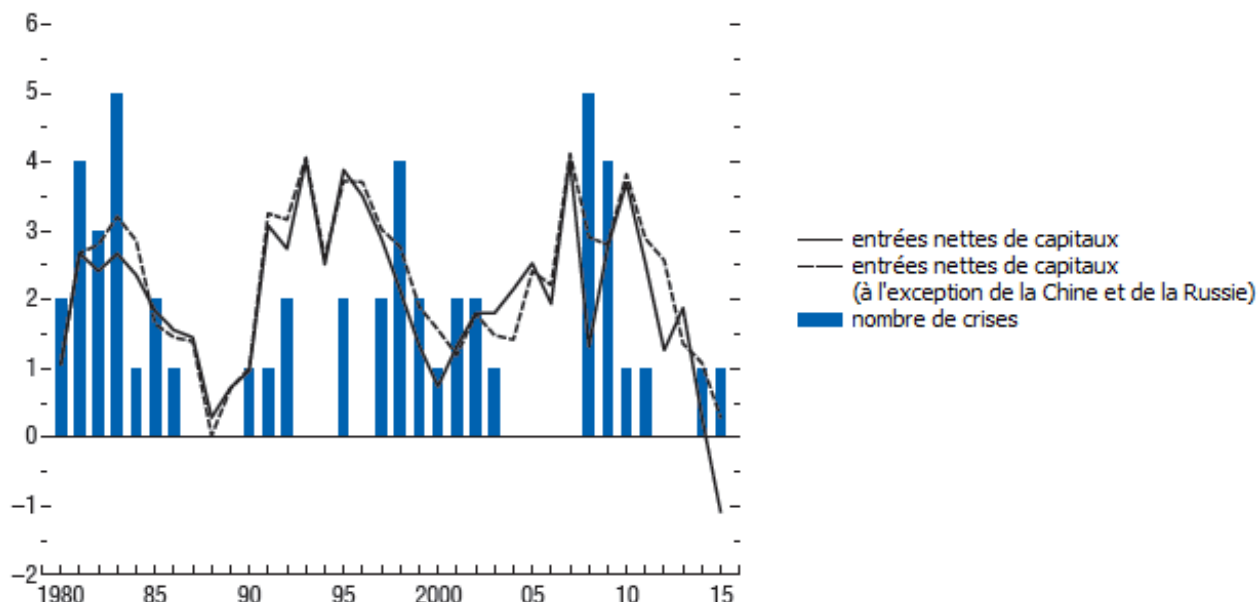


Pourquoi les pays émergents sont-ils plus résilients face au reflux des capitaux que par le passé ?



Les mouvements nets de capitaux vers les pays émergents ont ralenti depuis 2010 et toutes les régions en ont été affectées (cf. graphique). Ces événements se sont produits dans le contexte d'un ralentissement dans les pays émergents et, ensuite, d'un resserrement de la politique monétaire de la Réserve fédérale.

GRAPHIQUE Entrées nettes de capitaux dans les pays émergents (en % du PIB) et nombre de crises de la dette

Cette dynamique est d'autant plus inquiétante que, par le passé, les ralentissements des entrées de capitaux après des expansions soutenues de l'activité ont souvent été associés à des crises très coûteuses pour les économies et beaucoup d'entre eux ont souvent coïncidé avec une réorientation de la politique monétaire dans les pays développés. Ne serait-ce qu'au cours de ces dernières décennies, le monde émergent a connu deux de ces épisodes : tout d'abord entre 1981 et 1985, puis entre 1995 et 2000. Ces deux épisodes ont été marqués par la crise de la dette de plusieurs pays en développement au début des années quatre-vingt, par la crise tequila du Mexique en 1994, par la crise asiatique de 1997 qui toucha tout particulièrement la Corée du Sud, l'Indonésie et la Thaïlande, ou encore par la crise turque en 2000. Au milieu des années quatre-vingt-dix, lorsque les banques et les grandes entreprises d'un pays émergent, par exemple la Thaïlande, empruntaient, elles le faisaient en dollars américains [Taylor, 2016]. Elles convertissaient ces dollars en devise local (par exemple le baht, dans le cas de la Thaïlande) et prêtaient et dépensaient dans cette dernière. Une telle pratique semblait sûre car le pays avait un régime de change fixe : les autorités thaïlandaises veillaient à ce que la parité entre le dollar et le bath soit constante ou, tout du moins, qu'elle ne varie que très peu. Avec les entrées de capitaux, les prix d'actifs et le crédit ont pu connaître une forte expansion, contribuant un temps à soutenir l'activité économique. Or, lorsque les entrées de capitaux finirent par s'interrompre brutalement, le taux de change se dépréciait, si bien que les entreprises et les banques qui avaient emprunté en dollars et accordé des prêts libellés en bath se retrouvèrent incapables de rembourser leur dette : c'est le « péché originel » (*original sin*). L'arrêt soudain (*sudden stop*) des entrées de capitaux provoquèrent alors un effondrement des prix d'actifs et du crédit, faisant basculer l'économie dans une sévère récession.

La perspective que de tels enchainements destructeurs puissent se reproduire aujourd'hui est d'autant plus effrayante que les pays émergents contribuent aujourd'hui à une plus grande part de la production mondiale et des échanges internationaux qu'au cours des deux précédents épisodes : entre 1980 et 2014, la part du PIB mondiale réalisée par les pays émergents est passée de 21 à 36 %, tandis que la part des échanges mondiaux qu'ils réalisent est passée de 27 % à 44 %. Autrement dit, l'économie mondiale est aujourd'hui bien plus sensible aux évolutions touchant les pays émergents que par le passé.

Dans les dernières *Perspectives de l'économie mondiale* du FMI, [Rudolfs Bems](#), [Luis Catão](#), [Zsóka Kóczán](#), [Weicheng Lian](#) et [Marcos Poplawski-Ribeiro](#) (2016) se sont alors penchés sur un échantillon d'une quarantaine de pays émergents. Ils ont alors constaté que c'est à la fois une réduction des entrées de capitaux et un accroissement des sorties de capitaux qui ont contribué à ce ralentissement et que l'essentiel du déclin des entrées de capitaux peut s'expliquer par la réduction des écarts de croissance entre les pays émergents et les pays avancés : les investisseurs financiers se sont tout d'abord inquiétés des perspectives de croissance plus sombres pour les pays émergents, mais la perspective du resserrement de la politique monétaire américaine a notamment joué un rôle, notamment lors de l'épisode du tapering. Les pays qui présentaient des régimes de change relativement flexibles en 2010 ont connu de larges dépréciations de leur devise au cours de cette période. Le ralentissement dans les entrées nettes de capitaux a été de taille comparable en termes d'ampleur aux ralentissements majeurs des années quatre-vingt et quatre-vingt-dix. Pour autant, l'incidence des crises de dette externe dans l'épisode actuel a été jusqu'à présent moindre que par le passé (*cf.* graphique).

Pour Bems et ses coauteurs, les évolutions sont davantage cohérentes avec le traditionnel triangle des incompatibilités [qu'avec le simple dilemme d'Hélène Rey](#). En effet, plusieurs facteurs ont contribué à ce que l'actuel ralentissement des mouvements de capitaux soit moins pernicieux, en particulier les améliorations apportées à la politique économique et le cadre dans lequel elle s'exerce. En particulier, l'adoption de régimes de change plus flexibles a contribué à ce que les devises se déprécient de façon ordonnée, ce qui a atténué les effets du cycle mondial des flux de capitaux sur plusieurs pays émergents. Les dépréciations peuvent en effet contribuer à soutenir la consommation, l'emploi et la production, ce qui atténue les répercussions de la crise sur l'économie domestique. Les pays émergents ont également détenu davantage d'actifs étrangers, notamment davantage de réserves étrangères (en premier lieu, des dollars). La part de leur dette externe libellée en devise étrangère est aussi moindre que par le passé, ce qui les a préservés du « péché originel ».

Références

BEMS, Rudolfs, Luis CATÃO, Zsóka KÓCZÁN, Weicheng LIAN & Marcos POPLAWSKI-RIBEIRO (2016), « Understanding the slowdown in capital flows to emerging markets », in FMI, World Economic Outlook: Too slow for too long, avril.

REY, Hélène (2013), « Dilemma not trilemma: The global financial cycle and monetary policy independence », présenté à Jackson Hole, 24 août.

TAYLOR, Timothy (2016), « Global capital flows: Why no crisis (so far) this time? », in Conversable Economist (blog), 8 avril.