

ENJEUX FINANCIERS ET PAYS ÉMERGENTS

Pierre Jacquet

Olivier Pastré, *Les marchés sont-ils devenus raisonnables ?*

Presses Universitaires de France | « Cahiers du Cercle des économistes »

2011 | pages 61 à 69

ISBN 9782130586340

Article disponible en ligne à l'adresse :

<https://www.cairn.info/les-marches-sont-ils-devenus-raisonnables--9782130586340-page-61.htm>

Pour citer cet article :

Pierre Jacquet, « Enjeux financiers et pays émergents », in Olivier Pastré, *Les marchés sont-ils devenus raisonnables ?*, Presses Universitaires de France « Cahiers du Cercle des économistes », 2011 (), p. 61-69.
DOI 10.3917/puf.pastr.2011.01.0061

Distribution électronique Cairn.info pour Presses Universitaires de France.

© Presses Universitaires de France. Tous droits réservés pour tous pays.

La reproduction ou représentation de cet article, notamment par photocopie, n'est autorisée que dans les limites des conditions générales d'utilisation du site ou, le cas échéant, des conditions générales de la licence souscrite par votre établissement. Toute autre reproduction ou représentation, en tout ou partie, sous quelque forme et de quelque manière que ce soit, est interdite sauf accord préalable et écrit de l'éditeur, en dehors des cas prévus par la législation en vigueur en France. Il est précisé que son stockage dans une base de données est également interdit.

ENJEUX FINANCIERS ET PAYS ÉMERGENTS

PIERRE JACQUET

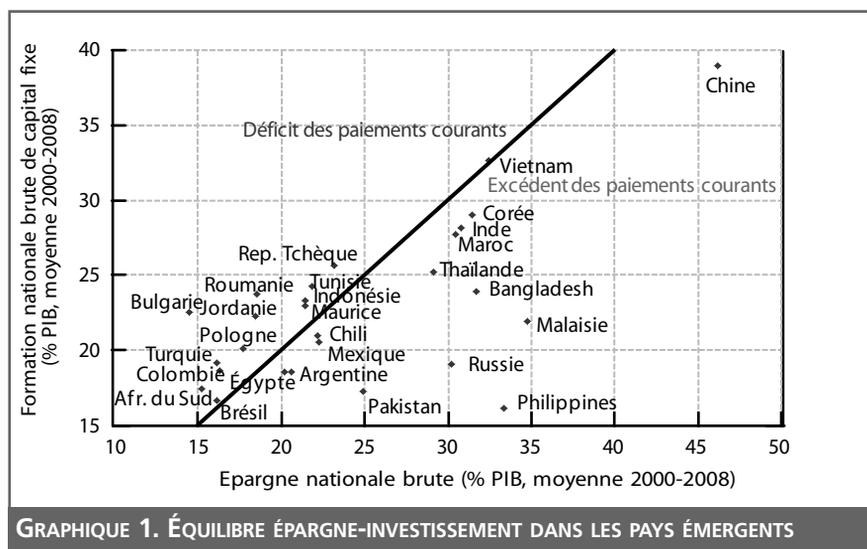
La question traitée dans ce cahier du Cercle est souvent abordée à la lumière des théories développées dans les pays industrialisés et de l'expérience accumulée par ces derniers. Or, les « pays émergents » sont appelés à jouer un rôle déterminant dans l'avenir de la finance mondiale, pour au moins trois raisons principales. Tout d'abord, ils occupent d'ores et déjà une place majeure dans l'allocation de l'épargne mondiale et la dynamique des déséquilibres internationaux des paiements courants. Deuxièmement, cette allocation n'est pas durable, et leurs systèmes financiers sont des éléments essentiels du basculement vers une croissance davantage tournée vers la demande intérieure et le maintien d'une croissance potentielle élevée, deux facteurs importants pour la santé de l'économie mondiale. Troisièmement, le poids de leurs systèmes financiers et l'expérience de la crise financière récente – conjuguée à la crise asiatique de 1997 – suggèrent qu'ils vont s'affirmer comme acteurs incontournables de l'évolution de la réglementation financière, tant nationale qu'internationale. Certes, la catégorie de « pays émergents » regroupe des pays très divers et relève davantage de la commodité intellectuelle que d'une définition précise. Mais elle englobe toute une dynamique aujourd'hui extérieure aux pays industrialisés et déterminante pour les évolutions des prochaines décennies. Le champ du va-et-vient permanent entre observation empirique, expérimentation de politiques économiques et approfondissements théoriques, notamment en ce qui concerne la direction et la maîtrise du développement financier, est appelé à se déplacer au moins en partie vers les grands pays émergents.

DÉSÉQUILIBRES MONDIAUX DES PAIEMENTS COURANTS

Depuis le début des années 1980, l'économie mondiale est entrée dans une phase de déséquilibres des balances des paiements courants, qui correspond au développement de la mobilité des capitaux internationaux : cette dernière permet en effet à l'épargne, où qu'elle soit générée, de financer des investissements partout dans le monde. La balance épargne-investissement des différents pays, dont l'excédent des paiements courants est la contrepartie comptable, peut ainsi rester durablement déséquilibrée. Au-delà des débats sur les mérites et problèmes de la mobilité des

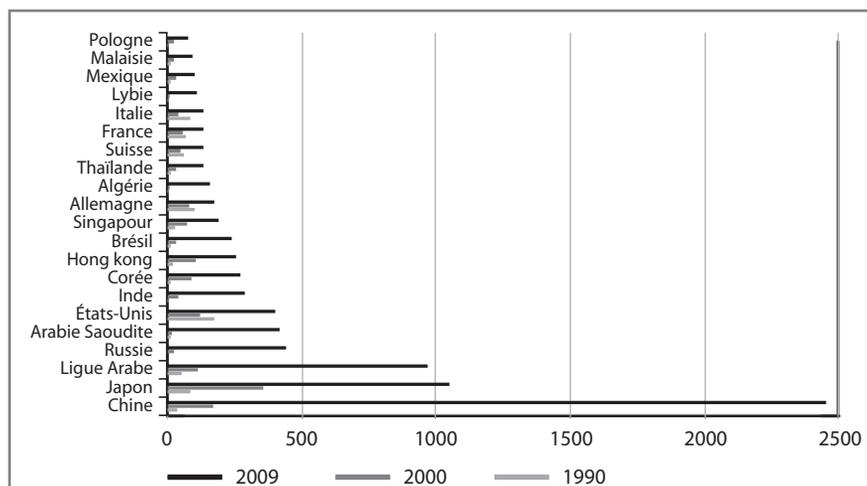
capitaux, l'économie mondiale et ses différents acteurs n'ont pas encore pris la mesure des implications de déséquilibres devenus persistants sur les mouvements de taux de change, l'évolution des politiques économiques, l'économie politique des déséquilibres et les règles multilatérales pour gouverner la mobilité des capitaux.

Or, plusieurs pays émergents jouent depuis les années 1990 le rôle principal de fournisseurs d'épargne au reste du monde. Le graphique 1 montre cette contribution dans les années 2000, en faisant apparaître deux catégories de pays émergents (voir aussi Bellocq et Zlotowski [2011]) : ceux, notamment des pays asiatiques – hormis le Vietnam – et des pays exportateurs d'hydrocarbures et d'autres matières premières, qui dégagent des excédents importants des paiements courants (et qui en général reçoivent aussi d'importantes entrées de capitaux) ; et ceux (notamment en Europe centrale et de l'Est, Turquie, Afrique du Sud) où la croissance économique s'appuie sur la demande intérieure et génère des déficits courants. Tous les pays situés au-dessous de la première bissectrice ont dégagé sur l'ensemble de la période 2000-2008 un excédent d'épargne nationale par rapport à l'investissement interne financé, contrepartie d'un excédent de la balance des paiements courants. Ils ont ainsi financé le reste du monde. Parmi ces pays, les situations apparaissent très diverses. Certains (Brésil, Pakistan, Philippines, Argentine, Russie) ont des taux d'investissement inférieurs à 20 %. On peut penser que leur pathologie relève davantage d'une insuffisance de formation brute de capital fixe plutôt que d'un excès d'épargne. À l'autre extrême, la Chine consacre une très forte proportion de son PIB à l'investissement, mais dégage une épargne encore plus importante. Avant même d'invoquer les déséquilibres



internationaux, cette situation amène à questionner la durabilité du modèle de croissance chinois : il peut y avoir surinvestissement, dans certains secteurs (le maintien d'une compétitivité-prix « artificielle », dans la mesure où elle s'appuie sur une gestion active du taux de change, peut évidemment y contribuer) ; et l'excès d'épargne souligne en miroir un renoncement à une capacité de consommation et d'importations, donc à une augmentation du niveau de vie, pour la population chinoise dans son ensemble. Entre les deux, on note plusieurs pays asiatiques, le Maroc, et, plus proches de l'équilibre national épargne-investissement, le Mexique, le Chili et l'Argentine.

L'accumulation d'excédents des paiements courants par quelques grands pays émergents signale une transformation patrimoniale importante. Ces pays, notamment la Chine, dans une moindre mesure l'Inde, sont acquiesseurs nets depuis de nombreuses années maintenant d'actifs extérieurs qui en font les premiers « créanciers » mondiaux. Cette situation a contribué à l'actualité de deux problématiques nouvelles : celle de l'équilibre de la balance des paiements et de l'accumulation de réserves internationales d'une part, et celle des régimes de change des pays émergents d'autre part. Comme le montre le graphique 2, plusieurs pays émergents figurent parmi les vingt principaux pays détenteurs de réserves internationales, et ce sont dans ces pays que l'accumulation de réserves a été la plus rapide dans les vingt dernières années. Cette accumulation peut avoir plusieurs raisons : assurance contre les chocs macroéconomiques et financiers internationaux, à



Source : Banque mondiale, Global Development Finance, données en ligne, janvier 2011

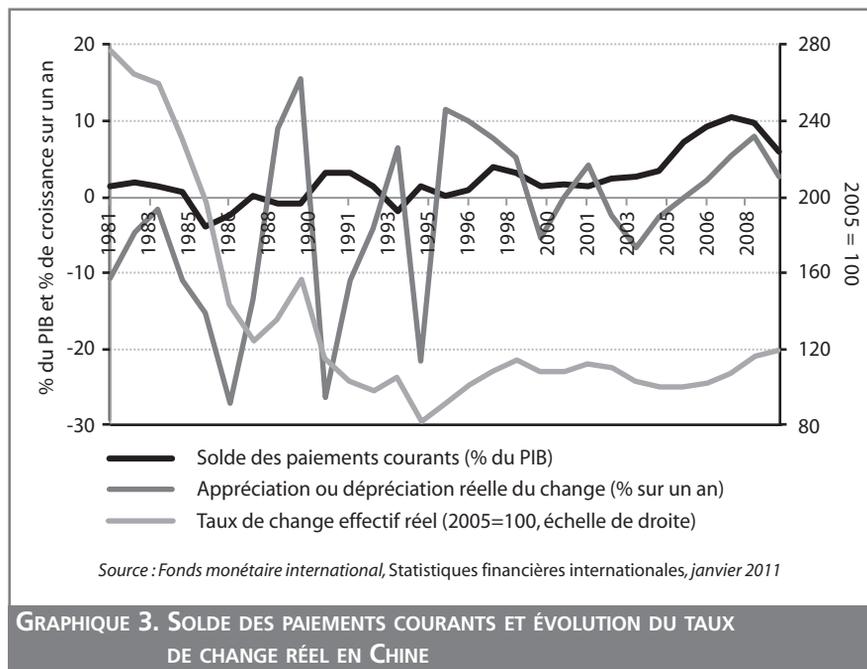
GRAPHIQUE 2. STOCK DE RÉSERVES INTERNATIONALES (OR ET DEVISES)

la lumière des crises qui ont ponctué les dernières décennies, tentation de mercantilisme financier et souhait de maintenir des taux de change concurrentiels dans un contexte d'afflux important de devises externes, du fait à la fois des excédents courants et des entrées de capitaux. Dans de nombreux pays, en particulier la Chine, le volume de réserves accumulées est très notablement supérieur à ce que suggère toute analyse du motif assurantiel, par exemple suivant le critère dit « Guidotti-Greenspan », qui compare ce volume à la dette externe à court terme du pays, ou alors par un simple critère de nombre de mois d'importations couverts par les réserves. Cette situation est problématique, pour des raisons tant internes aux pays qui accumulent les réserves que pour des raisons internationales.

Au plan interne, l'accumulation de réserves pose deux séries de difficultés. Elle traduit l'accumulation d'actifs étrangers, en général des bons du trésor américains (bien que l'on ait observé ces dernières années un début de diversification vers des actifs à court terme libellés dans d'autres monnaies que le dollar), peu rémunérés et soumis à un risque de change important. Les gouvernements des grands pays émergents (et des pays exportateurs d'hydrocarbures) ont ainsi mis en place des fonds souverains, dotés d'une partie des réserves et chargés d'acquérir des actifs étrangers plus rémunérateurs. Ces fonds peuvent être le support de politiques mercantilistes, voire prédatrices (sur les ressources naturelles, par exemple), donnant des avantages stratégiques aux pays qui les constituent, ce qui nourrit le débat sur d'éventuelles règles collectives internationales concernant leurs décisions d'investissements, mais accentue aussi les tensions relatives aux régimes de change sous-évalués qui soutiennent l'accumulation de réserves. Ils peuvent aussi contribuer à recycler des liquidités vers des pays qui en ont besoin, qu'il s'agisse de pays industrialisés en crise ou des pays en développement. Plusieurs suggestions ont été faites quant à l'utilisation des ressources des fonds souverains pour le financement du développement (par exemple, Santiso [2008]). Ces fonds peuvent certes porter des stratégies politiques qui comprennent des actions philanthropiques bien pensées, mais ils sont avant tout constitués dans une logique de placement qui oriente leurs choix sectoriels et géographiques (un peu comme les investissements directs étrangers) et n'en fait pas des instruments évidents de financement du développement des pays pauvres au sens où les politiques publiques d'aide au développement s'y consacrent (voir aussi Jacquet [2008]).

La politique de change visant également à empêcher l'appréciation de la monnaie par l'accumulation de réserves prive également la politique monétaire de son efficacité interne. Elle a en effet pour contrepartie la création de monnaie nationale. Cet effet peut être stérilisé – la banque centrale retire alors de la monnaie de la circulation en vendant des titres de dette nationale. Mais la stérilisation est coûteuse, puisqu'elle remplace des titres de dette nationale rémunérateurs par des créances étrangères qui

le sont moins. Et elle ne modifie aucune des raisons qui contribuent à l'accumulation de réserves, qu'il s'agisse des comptes courants ou des entrées de capitaux. C'est l'une des raisons pour lesquelles le gouvernement chinois lui-même est aujourd'hui le siège de débats sur la politique de change (voir par exemple l'analyse de Mme Hu Xiaolian (2010), vice-gouverneur de la Banque de Chine) et on peut s'attendre dans les mois qui viennent à une poursuite du relâchement de cette politique vers davantage de flexibilité. À titre d'exemple, le graphique 3 illustre dans le cas de la Chine et sur les trois dernières décennies, l'accumulation d'excédents courants, la forte dépréciation effective réelle du renminbi dans les années 1980 et 1990, la tendance lente à son appréciation depuis le milieu des années 1990, puis une légère dépréciation au début des années 2000. Depuis 2006, le mouvement d'appréciation semble plus clairement engagé.



La dynamique interne de la politique économique chinoise semble ainsi aller dans le même sens que les pressions internationales croissantes pour une appréciation du renminbi, mais dans le cadre d'une approche progressive et maîtrisée peu conforme à l'impatience des partenaires commerciaux de la Chine. Au niveau international, l'évolution de la politique économique de la Chine apparaît comme l'une des clefs de l'ajustement macroéconomique mondial. Contrairement à des débats fréquents, il ne

s'agit pas de mettre en cause la seule responsabilité de cette politique dans l'émergence des déséquilibres internationaux : elle en est l'une des caractérisations, aux côtés d'une politique économique américaine qui encourage depuis le début des années 1980, à quelques exceptions près, la croissance économique de court terme au détriment des grands équilibres financiers, internes et externes. Mais la persistance des déséquilibres courants pose des problèmes d'économie politique majeurs susceptibles de dégénérer en tensions protectionnistes, et traduit des dysfonctionnements de plus en plus coûteux du système monétaire international. À l'initiative du Président Sarkozy, la réforme du système international fait partie des axes prioritaires du G20 de 2011 sous présidence française. Les crises récentes et les déséquilibres actuels ont souligné les limites de ce système. Mais la réforme nécessaire va bien au-delà du cadre formel des régimes de change : elle met aussi en jeu la conception des politiques économiques dans les principaux pays. C'est donc aussi une affaire de coordination de ces politiques, un thème très présent dans les années 1980 et 1990, qui s'était un peu estompé et qui revient aujourd'hui, à juste titre, en force. Cela ne le rend pas plus facile à traiter. L'un des enjeux aujourd'hui est le basculement, dans les pays à excédent courant, vers une croissance essentiellement tirée par la demande interne. Pour la Chine et d'autres pays émergents, cela passe par l'appréciation du taux de change, mais aussi par la mise en œuvre de politiques sociales susceptibles de soutenir une demande interne étendue à l'ensemble de la population. Ces débats sont en cours au sein du gouvernement chinois. Les positions des pays émergents seront déterminantes dans les débats internationaux sur un sujet récurrent, celui du système monétaire international, et dans un contexte qui rappelle les discussions de l'après Seconde Guerre mondiale, dans lesquelles Keynes, notamment, mettait déjà l'accent sur la nécessité de prévoir des obligations symétriques entre les pays déficitaires et les pays excédentaires.

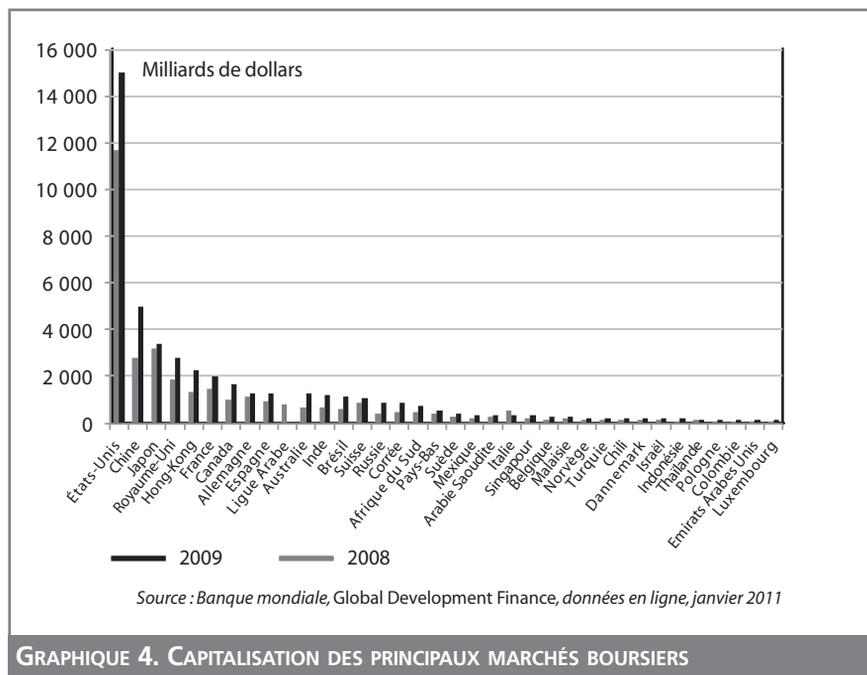
RÔLE DES MARCHÉS FINANCIERS

Le graphique 4 montre les marchés boursiers dont la capitalisation est supérieure à cent milliards de dollars (valeur des entreprises listées). On note que la Chine est d'ores et déjà en seconde place, derrière les États-Unis, en termes de capitalisation. Or, les marchés financiers des pays émergents ont encore une marge de croissance particulièrement importante.

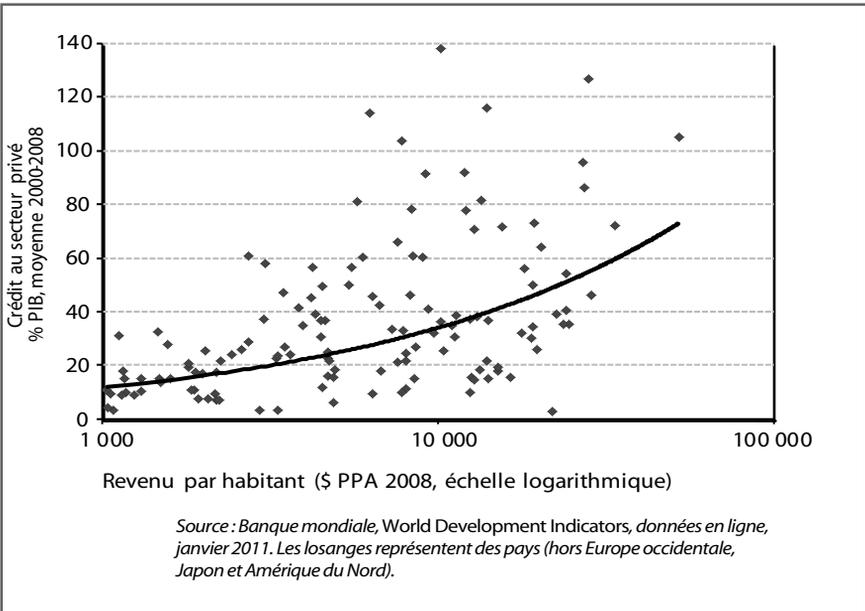
Une abondante littérature documente la corrélation entre développement financier et croissance économique (pour une discussion, voir par exemple Jacquet et Pollin [2007]). L'une des difficultés est de définir ce que l'on appelle développement financier. Lorsque l'on prend comme mesure le poids du crédit au secteur privé dans le PIB (à l'instar de Quintyn et Verdier [2010]), on note (graphiques 5 et 6) une

corrélation claire entre le revenu par habitant et le développement financier, mais beaucoup moins claire entre développement financier et croissance économique. La crise de 2007 illustre au demeurant que le développement financier mal maîtrisé entraîne des coûts considérables. L'un des enjeux semble donc être celui de la maîtrise de ce développement, et donc celui d'une meilleure compréhension du fonctionnement et du rôle des marchés financiers de façon à concevoir des réformes et réglementations adaptées dans des contextes d'économie politique qui varient selon les pays. Quintyn et Verdier concluent de leur étude que c'est la qualité des institutions et le respect crédible des droits de propriétés qui permet à la libéralisation financière d'ancrer durablement le développement financier.

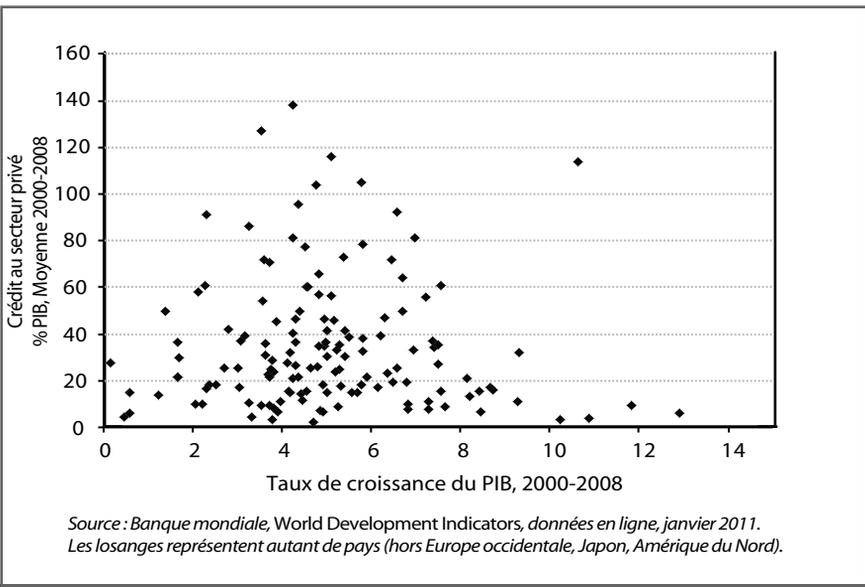
Les pays émergents devraient être particulièrement sensibles à la question de la réglementation, tant des marchés financiers nationaux que de la réglementation financière internationale. L'une des raisons pour lesquelles les pays émergents d'Asie tout en subissant les effets de la crise financière en ont été relativement protégés par rapport aux pays industrialisés, tient probablement en partie au fait que les marchés financiers y sont relativement moins développés (Kose et Prasad [2010]). La leçon à en tirer n'est pas de freiner ce développement, mais de le concevoir au service d'une croissance économique durable. Pour l'instant, les pays industrialisés n'ont vraiment



GRAPHIQUE 4. CAPITALISATION DES PRINCIPAUX MARCHÉS BOURSIERS



GRAPHIQUE 5. DÉVELOPPEMENT FINANCIER ET REVENU PAR HABITANT



GRAPHIQUE 6. CROISSANCE ÉCONOMIQUE ET DÉVELOPPEMENT FINANCIER

pas fait la preuve qu'ils connaissaient les réponses adaptées. On peut donc imaginer que les pays émergents vont jouer un rôle croissant dans l'élaboration de règles du jeu différentes. D'ores et déjà (Bellocq et Zlotowski [2011]), ces pays sont devenus beaucoup plus sensibles aux vulnérabilités qu'implique l'intégration financière internationale et vont s'employer à en maîtriser les différentes dimensions, recourant éventuellement à des contrôles plus stricts des entrées de capitaux. Comme le soulignent Bellocq et Zlotowski, les réactions courantes sont marquées du sceau du pragmatisme devant des débats théoriques non conclusifs et des certitudes idéologiques sur les vertus de la libéralisation financière qui ne tiennent pas devant les enseignements de la réalité. Autrement dit, la question pertinente est de comprendre comment maximiser la valeur des services rendus par les marchés financiers. Ni la répression financière, ni la libéralisation ne sont à cet égard des solutions viables en elles-mêmes. Dans le processus pragmatique d'apprentissage qui doit s'ouvrir, les pays émergents vont selon toute probabilité jouer un rôle déterminant.

BIBLIOGRAPHIE

Bellocq (François-Xavier) et Zlotowski (Yves), « Les pays émergents dans l'après-crise : l'intégration financière en question ? », *Revue d'économie financière*, à paraître en 2011.

Hu (Xiaolian) « *Exchange rate regime reform and monetary policy effectiveness* », BIS Review 102/2010 (26 juillet 2010).

Jacquet (Pierre), « Les fonds souverains, acteurs du développement ? », dans Jean-Paul Betbèze (sous la direction de), *Fonds souverains : à nouvelle crise, nouvelle solution ?* Cahier du Cercle des Économistes, Presses Universitaires de France, Descartes et Cie, 2008.

Jacquet (Pierre) et Pollin (Jean-Paul), « Systèmes financiers et croissance », dans *Finance et croissance, Chroniques économiques 2006* du Cercle des Économistes, Descartes et Cie, 2007, p. 53-84.

Kose (Ayhan) et Prasad (Eswar S.), « *Emerging Markets Come of Age* », *Finance & Development*, décembre 2010, p. 7-10.

Quintyn (Marc) et Verdier (Geneviève), « *Trusting the Government* », *Finance & Development*, décembre 2010, p. 41-43.

Santiso (Javier), « *Sovereign Development Funds : Key financial actors in the shifting wealth of nations* », OECD Emerging Markets Network Working Paper, octobre 2008.