



# La vague montante

Les investisseurs privés des pays émergents placent de plus en plus leurs fonds dans des actifs à l'étranger

G. Andrew Karolyi, David T. Ng et Eswar S. Prasad

**P**LUS les pays émergents deviennent des acteurs importants de l'économie mondiale, plus leur part des flux transfrontaliers d'actifs financiers augmente. Leurs perspectives de forte croissance attirent des investisseurs étrangers à la recherche de meilleurs rendements, surtout en ces temps de très faibles taux d'intérêt dans les pays avancés. De plus, comme les pays émergents augmentent leurs réserves de change en investissant beaucoup dans les pays avancés, les flux circulent également dans l'autre sens.

Depuis quelque temps, un autre phénomène prend de plus en plus d'ampleur : les sorties de capitaux privés des pays émergents, que les investisseurs cherchent à placer à l'étranger.

En comprenant les volumes et les tendances des différentes sorties (souveraines et privées) et en analysant ce qui les influence, on aura une meilleure idée de l'évolution probable des flux de capitaux internationaux avec l'intégration croissante des pays émergents dans les marchés financiers mondiaux. Nous examinons les types de sorties de capitaux de ces pays et exposons quelques résultats préliminaires de nos recherches en cours, qui montrent que la proximité et la familiarité influent considérablement sur la direction que prennent les sorties d'investissements de portefeuille, assez minimes pour l'instant, mais qui pourraient fort bien augmenter.

## Exportations de capitaux

Entre 2000 et 2012, les pays émergents, Chine en tête, ont augmenté leurs réserves de change d'environ 6 mille milliards de dollars, le tout pratiquement investi dans des titres émis par les pays des principales monnaies de réserve, surtout les États-Unis. Il est probable que les réserves de change de ces pays émergents augmenteront nettement moins dans les années à venir, parce

qu'ils en ont pour la plupart accumulé suffisamment pour être mieux armés face à toute instabilité future des flux de capitaux.

Alors que l'accumulation de réserves marque le pas, les sorties de capitaux privés de ces pays devraient rapidement augmenter. En fait, elles équivalent actuellement à l'augmentation des réserves officielles accumulées (graphique 1). La Chine est, évidemment, elle aussi un moteur important de ces flux de capitaux privés et, sans elle, les chiffres sont globalement moins impressionnants. Mais pour les autres pays émergents, les sorties de capitaux privés sont à présent supérieures à celles correspondant à l'accumulation de réserves (graphique 2).

Il y a de nombreuses raisons de s'attendre à une augmentation des sorties de capitaux privés. Les ménages s'enrichissant dans les pays émergents et parvenant à épargner davantage, ils chercheront à l'étranger des possibilités de diversifier leurs portefeuilles. Les investisseurs institutionnels, comme les fonds communs de placement et les fonds de pension, deviennent déjà des intermédiaires importants pour ces sorties de capitaux. Il est probable aussi que les sociétés et les institutions financières continueront de chercher des possibilités d'investissement à l'étranger à mesure qu'elles élargiront leurs bases opérationnelles internationales et s'aventureront sur les marchés étrangers.

## Évolution chinoise

L'évolution de la structure des flux de capitaux en Chine, deuxième économie mondiale, illustre bien ces tendances. La Chine est depuis dix ans un gros exportateur net de capitaux vers le reste de la planète. Elle affiche un excédent commercial, c'est-à-dire exporte plus de biens et de services qu'elle n'en importe, de même qu'un excédent du compte de capital, reflet des entrées de capitaux privés. Au cours de cette période, elle a enregistré

un excédent global de son compte courant, signe de ce que le pays est exportateur net de capitaux vers le reste du monde. Ces exportations de capitaux correspondent dans une large mesure à une accumulation de réserves de change par la banque centrale, la Banque populaire de Chine; ces réserves sont gérées par un autre organisme. Cette accumulation résulte de l'intervention sur les marchés des changes de la banque centrale, qui achète des dollars pour limiter l'appréciation du renminbi, afin d'éviter une perte de compétitivité des exportations chinoises. La Chine investit une part élevée de ces dollars dans des titres étrangers, comme les bons et obligations du Trésor américain. En janvier 2013, d'après les données de ce dernier, elle détenait officiellement 1,26 mille milliard de dollars de titres du Trésor américain.

Étant donné les pressions sur sa monnaie et les craintes que les entrées de capitaux alimentent l'inflation et de fortes hausses des prix des actifs, la Chine laisse entrer les capitaux étrangers avec circonspection. Les investisseurs étrangers ne peuvent pas beaucoup investir sur le marché boursier chinois, même si certaines filières ont été ouvertes, comme celle du programme des investisseurs institutionnels étrangers qualifiés (QFII), dont les quotas ont été considérablement augmentés. Les marchés obligataires chinois restent relativement sous-développés. En conséquence, la plupart des entrées en Chine se font sous forme d'investissement direct étranger (IDE), ce qui implique généralement l'acquisition d'une participation majoritaire dans une entreprise. D'après les données du FMI, les entrées brutes d'IDE en Chine s'élevaient en moyenne à 260 milliards de dollars par an de 2010 à 2012 (chiffres qui concordent avec ceux de l'organisme de gestion des réserves de change, mais le ministère du Commerce chinois ne fait état que de 110 milliards d'entrées par an pendant cette période).

Plus intéressant encore, cependant, les sorties de capitaux privés de Chine augmentent nettement depuis quelques années. La Chine contrôlait strictement les sorties, mais ces contrôles se sont assouplis avec le temps. De 2004 à 2012, les sorties d'IDE de Chine sont passées de presque zéro à plus de 100 milliards de dollars, selon les données du FMI (celles de l'organisme de

gestion des réserves de change parlent de 62 milliards en 2012 et le ministère du Commerce ne fournit aucun chiffre à cet égard).

En fait, la Chine encourage non seulement les sociétés, mais aussi les investisseurs institutionnels, comme les fonds communs de placement et les fonds de pension, à investir à l'étranger. En 2006, elle a même mis sur pied le programme des investisseurs institutionnels nationaux qualifiés, pendant de son programme QFII, pour sanctionner les investissements à l'étranger jusqu'à des limites spécifiées. En conséquence, d'autres formes de sorties rattrapent rapidement les sorties officielles relatives aux réserves de change (graphique 3). Les données préliminaires pour 2012 montrent que l'accumulation de réserves a nettement diminué, alors même que d'autres sorties continuaient d'augmenter, tendance qui se maintiendra probablement.

Cette évolution de la situation amène à se demander si l'augmentation des sorties de capitaux traduit une inquiétude parmi les investisseurs chinois au sujet des perspectives de croissance de la Chine. En réalité, ces sorties correspondent peut-être tout simplement à une économie qui arrive à maturité et qui permet aux capitaux de sortir (et d'entrer) plus librement. L'économie chinoise s'enrichissant et ses marchés financiers se développant pour offrir plus de possibilités aux investisseurs de diversifier leurs portefeuilles, il est probable que les sorties de capitaux privés augmenteront encore. D'autres pays émergents devraient suivre la même trajectoire.

## Évolution de la composition des sorties

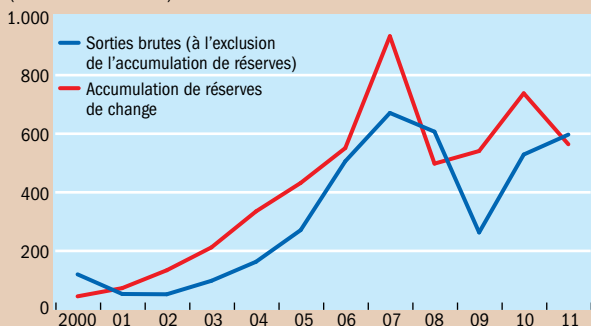
La composition des sorties de capitaux privés d'un pays émergent dépend du contrôle des capitaux exercé par les autorités et du développement du marché financier. Les craintes que de fortes augmentations des sorties déstabilisent les systèmes financiers nationaux ont conduit nombre de ces pays à limiter les sorties de capitaux privés. Cependant, certains se montrent de plus en plus disposés à autoriser leurs sociétés à investir à l'étranger. Depuis quelques années, on voit bien plus de regroupements d'entreprises par des pays émergents : une entreprise d'un pays

Graphique 1

### Rattrapage

Les sorties de capitaux privés des pays émergents dépassent maintenant les sorties de capitaux publics destinées à accumuler des réserves de change.

(en milliards de dollars)



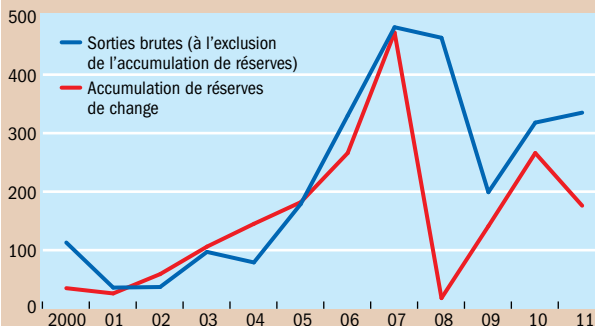
Source : FMI, *Statistiques de la balance des paiements*.  
Note : La ligne rouge montre l'évolution des réserves de change détenues par les pays émergents de la fin d'une année à la fin de la suivante.

Graphique 2

### Évolution des sorties

Les sorties de capitaux privés des pays émergents (hors Chine) dépassent l'accumulation des réserves de change de plus de 100 milliards de dollars.

(en milliards de dollars)



Source : FMI, *Statistiques de la balance des paiements*.  
Note : La ligne rouge montre l'évolution des réserves de change détenues par les pays émergents de la fin d'une année à la fin de la suivante.

émérgent en achète une autre dans un autre pays émérgent, ou une entité d'un pays émérgent acquiert une entreprise d'un pays avancé. Les motifs de cette activité sont nombreux, comme la volonté des entreprises des pays émérgents de diversifier leurs bases de production et d'accroître leur pénétration d'autres marchés. L'achat d'entreprises étrangères peut également les aider à acquérir une technologie qui permettra à des entreprises locales de moderniser leurs capacités de production. En fait, on note une augmentation sensible des sorties d'IDE de ces pays depuis le milieu de la dernière décennie (graphique 4).

Le développement limité des marchés financiers dans les pays émérgents est un frein important aux investissements de portefeuille à l'étranger des ménages. La Chine et l'Inde, par exemple, autorisent à présent les particuliers à sortir chaque année du pays des sommes importantes (50.000 dollars pour la Chine et 200.000 dollars pour l'Inde). Cependant, les marchés financiers de ces pays sont sous-développés, si bien que la plupart des ménages n'ont pas facilement accès à des instruments d'investissement tels que les fonds communs de placement, qui leur permettraient d'acheter des actions ou des obligations étrangères. Le développement rapide des marchés financiers dans ces pays, ainsi que l'importance croissante d'investisseurs institutionnels tels que les fonds de pension, les sociétés d'assurance et même les fonds communs de placement, devraient créer plus de filières de sortie au titre des investissements de portefeuille.

Pourquoi les investisseurs des pays émérgents veulent-ils investir à l'étranger quand la croissance est bien plus forte chez eux que dans les pays avancés? En théorie, les investissements internationaux permettent aux investisseurs particuliers de ces marchés de diversifier les risques inhérents à leurs portefeuilles. De plus, dans certains de ces pays, les systèmes financiers restent dominés par les banques, dont les taux d'intérêt sur les dépôts d'épargne sont généralement relativement faibles (surtout après inflation). Par ailleurs, les marchés boursiers sont encore assez modestes dans certains pays émérgents, moins liquides que ceux des pays avancés, et les valorisations y sont souvent très instables. Tous ces facteurs incitent les investisseurs institutionnels, comme

les fonds de pension, les fonds communs de placement et les sociétés d'assurance, à investir à l'étranger et influent sur les flux d'investissements de portefeuille.

## Flux d'investissements de portefeuille

En raison de leur potentiel de croissance élevé et de l'ouverture rapide de leurs marchés boursiers aux investisseurs internationaux, les pays émérgents sont devenus des destinations importantes des flux d'investissements de portefeuille mondiaux (y compris en provenance d'autres pays émérgents). Ainsi, en 2000, les pays émérgents représentaient 3 % du stock mondial des investissements de portefeuille étrangers. En 2010, cette part était passée à 16 %. En conséquence, de nouveaux travaux théoriques se penchent sur les tendances et les déterminants des flux d'investissements étrangers dans les pays émérgents. On accorde bien moins d'attention, en revanche, à un autre phénomène plus modeste mais croissant, celui de l'investissement dans des titres étrangers par les investisseurs des pays émérgents.

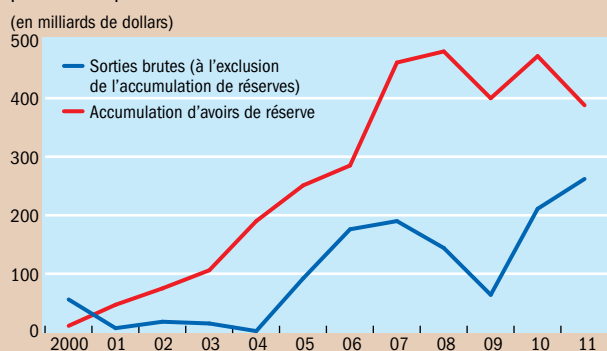
La part des pays émérgents dans les avoirs mondiaux au titre des investissements de portefeuille extérieurs est un indicateur de leur importance relative dans la finance internationale. Or, cette part est passée de 1 % en 2000 à 5 % en 2010. En valeur absolue, ces avoirs sont passés de 67 à 643 milliards de dollars. Les entrées en provenance des pays émérgents jouent un rôle de plus en plus important dans les engagements de portefeuille extérieurs, même de grands pays avancés. Prenons par exemple l'importance relative des pays émérgents dans les investissements de portefeuille étrangers aux États-Unis. D'après les données de l'Enquête coordonnée sur les investissements de portefeuille du FMI, la part des investisseurs des pays émérgents dans les actions américaines est passée de 2 % en 2002 à 7 % en 2011, ce que corroborent les données du Trésor américain.

Ces données laissent supposer un rôle de plus en plus important des pays émérgents dans les flux de portefeuille transfrontaliers, phénomène qui s'intensifiera probablement à mesure qu'ils s'enrichiront, ouvriront leurs comptes de capital et développeront leurs marchés financiers. Doit-on s'attendre à beaucoup de sorties

Graphique 3

### Augmentation des investissements privés chinois

Depuis quelques années, la Chine encourage ses entreprises à investir à l'étranger et, en conséquence, les sorties de capitaux privés rattrapent l'accumulation de réserves souveraines.



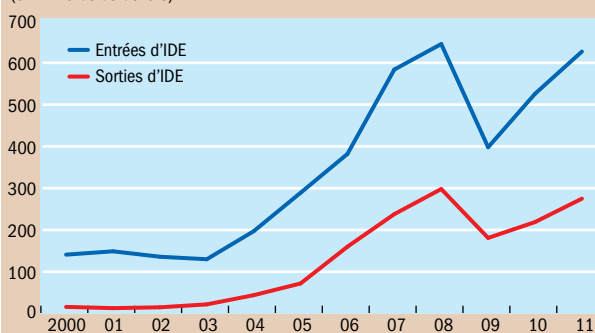
Source : FMI, Statistiques de la balance des paiements.

Graphique 4

### Flux d'investissements directs

L'investissement direct étranger des pays émérgents augmente depuis le milieu de la dernière décennie.

(en milliards de dollars)



Source : FMI, Statistiques de la balance des paiements.  
Note : IDE = investissement direct étranger.

en provenance de ces pays au titre des investissements étrangers? Voici comment la théorie en matière de finance définit le niveau optimal d'investissement étranger : pour tirer le meilleur parti de la diversification et parvenir au meilleur équilibre entre risque et rendement, au lieu de n'investir que sur leur propre marché boursier, les investisseurs devraient, en principe, détenir un portefeuille international très diversifié dont les pondérations sont fonction de la capitalisation boursière dans chaque pays concerné. Comme les pays émergents ne représentent encore que 8 % de la capitalisation boursière mondiale, leurs investisseurs devraient, en principe, détenir une part nettement plus grande de leurs investissements sur les marchés boursiers des pays avancés.

En réalité, les investisseurs sont très loin de diversifier leurs placements autant que le suggèrent les modèles classiques. Dans presque tous les pays, y compris ceux aux comptes de capital ouverts et aux marchés financiers évolués, les investisseurs affichent généralement une *préférence nationale*, autrement dit, ont tendance à investir démesurément sur les marchés boursiers locaux. Cela tient en partie à l'asymétrie de l'information (ils en savent plus sur les actions locales que sur les actions étrangères), aux frais de transaction et au sous-développement des marchés financiers. Étant donné la forte hausse des flux de capitaux transfrontaliers au cours des dix dernières années et l'atténuation d'obstacles tels que l'asymétrie de l'information et les frais de transaction, la préférence nationale devrait diminuer. Des études montrent, toutefois, que ce n'est guère le cas sur la dernière décennie.

Néanmoins, avec l'intégration des marchés financiers mondiaux et la disparition des obstacles à l'information, la diversification grandissante des portefeuilles pourrait influencer sur d'autres tendances. Ainsi, il semblerait que les allocations de portefeuille non nationales reposent sur une *préférence étrangère régionale* (des investissements disproportionnés sur les marchés boursiers de pays voisins). Les investisseurs placent aussi leurs fonds de façon disproportionnée dans les pays avec lesquels leur pays a beaucoup d'échanges commerciaux ou dans des pays qu'ils connaissent bien en raison d'un héritage colonial ou de langues similaires. D'autres facteurs, comme la stabilité politique, peuvent également influencer ces décisions. Toutefois, la théorie ne dit pas vraiment comment certaines de ces variables devraient influencer la répartition de portefeuille. Par exemple, un pays connaissant des problèmes de gouvernance devrait être moins intéressant pour les investisseurs internationaux, mais des similitudes dans le gouvernement d'entreprise entre les pays hôtes et bénéficiaires pourraient, en fait, faire augmenter les flux bilatéraux en raison d'un effet de « familiarité ». La théorie ne nous dit pas non plus si ces préférences étrangères sont appelées à disparaître avec l'augmentation des flux de capitaux et comment. Ces questions doivent être résolues à l'aide d'une analyse empirique.

### Accent mis sur les choix des investisseurs institutionnels

Nous avons examiné les investissements de portefeuille à l'étranger des pays émergents, puis analysé plus en détail les sorties par l'intermédiaire de fonds communs de placement et d'autres investisseurs institutionnels. Notre analyse repose sur un exercice empirique qui couvre la période 2000–11 et notre interprétation des résultats s'appuie sur une théorie de portefeuille standard. Nous

ne testons pas de modèle théorique particulier de la répartition de portefeuille.

Nous utilisons deux ensembles de données dans notre analyse. Le premier repose sur l'Enquête coordonnée du FMI sur les investissements de portefeuille, qui contient des avoirs transfrontaliers bilatéraux sous forme d'investissements de portefeuille (actions plutôt que flux). Nous utilisons aussi une base de données des différents investisseurs institutionnels dans des pays avancés et émergents afin de fournir plus de données désagrégées sur ce qui détermine les flux transfrontaliers d'investissements de portefeuille.

Une des conclusions intéressantes de nos recherches préliminaires est que les variables de « gravitation » (ainsi appelées parce qu'elles contiennent des éléments de masse et de distance pour imiter les interactions gravitationnelles de la physique newtonienne), qui rendent la « proximité » pour ce qui est de la distance géographique, d'une langue commune, d'un héritage colonial et d'une même zone de libre-échange, constituent des déterminants importants des flux d'investissements de portefeuille transfrontaliers. L'importance de ces facteurs est déjà établie dans les études sur les investisseurs dans les pays avancés. En fait, les investisseurs des pays émergents semblent fonder leurs investissements étrangers sur des considérations similaires. Il est possible, entre autres, que ces variables, dont on a découvert qu'elles jouent un rôle important dans la configuration des flux des échanges transfrontaliers, traduisent tout simplement le fait que les flux financiers sont liés aux flux commerciaux. Nous constatons, cependant, que l'importance des variables de gravitation dans l'explication des flux bilatéraux d'investissements de portefeuille reste inchangée lorsque nous tenons compte directement des relations commerciales bilatérales. Nos résultats préliminaires nous amènent notamment à conclure que les sorties au titre des investissements de portefeuille des pays émergents conduiront à une plus grande intégration financière régionale, au moins dans les phases de croissance initiales de ces sorties.

### Hausse des flux sortants

Les flux d'investissements sortants des pays émergents représentent un aspect important, mais peu étudié de l'importance croissante de ces pays. Ces sorties sont encore relativement modestes, mais augmentent rapidement. À mesure que ces pays s'enrichiront, développeront leurs marchés financiers et libéraliseront les flux de capitaux transfrontaliers, les investisseurs particuliers et institutionnels locaux rechercheront de plus en plus des possibilités d'investissement à l'étranger afin de diversifier leurs placements. Des données préliminaires semblent indiquer que, comme ceux des pays avancés, les investisseurs des pays émergents affichent des préférences nationales et étrangères liées à la proximité géographique et à la familiarité, ce qui pourrait susciter une plus grande intégration régionale des marchés financiers et créer des flux d'investissements de portefeuille croissants entre les pays émergents mêmes. ■

*Andrew Karolyi est professeur à la Johnson School of Management de l'Université Cornell. David Ng et Eswar Prasad sont respectivement professeur agrégé et professeur à la Dyson School of Applied Economics and Management de l'Université Cornell. Ng était un chercheur invité à l'Institut des études monétaires de Hong Kong. Prasad est aussi chercheur principal à la Brookings Institution.*