



LA COVID-19, SOURCE DE VOLATILITÉ ?

La position adoptée par la Réserve fédérale à l'issue de la pandémie exposera les facteurs de vulnérabilité des pays émergents présentant une forte dette extérieure privée

Şebnem Kalemli-Özcan

La pandémie n'a pas encore engendré une véritable crise de la dette pour les pays émergents, mais d'importants risques demeurent.

La situation actuelle pourrait être une « illusion » de stabilité découlant en grande partie du rôle apaisant joué par la politique monétaire américaine dans les conditions du financement extérieur des pays émergents. En affaiblissant le dollar, en accordant des lignes de crédit réciproque et en réduisant les coûts du financement extérieur des pays émergents en dollars, la politique monétaire américaine a préservé les mouvements de capitaux à destination de ces pays. C'est elle qui, en influant sur la perception du risque qu'ont les investisseurs internationaux, a toujours été le déterminant absolu des entrées et sorties de capitaux des pays émergents. Assistera-t-on dès lors à une crise lorsque les taux d'intérêt américains se remettront finalement à grimper ? La réponse dépendra de trois grands paramètres :

- L'incidence de la politique monétaire américaine sur les flux de capitaux des pays émergents, qui variera d'un pays à l'autre selon le risque propre à chacun.
- La composition par monnaie et par secteur de la dette extérieure de ces pays, essentiellement libellée en dollars américains et contractée par le secteur privé, au début de la pandémie.
- L'espace budgétaire limité dont disposent les pays émergents pour lutter contre la pandémie, ce qui exige de constants emprunts publics sur les plans tant intérieur qu'extérieur.

La politique monétaire américaine

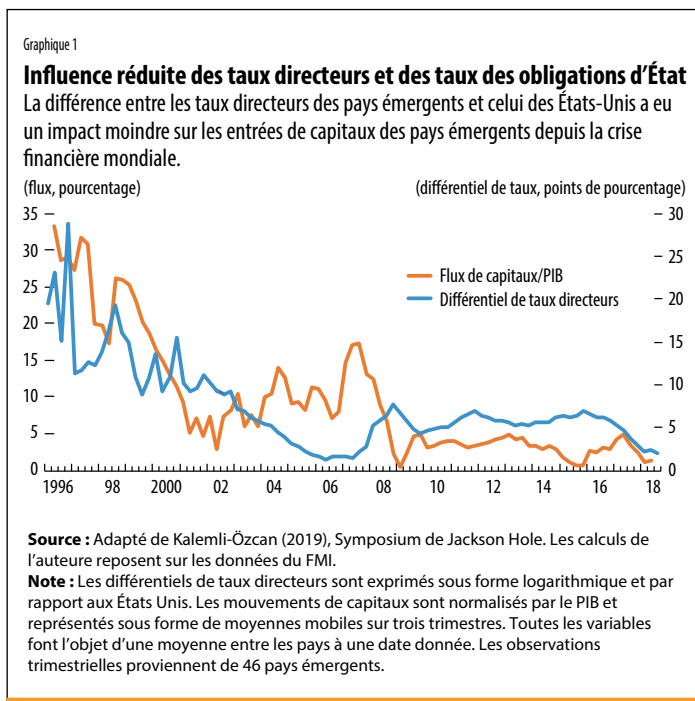
Les emprunts souverains ont toujours joué un rôle majeur dans les pays émergents. Les publications remontant jusqu'aux années 80 avancent que l'écart entre les taux d'intérêt des titres du Trésor américain et des obligations

publiques des pays émergents a des répercussions sur la demande d'emprunts desdits pays. Mais cette étroite corrélation a depuis peu commencé à se relâcher.

Le graphique 1 indique une corrélation très réduite, depuis la crise financière mondiale, entre les flux de capitaux et les différentiels d'intérêt, lesquels influent directement sur le taux des obligations d'État à court terme. Ce phénomène s'explique par le fait que les mouvements de capitaux privés, tels que les flux bancaires transfrontaliers ainsi que les prêts aux entreprises et les obligations d'entreprises, représentent depuis le début de la première décennie 2000 une part nettement plus importante du total des emprunts des pays émergents. Les flux de capitaux privés sont susceptibles de pâtir davantage de la perception du risque qu'ont les investisseurs privés concernant un pays émergent donné que des différentiels d'intérêt des obligations d'État. Bien sûr, les flux publics peuvent également réagir à la perception mondiale du risque, surtout s'ils sont libellés en monnaie nationale. Ainsi, la politique américaine influe sur les mouvements de capitaux tant privés que publics à destination et en provenance des pays émergents. Il est à noter que ces flux peuvent également aller dans des directions opposées : des fonds publics peuvent entrer dans les pays émergents et des fonds privés peuvent en sortir, si le taux directeur américain baisse et si le sentiment de risque s'accroît à l'échelle mondiale.

Les mesures inédites prises par la Réserve fédérale ont entraîné le rapatriement des 100 milliards de dollars de capitaux publics et privés (actions et obligations, entre autres) qui avaient fui les pays émergents entre janvier et mai 2020. Elles ont non seulement fait baisser les charges d'emprunt pour les pays émergents, mais elles ont aussi contribué à atténuer l'aversion au risque observée au niveau mondial, encourageant dès lors les flux de capitaux du secteur privé à destination des pays émergents pendant le second semestre de 2020, avec une prime de risque réduite sur ces investissements. On a également constaté une certaine hétérogénéité dans les mouvements de capitaux entre pays émergents, liée à leur gestion de la pandémie (Çakmaklı *et al.*, 2020 ; FMI, avril 2020). Cette hétérogénéité n'avait rien de surprenant, ainsi que l'expérience des précédents remaniements de la politique monétaire américaine nous l'a montré (Kalemli-Özcan, 2019). La réaction des pays émergents face à la politique menée par la Réserve fédérale varie en fonction du risque propre à chaque pays, lequel dépend directement de leur riposte à la pandémie.

Les nouvelles sont donc bonnes, mais les données en temps réel concernant la balance des paiements, dont nous avons besoin pour suivre *tous* les flux de capitaux, font



défaut ; il est donc possible que nous n'ayons qu'un tableau incomplet des effets potentiels de la COVID-19 et de la politique monétaire américaine sur les flux de capitaux, parce que les chiffres ne couvrent que les investissements de portefeuille sortant des pays émergents, soit 70 milliards de dollars en participations et 30 milliards en titres de créance (FMI, avril 2020). Comprendre quels types de capitaux ont été les plus touchés lors des précédentes crises des pays émergents et savoir comment se compose l'encours de la dette extérieure desdits pays au début de la pandémie permettront de mieux analyser les facteurs de vulnérabilité qui menacent encore les pays émergents en cas de futures sorties de capitaux dans un monde en mutation.

Monnaies et secteurs

Quelle était donc la composition par monnaie et par secteur de la dette des pays émergents à la fin de l'année 2019, juste avant la pandémie ? Si les titres de créance en portefeuille, composés des emprunts obligataires des administrations publiques et des entreprises des pays émergents, constituent une part considérable de leur dette extérieure, les prêts bancaires transfrontaliers sont tout aussi importants. Pourtant, ces prêts ne sont pas inclus dans les flux d'investissements de portefeuille. Dans les pays émergents, une part disproportionnée des engagements extérieurs (65 %) est constituée de titres de créance (obligations) et d'autres dettes d'investissement (emprunts), en quantités à peu près égales. Les

investissements de portefeuille sous forme de participations et les investissements directs étrangers composent les 35 % restants. Les emprunts souverains représentent plus de 60 % des investissements de portefeuille en titres de créance, tandis que les prêts bancaires et les prêts aux entreprises, ensemble, représentent 80 % des autres dettes d'investissement (Avdjiev *et al.*, 2020). Si les dettes souveraines peuvent prendre la forme d'emprunts extérieurs, notamment des obligations libellées en monnaie nationale, la plupart des obligations et emprunts transfrontaliers des banques et des sociétés sont, quant à eux, en dollars américains.

Il importe de savoir quel secteur débiteur et quelle classe d'actifs ont perdu le plus de capitaux étrangers lors des précédentes crises des pays émergents, telles la crise financière mondiale de 2008 et l'accès de volatilité de 2013 (« taper tantrum »), lors duquel on a assisté à une hausse spectaculaire du rendement des bons du Trésor américain, résultant de spéculations selon lesquelles la Réserve fédérale allait ralentir le rythme de ses achats d'actifs financiers destinés à stimuler l'économie. Pendant ces épisodes, les plus fortes sorties de capitaux en provenance des pays émergents étaient les prêts bancaires transfrontaliers, suivis des obligations et emprunts transfrontaliers des sociétés, comme l'illustre le graphique 2.

Les épisodes de 2008 et 2013 montrent que les sorties de capitaux en provenance des pays émergents observées au début de la pandémie, de mars à mai 2020, auraient en fait pu être pires. Pendant la crise financière et le « taper tantrum », le montant des flux sortants portant surtout sur la dette totale du secteur privé, par opposition à la seule dette de portefeuille, était naturellement beaucoup plus élevé que les 30 milliards de dollars de flux sortants d'investissements de portefeuille enregistrés au début de

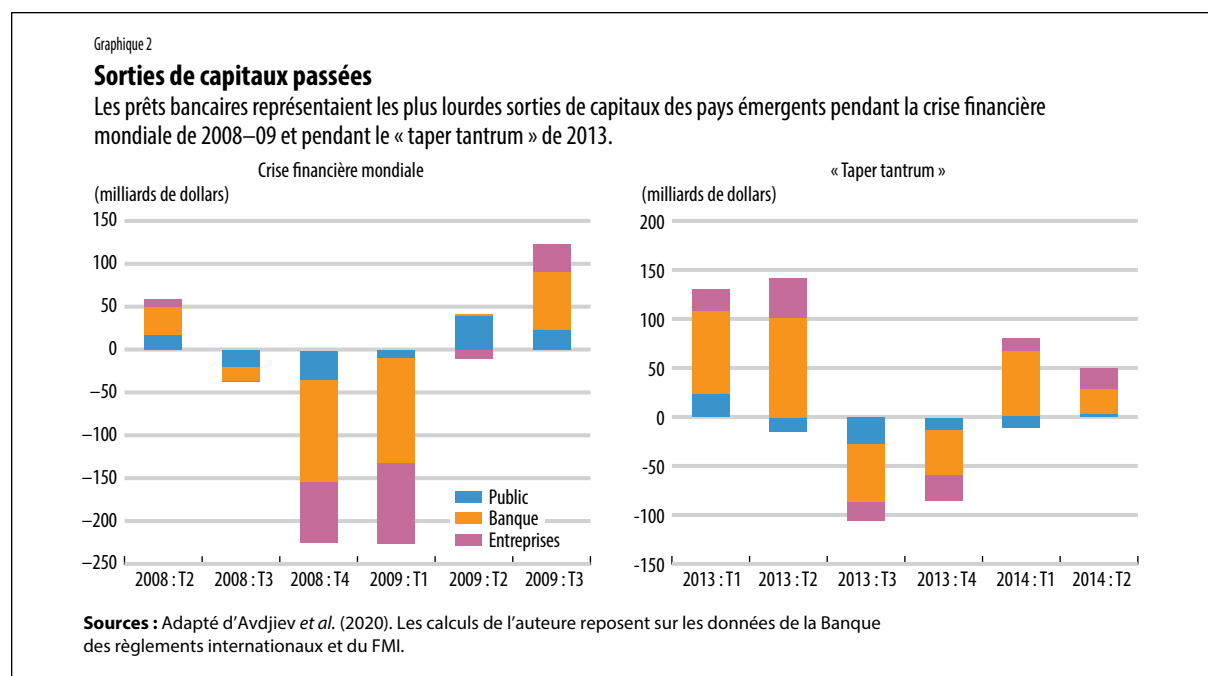
la pandémie. Quant au retrait des 70 milliards de dollars d'investissements sous forme de participations, il n'avait rien de surprenant puisqu'il s'agit de la classe d'actifs émergents la plus risquée et que la COVID-19 est le plus gros choc enregistré depuis la crise financière mondiale, en termes de retrait des investisseurs face au risque.

Les flux liés à la dette bancaire et la dette des entreprises des pays émergents n'ont pas évolué en 2020, contrairement à ce qui s'était passé lors de la crise financière mondiale et du « taper tantrum », et ce, grâce aux mesures rapides, claires et sans précédent prises par la Réserve fédérale. La politique monétaire américaine est le principal déterminant des flux du secteur privé des pays émergents, car ceux-ci sont libellés en dollars, empruntés auprès de créanciers privés et sensibles à la propension au risque des investisseurs mondiaux.

Politique budgétaire

Assisterons-nous à un autre événement de type « taper tantrum », avec des capitaux qui fuient les pays émergents lorsque l'économie américaine se redressera et que le taux directeur repartira donc à la hausse ? La réponse dépend du risque propre à chaque pays, qui n'est pas seulement fonction des facteurs de vulnérabilité classiques, tels que la dette extérieure élevée, l'endettement considérable du secteur privé en monnaies étrangères et l'inflation, mais aussi de la riposte des pays émergents à la COVID-19. Jusqu'à présent, ces derniers ont, à l'instar des pays avancés, opté pour une combinaison de mesures budgétaires et monétaires. Comme l'a souligné l'expérience passée des pays émergents, la politique budgétaire joue un rôle bien précis dans la relation entre dette extérieure, dette intérieure et inflation.

Les gouvernements des pays émergents doivent combattre la pandémie sur le plan intérieur, et le secteur privé



À l'heure où les pays émergents ont besoin de tout l'appui possible, ils doivent trouver des financements tant intérieurs qu'extérieurs.

doit refinancer la dette extérieure en devises. Ces gouvernements doivent donc lever des fonds tant intérieurs qu'extérieurs, aux fins non seulement d'alimenter la lutte contre la pandémie, mais aussi de parer à d'éventuelles défaillances du secteur privé conduisant à des renflouements assumés par l'État. Or, ils disposent d'un espace budgétaire limité. Il existait entre les pays avancés et les pays émergents de grandes différences en ce qui concerne la portée de leurs mesures budgétaires au début de la pandémie. Début 2021, ces différences se sont exacerbées ; les pays émergents ont mis en place un plan de relance budgétaire correspondant en moyenne à seulement 6 % de leur PIB, contre 20 % du PIB environ dans les pays avancés (FMI, 2021).

Un examen approfondi des chiffres américains peut mettre en perspective l'ampleur de ce choc par rapport à la crise financière mondiale. À ce stade de la pandémie, l'aide américaine apportée et promise s'élève à 7,25 mille milliards de dollars, soit 34 % du PIB américain de 2019. Par comparaison, l'aide américaine accordée à la suite de la crise financière de 2007–09, qui se montait à 830 milliards de dollars, ne représentait que 6 % du PIB de 2007. Le soutien budgétaire requis pour faire face à un choc comme celui de la COVID-19 est extraordinairement supérieur.

Ne disposant pas des ressources nécessaires à la mise en place de mesures budgétaires de grande ampleur, de nombreux pays émergents ont ajouté des mesures monétaires à l'équation. Tout comme les pays avancés, ils se sont tournés vers les achats d'actifs, les programmes dits d'assouplissement quantitatif. Les universitaires et les décideurs ont immédiatement mis en garde contre la monétisation de la dette, c'est-à-dire créer de la monnaie pour acheter la dette publique. Ils craignent que cette solution dope l'inflation dans les pays émergents, annulant les gains acquis de haute lutte au cours des deux dernières décennies grâce à l'adoption de régimes de ciblage de l'inflation.

Le lien entre inflation et politique budgétaire a toujours été un problème pour les pays émergents. Nombre d'entre eux ont appris à leurs dépens que la discipline budgétaire est la clef d'un ciblage réussi de l'inflation. Toute banque centrale d'un pays émergent vous dira que la rigueur budgétaire est essentielle pour maîtriser l'inflation. L'idée selon laquelle le soutien budgétaire et l'indépendance de la banque centrale sont les éléments clés de la maîtrise de l'inflation a d'abord fait son apparition dans les pays avancés, après les périodes de forte inflation des années 70. Pour les pays émergents, tout comme pour les pays avancés, l'indépendance de la banque centrale et la

discipline budgétaire peuvent éviter que les programmes d'assouplissement quantitatif n'aient des effets inflationnistes. La crédibilité des politiques forme l'épine dorsale d'un programme d'assouplissement quantitatif réussi.

Quinze pays émergents ont lancé ce type de programmes en suivant le raisonnement selon lequel, sans eux, le déficit budgétaire se creuserait et le marché serait ainsi inondé d'obligations d'État, entraînant la hausse des taux d'intérêt. En achetant ces obligations, les banques centrales des pays émergents espéraient empêcher ce résultat (BRI, 2020 ; FMI, 2020). Jusqu'à présent, la plupart de ces programmes, bien que modestes, ont été couronnés de succès, à quelques exceptions près, lorsque les banques centrales n'avaient pas la crédibilité requise pour convaincre les marchés qu'elles ne financeraient pas l'État indéfiniment. Le coût des swaps sur défaillance (essentiellement une assurance contre le défaut de paiement) est un bon baromètre des coûts de financement extérieur, et reflète dans une certaine mesure ce manque de confiance. Les marges des swaps ont augmenté sur certains marchés émergents, mais pas sur d'autres, ce qui indique l'hétérogénéité de la crédibilité dont bénéficient les combinaisons de mesures monétaires et budgétaires.

À l'heure où les pays émergents ont besoin de tout l'appui possible, ils doivent trouver des financements tant intérieurs qu'extérieurs. L'augmentation du coût des financements extérieurs peut avoir des conséquences désastreuses à un moment pareil, surtout si la Réserve fédérale américaine se met à relever ses taux, inversant ainsi la tendance accommodante dont les pays émergents ont bénéficié jusqu'à présent. Les pays émergents devraient donc doser les mesures monétaires et budgétaires avec soin, communiquer ces mesures en toute transparence et surveiller étroitement leurs effets sur le coût de leurs emprunts extérieurs. **FD**

ŞEBNEM KALEMLI-ÖZCAN est professeure d'économie à l'Université du Maryland, College Park.

Bibliographie :

Avdjiev, Stefan, Bryan Hardy, Şebnem Kalemlı-Özcan, and Luis Servén. 2020. "Gross Capital Flows by Banks, Corporates and Sovereigns." NBER Working Paper 23116, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.

Bank for International Settlements (BIS). 2020. *BIS Bulletin*, June.

Çakmaklı, Cem, Selva Demiralp, Şebnem Kalemlı-Özcan, Sevcan Yesiltas, and Muhammed A. Yıldırım. 2020. "COVID-19 and Emerging Markets: A SIR Model, Demand Shocks and Capital Flows." NBER Working Paper 27191, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.

International Monetary Fund (IMF). 2020. *Global Financial Stability Report*, Washington, DC, April and October.

———. 2021. *World Economic Outlook*. Washington, DC, April.

Kalemlı-Özcan, Şebnem. 2019. "The U.S. Monetary Policy and International Risk Spillovers." Jackson Hole Symposium Proceedings, September.