela s'explique par le souci des investisseurs de se défaire le plus rapidement possible de leurs positions dans les économies émergentes, lesquelles avaient fortement gonflé après la crise, opération qui était d'autant plus aisée – et entraînait d'autant moins de pertes – que les positions étaient liquides. De plus, un exercice parallèle basé sur le total des entrées de capitaux étrangers durant les années précédant l'été de 2013

montre que les pays qui avaient enregistré de massives entrées de capitaux ont vu leurs marchés financiers subir une volatilité plus prononcée (Mishra et al., 2014). Ces pays seraient plus sensibles à une variation des conditions financières mondiales parce que les investisseurs y avaient initialement pris les positions les plus élevées et y couraient donc les risques les plus grands. C'est l'une des raisons pour lesquelles même les pays dont les fondamentaux sont solides ont subi une pression assez vive au cours de la période mai-juin (Aizenman et al., 2014). Tous ces éléments confirment une fois encore l'importance que revêtent l'ampleur et la composition des positions brutes dans l'évaluation de la vulnérabilité d'un pays.

[Période 2 \(de juillet à décembre 2013\): différenciation accrue sur la base des fondamentaux](#)

À mesure qu'avancait l'été, les investisseurs ont commencé à opérer une plus grande différenciation entre les économies émergentes présentant des fondamentaux solides et celles affichant des fondamentaux fragiles. Cela montre que, passée leur première réaction, il leur est apparu que les économies vulnérables allaient éprouver davantage de difficultés pour s'adapter à un environnement financier moins favorable. Plus spécifiquement, les investisseurs se sont concentrés sur des pays enregistrant un important déficit du compte courant et qui étaient plus particulièrement sensibles aux brusques

sorties de capitaux. La relation entre la liquidité des marchés financiers et la pression sur le cours de change s'est dès lors quelque peu décalée (cf. volet de droite du graphique 12), alors que celle avec le solde du compte courant s'est manifestée plus nettement (cf. volet de gauche par rapport à celui du milieu du graphique 13). Ainsi, ce sont l'Afrique du Sud, le Brésil, l'Inde, l'Indonésie et la Turquie qui ont vu leur monnaie se déprécier le plus au cours de la période juillet-décembre 2013. Par ailleurs, de vives dépréciations ont également été observées dans des pays où l'inflation était élevée et la croissance du crédit rapide.

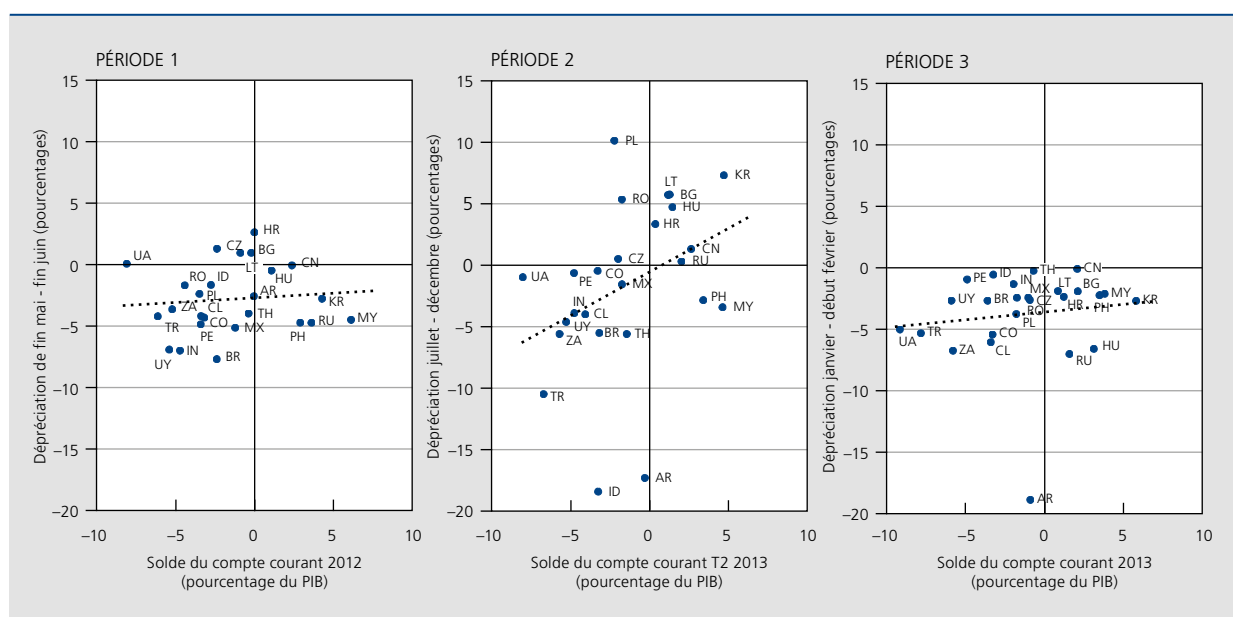
Des pays comme le Brésil, l'Inde, l'Indonésie, la Russie et la Turquie ont dès lors été contraints de relever leurs taux d'intérêt directs, d'instaurer un contrôle des capitaux et/ou de prendre des mesures macroprudentielles et budgétaires restrictives. L'Inde, l'Indonésie et la Russie, notamment, ont par ailleurs entamé leurs réserves. A contrario, les pays affichant un solde extérieur positif et une faible inflation, parmi lesquels la majorité des pays émergents d'Asie et d'Europe centrale et orientale, ont été considérés comme relativement sûrs et n'ont donc guère subi de pression baissière sur leurs cours de change, certains enregistrant même une pression haussière. De ce fait, ces pays ont pu maintenir leur politique monétaire et budgétaire accommodante, et certains ont même pu l'assouplir afin de redynamiser leur activité économique.

Période 3 (de janvier au 3 février 2014): importance croissante des tensions politiques et perspectives économiques divergentes

Alors que la fuite de capitaux au cours de l'été de 2013 avait été causée par un choc mondial, à savoir l'anticipation d'une normalisation de la politique monétaire aux États-Unis, la volatilité financière observée au début de 2014 est imputable à des évolutions spécifiques au sein même des économies émergentes. Ainsi, l'activité économique de bon nombre de ces pays a été atone en début d'année, une « banque parallèle » chinoise (*shadow bank*) a presque fait défaut, ce qui a contribué à renforcer la prise de conscience des vulnérabilités financières qui s'étaient développées dans les économies émergentes, les frictions politiques se sont multipliées (Thaïlande, Turquie, Ukraine) et, le 23 janvier, la banque centrale argentine a suspendu son soutien au peso, ce dernier perdant en un jour 10% de sa valeur par rapport au dollar des États-Unis. La combinaison de ces événements a entraîné à la fin de janvier un nouvel accès de volatilité dans les économies émergentes. Les pertes essuyées sur les actions et les obligations sont demeurées plus limitées qu'au cours de l'été de 2013, mais les dépréciations des monnaies ont néanmoins été d'une ampleur comparable.

L'attention se portait désormais principalement sur les économies émergentes confrontées à des tensions politiques ou à des perspectives de croissance moroses. Par ailleurs, les pays accusant d'importants déficits du compte

GRAPHIQUE 13 COMPTE COURANT ET COURS DE CHANGE



Sources: FMI, statistiques nationales, Thomson Reuters Datastream.

courant continuaient d'être sanctionnés. Pour contenir les dépréciations, certaines banques centrales sont intervenues plus énergiquement encore que pendant la période précédente. Ainsi, la banque centrale russe a procédé à une nouvelle diminution de ses réserves de change en janvier 2014. Ces mesures ont stabilisé les cours de change mais, conjuguées à l'ampleur croissante des tensions politiques, elles ont également distendu la relation entre l'ampleur de la dépréciation du cours de change et les indicateurs qui permettent d'appréhender les déséquilibres macroéconomiques (cf. volet de droite du graphique 13). Il convient par ailleurs de noter que les pays dont les autorités ont pris des mesures à partir de mai 2013 (Inde et Indonésie) se sont montrés plus résilients.

À partir de février, les monnaies et les actions des économies émergentes ont peu à peu effacé une grande partie des pertes subies en janvier, tandis que les écarts sur les obligations se sont resserrés. Dans un contexte de regain de l'appétence pour le risque, les investisseurs en quête de rendement se sont à nouveau tournés vers les économies émergentes. La confiance demeure toutefois fragile, chaque publication de nouvelles informations étant susceptible de peser sur les économies émergentes. Il faudra aussi attendre de voir quelle sera l'incidence d'un relèvement des taux d'intérêt par la Réserve fédérale.

Les récentes périodes de volatilité ont démontré que les économies émergentes et les flux de capitaux vers ces pays étaient toujours très sensibles à un retournement soudain du sentiment des investisseurs, et ce en dépit du fait que ces économies disposent aujourd'hui généralement de cours de change flexibles, de fondamentaux plus solides et d'établissements financiers mieux capitalisés qu'à la fin des années 1990. L'analyse présentée ci-avant suggère cependant que la présence de fondamentaux solides, et en particulier d'un excédent du compte courant, n'est pas suffisante pour rester à l'abri des tensions sur les marchés financiers. De fait, la forte progression des flux et positions bruts de capitaux depuis la crise financière a également accru la vulnérabilité des économies émergentes. L'annonce par la Réserve fédérale qu'elle pourrait réduire ses achats de titres a renforcé la prise de conscience de ces fragilités et a durci les conditions financières dans les économies émergentes. Une normalisation des taux d'intérêt aux États-Unis pourrait aggraver encore

la situation et révéler de nouvelles vulnérabilités qui n'ont pas encore été mises au jour. En effet, la disponibilité de données relatives aux flux et positions bruts des économies émergentes étant actuellement encore limitée, il est difficile de déceler ex ante où se situent les vulnérabilités.

## Conclusion

Le compte courant (concept net) demeure une variable indispensable dans l'analyse des vulnérabilités économiques et financières des pays. La forte progression de la mondialisation financière, telle qu'elle ressort de l'expansion sans précédent des flux internationaux de capitaux bruts observée ces deux dernières décennies, même si elle peut présenter des avantages, constitue néanmoins une source de risques supplémentaires qui ne sont pas toujours pris en considération par les concepts nets. Il convient dès lors de se doter d'un cadre d'analyse plus étendu qui prenne également en compte les concepts bruts.

L'article illustre l'importance des deux types d'indicateurs en s'appuyant sur deux événements: la crise financière et la volatilité qui caractérise depuis peu les marchés financiers des économies émergentes. Cette analyse montre que les concepts tant nets que bruts constituent des indicateurs pertinents, chaque type d'indicateurs apportant un éclairage différent sur la localisation des risques éventuels.

Alors que le compte courant est un indicateur établi de longue date, l'intérêt pour les flux et positions bruts de capitaux n'a opéré une percée notable que depuis la crise financière. On a alors commencé à établir et à publier des statistiques de meilleure qualité pour appréhender les risques en matière de déséquilibres dans la composition du bilan d'une économie selon les devises et les échéances, pour lesquels il demeure encore une grande d'incertitude. Une transparence accrue concernant les déséquilibres en matière de positions brutes peut aider les instances compétentes à définir et à mettre en œuvre des mesures ciblées pour s'attaquer à ces vulnérabilités. Par ailleurs, elle pourrait aider les investisseurs à mieux évaluer les risques liés à certains marchés, ce qui permettrait de mieux aligner les valorisations d'actifs financiers sur les fondamentaux sous-jacents.

## Bibliographie

- Aizenman J., M. Binici et M.M. Hutchison (2014), *The transmission of federal reserve tapering news to emerging financial markets*, NBER Working Paper 19980.
- Arslanalp S. et T. Tsuda (2014), *Tracking global demand for emerging market sovereign debt*, IMF Working Paper 14/39.
- Blanchard O.J., H. Faruqee et M. Das (2010), « The initial impact of the crisis on emerging market countries », *Brookings papers on Economic Activity* 41, 263-307.
- Blanchard O.J. et G.M. Milesi Ferretti (2009), *Global imbalances in midstream?*, Staff Position Note 09/29.
- Borio C. et P. Disyatat (2011), *Global imbalances and the financial crisis: Link or no link?*, BIS, Working Papers 346.
- BRI (2014), *84<sup>e</sup> Rapport annuel*.
- Butzen P., W. Melyn et W. Vandevyvere (2010), « Rééquilibrage de la demande mondiale », BNB, *Revue économique*, juin, 23-42.
- Chinn M.D. (2013), « Global imbalances », in G. Caprio (ed), *The Evidence and Impact of Financial Globalization 3*, Oxford, Elsevier, 67-79.
- de Sola Perea M. et C. Van Nieuwenhuyze (2014), « Intégration et fragmentation financières dans la zone euro », BNB, *Revue économique*, mars, 109-138.
- Eichengreen B. et P. Gupta (2014), *Tapering talk: The impact of expectations of reduced federal reserve security purchases on emerging markets*, World Bank, Policy Research Working paper Series 6754.
- FMI (2014a), « La reprise s'affermite, mais reste inégale », *Perspectives de l'économie mondiale*, avril.
- FMI (2014b), « Moving from liquidity- to growth-driven markets », *Global Financial Stability Report*, April.
- FMI (2013a), *Imbalances and Growth: Update of staff sustainability assessments for G20 Mutual assessment process*, September.
- FMI (2013b), « Financing future growth: The evolving role of banking systems in CESEE », *Central, Eastern and Southeastern Europe – Regional Economic Issues*, April.
- FMI (2013c), « Transition challenges to stability », *Global Financial Stability Report*, October.
- Frankel J.A. et G. Saravelos (2010), *Are leading indicators of financial crises useful for assessing country vulnerability? Evidence from the 2008-09 global crisis*, NBER, Working Paper 16047.
- Gourinchas P.O. (2011), *Global imbalances and global liquidity*, Paper presented at the Federal Reserve Bank of San Francisco Asia Economic Policy Conference, November, 28-30.
- Gourinchas P.O. et M. Obstfeld (2012), « Stories of the twentieth century for the twenty first », *American Economic Journal: Macroeconomics* 4, 226-265.
- Hale G. et M. Obstfeld (2014), *The euro and the geography of international debt flows*, CEPR, Discussion Paper 9337.
- Hobza A. et S. Zeugner (2014), *The « imbalanced balance » and its unravelling: Current accounts and bilateral financial flows in the euro area*, EC, Economic Papers 520.

Jordà O., M. Schularick et A.M. Taylor (2011), « Financial crises, credit booms, and external imbalances: 140 years of lessons », *IMF Economic Review* 59, 340-378.

McCauley R.N., C. Upper et A. Villar (2013), « Emerging market debt securities issuance in offshore centres », *BIS Quarterly Review* Q3, 22-23.

Mishra P., K. Moriyama, P. N'Diaye et L. Nguyen (2014), *Impact of Fed tapering announcements on emerging markets*, IMF Working Paper 14/109.

Noeth B. et R. Sengupta (2012), « Global European banks and the financial crisis », *Federal Reserve Bank of St. Louis Review* 94 (6), 457-480.

Obstfeld M. (2012a), « Financial flows, financial crises, and global imbalances », *Journal of International Money and Finance* 31(3), 469-480.

Obstfeld M. (2012b), *Does the current account still matter?*, NBER Working Paper 17877.

Ollivaud P. et Schwellnus C. (2013), *The post-crisis narrowing of international imbalances – cyclical or durable?*, OECD, Economics Department Working Papers 1062.

World Bank (2014), « Capital flows and risks in developing countries » in *Global Economic Prospects: Coping with policy normalization in high-income countries*, 96-119.

World Bank (2013), *Recent developments in local currency bond markets*, October (<https://www.g20.org>).



Banque nationale de Belgique  
Société anonyme  
RPM Bruxelles – Numéro d’entreprise : 0203.201.340  
Siège social : boulevard de Berlaimont 14 – BE-1000 Bruxelles  
[www.bnb.be](http://www.bnb.be)

Éditeur responsable

**Jan Smets**

Directeur

Banque nationale de Belgique  
boulevard de Berlaimont 14 – BE-1000 Bruxelles

Personne de contact pour la Revue

**Luc Dufresne**

Secrétaire général

Tél. +32 2 221 24 96 – Fax +32 2 221 30 91  
[luc.dufresne@nbb.be](mailto:luc.dufresne@nbb.be)