



PAYS ÉMERGENTS : LE FINANCEMENT INDISPENSABLE

NICOLAS MEUNIER*

LUIS MIOTTI**

CARLOS QUENAN***

La période récente a vu se multiplier les crises financières majeures au sein des pays dits émergents : Mexique, République tchèque, Thaïlande, Corée, Indonésie, Russie, Brésil. Cette succession est venue rappeler que les pays en voie de développement (PVD) ont besoin des capitaux étrangers pour compenser leur inévitable insuffisance d'épargne. Face à ce déséquilibre épargne / investissement (déficit du compte courant), l'existence de mécanismes de financement et de liquidités suffisantes, à l'échelle mondiale, est une condition nécessaire au rattrapage.

MANQUE D'ÉPARGNE DES PVD : LE CONSTAT

Le revenu dégagé par l'ensemble des agents d'une économie peut être soit consommé soit épargné. La partie épargnée permet de financer l'investissement domestique. Lorsque se dégage un surplus d'épargne par rapport à l'investissement, l'économie devient exportatrice de capitaux et finance l'investissement dans le reste du monde. Mais, pour les pays en voie de développement, l'insuffisance d'épargne est une donnée à la fois structurelle et caractéristique.

Sur une longue période, en agréant l'ensemble des pays en voie de développement, le taux d'investissement (rapporté au PIB) est, en effet, invariablement supérieur au taux d'épargne (graphique n°1).

Il s'agit là d'une caractéristique des pays en voie de développement par rapport aux pays industrialisés. Les pays les plus développés peuvent, certes, connaître des périodes durant lesquelles l'épargne s'avère insuffisante. Au milieu des années 1970 en particulier, le choc pétrolier s'est traduit par un fort ralentissement de la croissance, alors que la décélération de la consommation a été plus faible : le taux d'épargne a subitement baissé, se retrouvant, pendant quelques années, inférieur à l'investissement.

Or, pendant la même période, l'investissement des pays en voie de développement a augmenté, grâce à l'abondance de liquidités internationales. Cela a permis aux pays en voie de développement de connaître une croissance plus forte, leur offrant une des rares périodes de rattrapage.

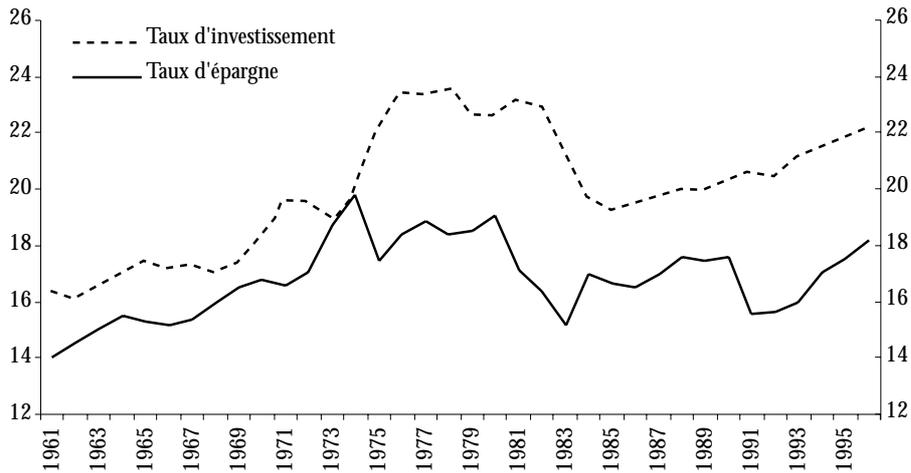
En résultat pourtant, ce regain de l'investissement s'est traduit par une insuffisance accrue de l'épargne dans les pays du Sud. Au total, l'écart entre épargne et investissement a toujours été en faveur des pays industrialisés (graphique n°2).

* Economiste à la Caisse des dépôts.

** Economiste à la Caisse des dépôts, Maître de conférences Université Paris XIII.

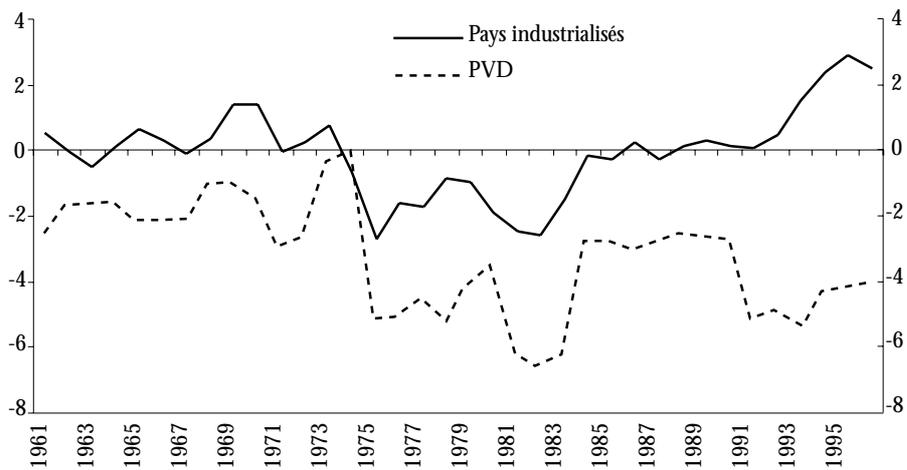
*** Economiste à la Caisse des dépôts, Maître de conférence Université Paris III.

Graphique n° 1
Taux d'épargne et taux d'investissement
de l'ensemble des pays en voie de développement
(en % du PIB, moyenne pour 87 pays)



Source : Banque mondiale

Graphique n°2
Ecart épargne / investissement
PVD (87 pays) et pays industrialisés (23 pays)
en % du PIB

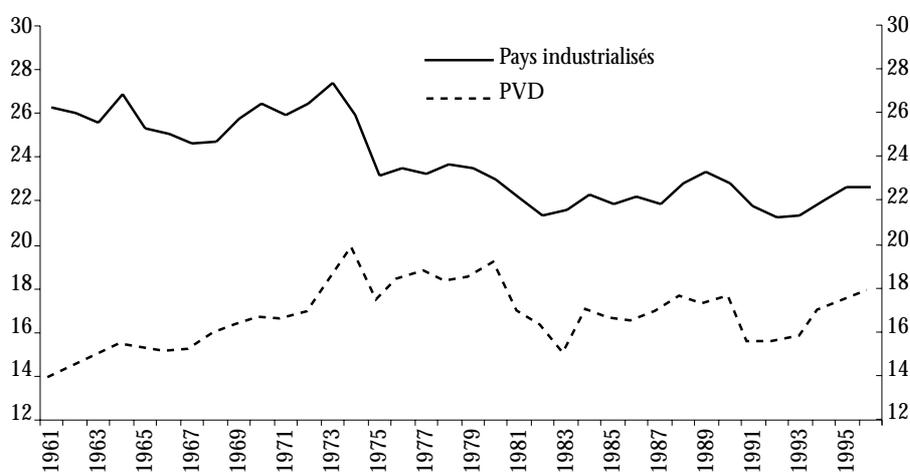


Source : Banque mondiale

Avant tout, cela s'explique par une faiblesse de l'épargne domestique dans les pays en voie de développement : l'épargne rapportée au revenu national y est en moyenne plus faible que dans les pays industrialisés (graphique n°3).

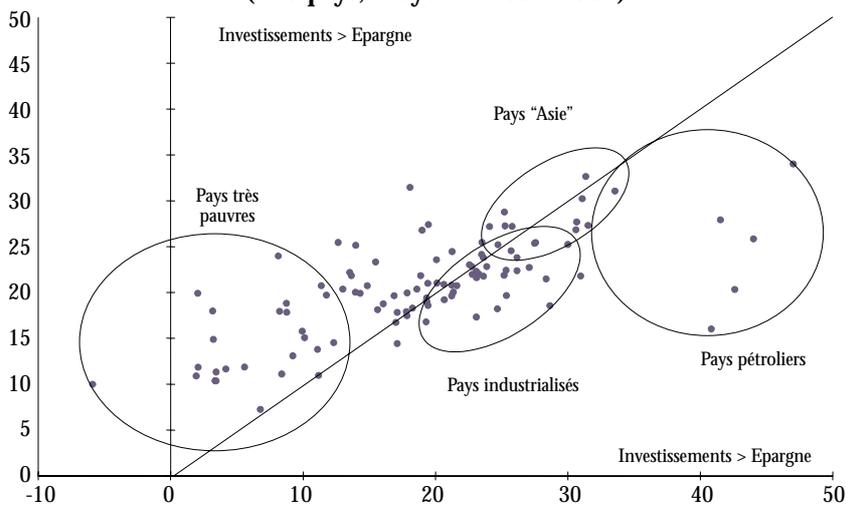
Cette vision d'ensemble ne doit pas faire oublier que différentes configurations cohabitent : pays industrialisés mis à part, de rares pays en développement présentent sur une longue période un excédent d'épargne (graphique n°4).

Graphique n°3
Taux d'épargne comparé des PVD et des pays industrialisés



Source : Banque mondiale

Graphique n°4
Epargne et investissement
(110 pays, moyenne 1962-1997)



Source : Banque mondiale

Les pays pétroliers sont principalement dans cette dynamique : les revenus dégagés, grâce à la rente, sont suffisants pour permettre un taux d'épargne très élevé (malgré la forte consommation), et sans commune mesure avec les opportunités d'investissement. Les pays de ce type sont presque les seuls à afficher un solde épargne / investissement positif.

Parmi les autres pays, deux modèles extrêmes se dégagent : les pays avec une forte épargne et ceux avec une très faible épargne. Le modèle dit « asiatique » se caractérise par un taux d'épargne largement supérieur à celui des pays industrialisés. Mais, en même temps, l'investissement lui aussi y est élevé : on a même parlé de « surinvestissement » pendant une bonne partie des années 1990. Ainsi, malgré cette épargne importante, tous les pays d'Asie (la Chine mise à part) sont également en déficit du compte courant. De l'autre côté de l'échelle, les pays les plus pauvres, pour la plupart situés en Afrique Subsaharienne, ont un revenu tellement insuffisant que certains vont même jusqu'à consommer du capital (taux d'épargne négatif). Ce phénomène de « piège de pauvreté », auto-entretenu, se traduit par un investissement très faible, mais encore supérieur aux capacités d'épargne. Les autres pays (l'Amérique Latine hors pays pétroliers et la plupart des pays de l'Est) sont généralement déficitaires, avec des niveaux intermédiaires d'épargne et d'investissement.

DES EXPLICATIONS AU DÉSÉQUILIBRE ÉPARGNE / INVESTISSEMENT

La faiblesse quasi systématique de l'épargne, dans les pays en développement, peut être expliquée à partir de différents angles d'attaque :

- les inégalités en matière de répartition de revenus et l'importance de la pauvreté : le

nombre de ménages disposant d'une capacité d'épargne est faible, et les gains de revenus obtenus pendant les phases de croissance se traduisent principalement par une hausse de la consommation. Les ménages les plus riches, dans un tel environnement, ont en outre tendance à reproduire le mode de consommation des pays développés, ce qui réduit leur propension à épargner. Cette approche cherche à rendre compte du cas des pays d'Amérique Latine (pour les inégalités) et de ceux d'Afrique Subsaharienne (pour la pauvreté). Elle s'oppose à certaines théories anciennes (Kuznets) qui considéraient qu'un accroissement transitoire des inégalités était indispensable pour la constitution d'une épargne et l'essor de l'investissement ;

- la faiblesse des marchés financiers domestiques : dans une économie disposant déjà d'un niveau de revenu suffisant, le développement de la sphère financière peut permettre non seulement une meilleure allocation de l'épargne existante, mais aussi son développement ;

- le taux d'épargne baisse dans les phases de rattrapage rapide de niveau de vie. Par exemple, l'ouverture brutale des frontières aux biens importés peut se traduire par une modification forte du style de vie et une brusque augmentation de la consommation : le phénomène a été particulièrement marqué dans les pays de l'Est au cours de la dernière décennie ;

- la désépargne publique : dans certains pays (Brésil, Turquie...), le solde budgétaire est fortement déficitaire. Le secteur public pèse alors négativement sur le taux d'épargne domestique (de l'ensemble du pays), et ce, indépendamment des considérations sur l'impact d'un déficit des finances publiques sur le niveau de l'épargne privée.

De l'autre côté, le besoin d'investissement est fort dans les pays en voie de développement.

Le taux d'investissement nécessaire à la



constitution d'un capital est plus important que celui lié à son entretien. En outre, l'investissement doit être d'autant plus dynamique que la mondialisation des produits facilite les échanges. Le niveau d'investissement requis augmente ainsi avec la qualité exigée pour les productions locales, nécessitant des investissements toujours plus importants, tant en capital productif qu'en infrastructures à remettre à niveau.

Plus généralement, un niveau d'investissement élevé est une condition nécessaire au rattrapage inhérent au processus de développement. Un pays qui cherche à se développer a, par définition, besoin d'une croissance supérieure à la croissance mondiale. Or, les exportations d'un pays sont fonction de la demande mondiale, tandis que ses importations sont fonction de sa propre demande intérieure. Dans les pays les moins développés, les exportations sont naturellement peu diversifiées, et, en général, concentrées dans des produits à moindre valeur ajoutée (matières premières, assemblage...). En revanche, les importations recouvrent tous les domaines d'achat possibles, des biens d'investissement parfois de pointe aux biens de consommation les plus divers. Il en ressort que les exportations sont nettement moins sensibles que les importations aux variations de la demande qui les génère (on dit que l'élasticité des exportations à la demande mondiale est moins élevée que l'élasticité des importations à la demande nationale).

Cela signifie que si la demande mondiale et la demande nationale augmentent conjointement, les exportations du pays augmenteront moins vite que ses importations. Autrement dit, même en partant d'un solde commercial équilibré, un pays en développement aura tendance à glisser vers un déficit commercial, et ce d'autant plus vite que sa demande intérieure augmente plus que la demande mondiale.

Or, les soldes extérieurs d'un pays reflètent, comptablement, l'écart entre épargne nationale et investissement dans

l'économie : un excès d'investissement sur l'épargne entraîne un solde courant négatif, qui peut être financé de façon passagère par une baisse des réserves en devises, mais doit à terme être compensé par des entrées de capitaux, sous forme d'investissements étrangers ou de prêts.

LE RECOURS AUX CAPITAUX ÉTRANGERS

Lorsqu'un pays investit plus qu'il n'épargne, il lui faut trouver ailleurs les capitaux nécessaires. Autrement dit, l'écart se traduit inévitablement par un appel aux investisseurs non-résidents, qu'ils soient publics (gouvernements des pays industrialisés, institutions multilatérales) ou privés (entreprises industrielles, institutions financières). Les flux entrant dans les pays émergents ont représenté jusqu'à 360 milliards de dollars en 1997, avant de se contracter avec la crise asiatique.

Les capitaux étrangers venant financer une économie nationale sont traditionnellement répartis en deux catégories principales :

- les flux créateurs d'endettement (emprunts auprès de créanciers publics ou privés, émissions de titres de créances) ;
- les flux non créateurs de dette : investissements directs étrangers (IDE) ou achat par les non résidents d'actions d'entreprises locales.

Dans un monde théorique, cette distinction n'a pas lieu d'être. La productivité marginale du capital est égal au taux d'intérêt réel international, et pour le pays récepteur, le coût des intérêts (dette) ou des profits rapatriés (IDE) s'égalise à très long terme. Mais à plus court terme, et dans un monde où les « failles » de marché sont importantes (aléa de moralité, comportements moutonniers, asymétrie d'information,...), chaque type de financement a ses avantages et ses inconvénients.

Il est également important de souligner qu'il existe des « grandes périodes » pour les différents types de financement. Certes, un pays peut souhaiter favoriser tel ou tel type de capitaux (en assouplissant les contrôles à l'entrée par exemple). Pourtant, depuis la Deuxième guerre mondiale, le financement des pays en développement a connu cinq phases distinctes.

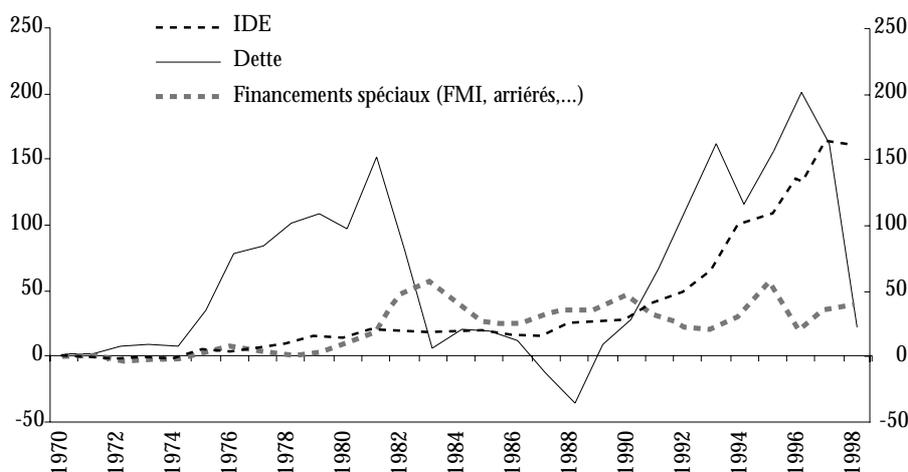
Dans les années 1950 et 1960, l'aide publique a été la principale ressource de financement pour les pays en manque d'épargne. Au cours des années 1970, les prêts bancaires privés ont pris le relais, principalement en direction de l'Amérique Latine, où ils ont culminé à 52 milliards de dollars en 1981. Après la crise de la dette de 1982, les flux d'endettement ont fortement diminué, jusqu'à devenir négatifs. Les IDE stagnent à leur niveau de 1981, les pays en développement ne sont, pendant une décennie, financés que par des moyens traditionnellement exceptionnels (apports du FMI, arriérés de paiement...).

A compter du début des années 1990, les investissements directs étrangers ont accéléré brutalement, bientôt suivis par les investissements en actions : la phase de privatisation massive des entreprises des pays émergents avait commencé. Le dynamisme de ces investissements se poursuit, mais les pays émergents ont, à partir du milieu de la décennie, recouru de plus en plus à l'endettement obligataire, jusqu'à ce que les crises récentes ne viennent remettre en question cette forme de financement (graphique n°5).

En 1998 et 1999, les mouvements de capitaux ont marqué une pause. Plus exactement, les flux bancaires se sont tariés, les remboursements dépassant les nouveaux crédits. Les flux obligataires nets ont chuté, n'atteignant que 25 milliards de dollars en 1999 (graphique n°6).

Les investissements directs étrangers, qui avaient baissé de 5 % en 1998, sont repartis à la hausse : 1999 a été une année record en la matière, avec plus de 200 milliards de flux nets totaux (en hausse de 40 %), prin-

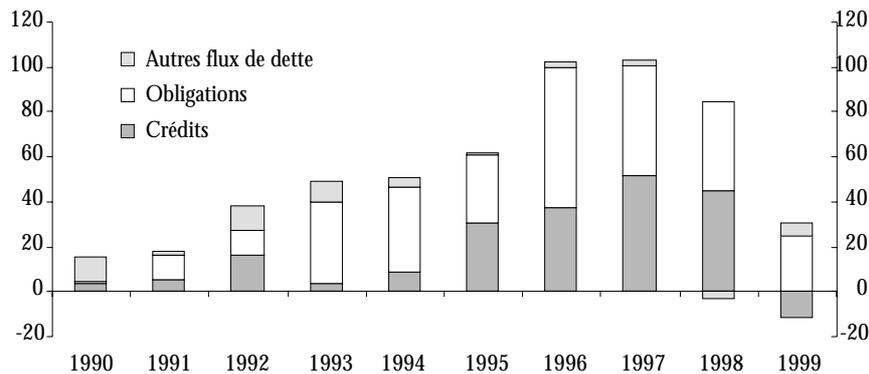
Graphique n°5
Flux d'investissements directs étrangers (IDE)
et de dette à destination des PVD
(en milliards de dollars constant de 1998)



Source : FMI



Graphique n°6
Flux de dette nets à destination des PVD
(en milliards de dollars)



Source : Banque mondiale

cipalement à destination de l'Asie et de l'Amérique Latine. Les pays émergents ont en effet continué, voire accéléré, les privatisations, ce qui a permis de compenser le recul des flux de dette. Les dévaluations des années 1997-1999 ont rendu plus attirantes les prises de participation dans des pays dans lesquels l'anticipation de croissance reste forte à moyen terme : le Brésil, par exemple, a reçu plus de 30 milliards de dollars en investissements directs étrangers, ce qui a plus que financé son déficit courant. Plus généralement, les entreprises des pays en voie de développement ont participé davantage au processus de fusions-acquisitions qui se déroule dans les pays développés.

L'année 2000 marque le retour des flux de dette, les émissions obligataires en particulier ayant retrouvé leur niveau de 1998. La situation a pourtant changé : après plusieurs années de hausse, les marchés financiers mondiaux sont entrés dans une période de volatilité accrue. Cela peut contrarier la stratégie de financement de certains pays émergents, qui risquent à tout moment d'être victimes du phénomène de *flight to quality*, les investisseurs se réfu-

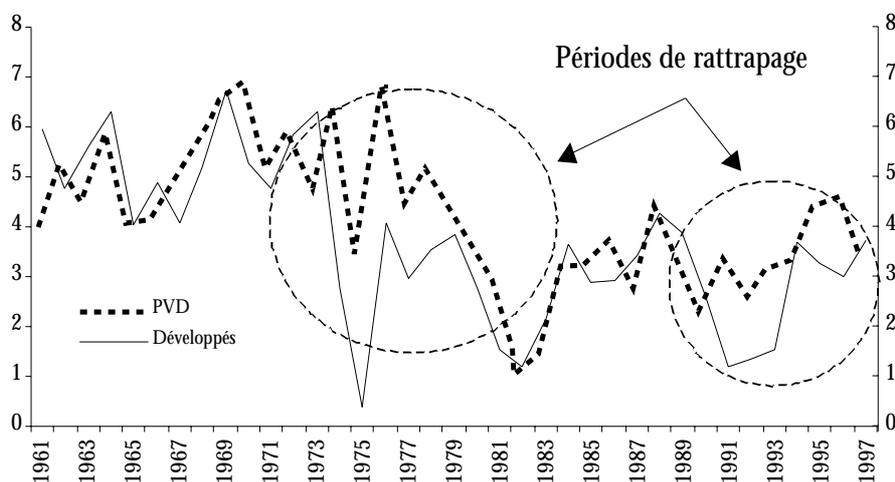
giant, en cas d'alerte, sur des actifs financiers jugés plus solides (Bourses occidentales, titres d'Etat de pays développés).

LE PROBLÈME DE LA SOUTENABILITÉ DES DÉFICITS

Quel que soit le type de financement, les pays émergents ne peuvent se permettre un déficit récurrent trop élevé. Historiquement, l'écart entre épargne et investissement ne dépasse qu'exceptionnellement 5 % du PIB d'un pays. Lorsqu'un déficit plus important perdure, le pays peut être confronté à des difficultés de financement.

Dans le cas d'un financement par endettement, la persistance de déficit dégrade les ratios de dette. Les prêteurs, peu à peu, craignent la montée d'un risque d'insolvabilité du pays : ils exigent, par conséquent, un rendement plus important. Dès lors, le pays emprunteur paye de plus en plus cher sa nouvelle dette. Dans une mauvaise configuration (incapacité du pays à réduire le déficit d'épargne), cette

Graphique n°7
Taux de croissance du PIB en %



Source : Banque mondiale

dette, de plus en plus chère, vient encore augmenter les besoins de capitaux : c'est ainsi que l'Argentine, par exemple, est aujourd'hui fragilisée.

Si le pays se finance plutôt par investissements étrangers, la menace, moins directe, existe quand même. L'accroissement des paiements nets de dividendes et l'importation de matériels depuis la maison-mère (dans le cas d'investissements directs étrangers) dégradent le solde courant. En outre, dans un contexte de croissance, l'entrée de capitaux contribue à l'appréciation du taux de change réel en soutenant la devise locale et en entretenant l'inflation. Pour éviter l'entrée en surchauffe, les autorités ont alors tendance à mettre en place une politique monétaire stricte. Mais, sauf à introduire des restrictions aux mouvements de capitaux, ces taux d'intérêts élevés se traduisent par des flux entrants, attirés par les rendements offerts, et par un endettement des entreprises locales auprès de créanciers étrangers. A moins que le secteur exportateur ne souffre pas de cette appréciation du change, le pays voit son solde courant et ses ratios d'endettement se dégrader.

La Pologne, après une phase où les investissements directs étrangers ont financé le déficit courant, est confrontée à cette situation : la demande intérieure est longtemps restée très dynamique, principalement tirée par l'investissement. Plutôt qu'une montée des taux d'intérêt, qui freine sans distinguer consommation et formation de capital fixe, une dépréciation réelle de la monnaie permettrait de faire remonter le taux d'épargne sans risquer de briser l'élan actuel d'investissement dont le pays a besoin dans la perspective de son intégration à l'Union européenne.

Les pays en voie de développement sont donc contraints de trouver à l'étranger le complément à leur épargne insuffisante. Les rares périodes où leur taux de croissance a dépassé significativement celui des pays industrialisés correspond aux moments d'afflux massifs de capitaux non-résidents en provenance des pays industrialisés (graphique n° 7) : flux bancaires (après le premier choc pétrolier, 1974-1981) puis investissements directs étrangers (liés notamment aux privatisations) et



développement du marché obligataire (1991-1997).

Mais ces périodes ont débouché sur des crises, résolvant brutalement la contradiction initiale entre impossibilité à présenter des déficits courants durables trop importants d'une part, et insuffisance structurelle de l'épargne d'autre part. La mondialisation financière permet, certes, un accès de plus en plus facile aux financements internationaux : la persistance de déficits dans les pays en voie de développement est facilitée par le même mouvement qui les

contraint à en avoir. Ainsi, certains PVD, les pays émergents, ont pu parfois, grâce aux marchés obligataires, repousser les échéances. Mais les crises successives de ces dernières années ont prouvé que la nécessité de surveiller les déficits n'était pas remise en cause.

Le développement suppose pourtant que les pays se permettent ces déficits. Leur financement, même si la forme institutionnelle optimale reste à trouver, est toujours une condition indispensable pour le rattrapage.

BIBLIOGRAPHIE

- ARTUS P., *Qu'apporte le financement de la croissance par les investissements directs*, *Flash* 1999-105, Caisse des dépôts, 1999.
- FONTAGNE L. et PAJOT M., *How foreign direct investment affects international trade and competitiveness : an empirical assessment*, Documents de travail N° 97-17, CEPII, 1997.
- NASON JAMES M. and ROGERS JOHN H., *Investment and the Current Account in the Short Run and the Long Run*, International Finance Discussion Paper 647, Board of the Governors of the Federal Reserve, 1999.
- OMAN C. et WIGNARAJA G., *L'évolution de la pensée économique sur le développement depuis 1945*, OCDE, 1991.
- VAMVAKIDIS A et WACZIARG R., *Developing countries and the Feldstein-Horioka puzzle*, IMF Working paper 98/2, 1998.

