




Gérer les flux

Une coopération à l'échelle mondiale est nécessaire pour profiter des avantages des flux de capitaux internationaux, sans en subir les inconvénients

Raghuram Rajan

Les flux transfrontaliers de capitaux ne sont ni une bénédiction absolue ni une malédiction assurée. Utilisés judicieusement, ils peuvent être d'un grand intérêt pour les pays destinataires, en remédiant au manque de capital-risque à long terme et en réduisant les écarts en termes de gouvernance d'entreprise. Ils présentent aussi des avantages pour les pays émetteurs, en offrant des débouchés de placement à l'épargne constituée par les populations vieillissantes.

Certes, ces flux peuvent aussi être problématiques. Ils peuvent arriver au mauvais moment et alimenter un emballement déjà excessif de l'investissement par une amplification du crédit et entretenir les bulles liées aux prix des actifs. Ils peuvent ne pas se présenter sous la forme voulue (créances à court terme sur des entreprises ou sur l'État avec des risques de sortie quasiment sans préavis). Et ils peuvent refluer au mauvais moment, non pas une fois que les projets entrepris dans les pays destinataires



sont terminés, mais quand des taux d'intérêt plus intéressants les attirent à nouveau vers les pays émetteurs. Comme la dynamite, les flux de capitaux internationaux sont bénéfiques ou pas selon l'usage que l'on en fait. Malheureusement, il n'existe pas de moyens évidents de discipliner les afflux. De toute façon, les institutions des pays destinataires sont rarement à la hauteur de l'enjeu : même les dirigeants les plus raisonnables ont du mal à refuser l'argent facile.

Les pays destinataires des flux ne sont évidemment pas les seuls acteurs concernés. L'orientation de la politique monétaire dans les pays avancés constitue un facteur particulièrement important, puisqu'il influe sur le va-et-vient des flux d'investissement. Une politique monétaire accommodante se transmet aux pays destinataires par le biais des flux de capitaux, l'appréciation de la monnaie, le recours accru au crédit et une hausse des prix des actifs financiers et réels. Tous ces mouvements s'inversent en cas de resserrement de la politique, à une différence essentielle près : l'accumulation de la dette des entreprises et de l'État dans les pays destinataires pendant la phase accommodante entraîne une fragilité financière pendant la phase de resserrement.

Comment les pays émergents peuvent-ils atténuer les risques liés aux mouvements de capitaux massifs et soutenus ? Les banques centrales des pays européens doivent-elles être tenues responsables des incidences de leur politique monétaire à l'étranger et que peuvent-elles tenter pour les limiter ? Les institutions financières internationales comme le FMI ont-elles un rôle à jouer ?

Envolée du crédit intérieur

Pour répondre à ces questions, nous devons comprendre ce qui arrive quand un pays émergent fait face à un afflux prolongé de capitaux étrangers. Afin d'établir un parallèle intéressant, prenons le cas d'une entreprise dans un contexte de boum du crédit intérieur : des anticipations prolongées de liquidités abondantes (puisque les acquéreurs potentiels des actifs sont riches et capables de payer au prix fort les actifs d'entreprise) peuvent inciter les entreprises à s'endetter davantage ; pour l'emprunteur, la voie de l'endettement est toujours un mode de financement apprécié, qui permet de faire fonctionner l'entreprise en engageant moins de fonds propres. Pour le prêteur, la forte liquidité escomptée facilite le recouvrement des sommes dues puisqu'il peut, si l'emprunteur fait défaut, saisir les actifs de l'entreprise pour les revendre à un bon prix. Mais quand un puissant effet de levier se conjugue avec l'anticipation de liquidités abondantes, les dirigeants d'entreprise sont moins enclins à mettre en place des structures visant à empêcher des comportements inappropriés de leur part. En effet, si les financements doivent abonder, à

quoi bon se doter de structures coûteuses et contraignantes (bonnes pratiques comptables, vérificateur irrécusable, etc.) qui ne feront qu'encore accroître les financements disponibles ?

Faisons une analogie avec la forte expansion du marché du logement pour mieux comprendre la dynamique à l'œuvre. Si un créancier hypothécaire sait qu'une maison est facile à saisir et revendre avec une plus-value parce que les maisons partent comme des petits pains à des prix élevés, à quoi lui sert-il de prendre plus de garanties en s'assurant que le demandeur d'hypothèque a un travail ou un revenu ? Ceux qui prêtent font l'impasse sur les sûretés et le devoir de vigilance quand les anticipations de liquidités sont importantes. Et c'est ainsi que les tristement célèbres prêts NINJA ont été accordés à des emprunteurs n'ayant ni revenu, ni emploi, ni patrimoine pendant la bulle immobilière aux États-Unis.

Tarissement soudain

La détérioration de la gouvernance n'est pas un problème quand les épisodes de liquidités abondantes se prolongent, mais elle le devient quand les liquidités se tarissent, car les entreprises n'ont alors plus beaucoup de possibilités de recourir à l'emprunt. Autrement dit, les anticipations de liquidités contribuent à ce que les entreprises deviennent dépendantes des flux de liquidités futurs pour refinancer leur dette. Or un tarissement soudain peut se produire même quand les perspectives économiques des entreprises sont encore bonnes.

Le modèle de comportement des entreprises que je décris ici est exposé plus en détail dans un article que j'avais écrit avec deux collègues, Douglas Diamond et Yunzhi Hu. À présent, modifions un peu notre point de vue pour adopter celui d'une entreprise de pays émergent et ajoutons trois postulats fondés sur les innombrables éléments probants : premièrement, dans le pays émergent, l'encours des prêts consentis par les pays sources aux entreprises locales est considérable, de même que les emprunts libellés en devises de ces pays, c'est-à-dire principalement en dollars des États-Unis, même si notre point de vue est plus général. (Gopinath et Stein (2018) expliquent les raisons poussant les entreprises locales à contracter des dettes en devises et de très nombreuses études empiriques ont été consacrées au phénomène.)

Deuxièmement, l'assouplissement de la politique monétaire dans le pays d'origine incite les flux de capitaux en quête de meilleurs rendements à se tourner vers des environnements plus rémunérateurs comme les pays émergents. Ces entrées font augmenter la valeur de la monnaie du pays émergent en dollars. Comme un certain nombre d'entreprises de pays émergents ont déjà emprunté dans cette devise, leur valeur nette, et donc

leur liquidité, devrait augmenter puisque la quantité de monnaie nationale nécessaire au remboursement des emprunts à l'étranger diminue. Dans la mesure où la politique monétaire des pays émetteurs réagit très fortement à l'atonie de la croissance intérieure, mais est très lente à se normaliser (surtout en période de faible inflation), les flux de capitaux vers les pays émergents pourraient être considérables. S'attendant à ce que le futur pouvoir d'achat des entreprises locales ayant emprunté en dollars augmente avec l'appréciation de la monnaie, les prêteurs voudront nettement augmenter leur offre de crédit à d'autres entreprises locales, ce qui débouche sur des montants d'emprunt initiaux plus élevés et une hausse des prix des actifs.

À un moment donné, la politique monétaire des pays sources se normalise ; c'est le troisième facteur. Le resserrement opéré entraîne alors une dépréciation de la monnaie du pays émergent, des remboursements plus importants au titre des emprunts à l'étranger en monnaie locale et donc une moindre liquidité des entreprises. En outre, l'effet de levier est bien plus puissant au début du resserrement, car les prêteurs ont anticipé une forte probabilité de liquidité durable. Le remboursement de la dette et la capacité à la refinancer chutent, non seulement parce que la liquidité diminue, mais aussi parce que la gouvernance d'entreprise a été négligée. Un endettement élevé combiné à une baisse brutale de la capacité d'emprunt fait hésiter les prêteurs locaux et étrangers lorsqu'il s'agit d'accorder de nouveaux prêts. Si l'entreprise a déjà une dette à court terme importante, la diminution de sa capacité d'emprunt peut précipiter un désengagement et la faire basculer tout de suite dans le surendettement.

Si l'effondrement des liquidités prospectives peut résulter d'un changement de cap de la politique monétaire du pays source, il n'est pas nécessairement lié aux politiques macroéconomiques du pays émergent ni à leur (manque de) crédibilité. En d'autres termes, l'alternance d'expansion et de récession dans le pays émergent pourrait bel et bien être la conséquence de la politique économique du pays source.

Le phénomène d'effolement lié à l'annonce par la Réserve fédérale américaine (Fed) du retrait progressif de la politique d'assouplissement montre bien comment une modification de la politique monétaire d'un pays avancé, voire sa seule anticipation, a des répercussions dans les pays émergents. En 2013, Ben Bernanke, son président de l'époque, avait indiqué que la Fed s'appropriait peut-être à diminuer ses rachats d'obligations après une longue période de politique monétaire exceptionnellement accommodante. Son annonce a fait refluer les capitaux des pays émergents et provoqué une forte dépréciation des actifs et des monnaies de ces pays.

Grande modération

Avant la crise financière récente, les dirigeants tendaient à considérer que le monde avait atteint un stade optimal en matière de politiques économiques, ce qui avait contribué à la « grande modération » de l'instabilité économique. Dans ce monde-là, l'unique objectif de la politique monétaire était la stabilité des prix intérieurs, qui était obtenue par un ciblage souple de l'inflation. En permettant au taux de change de varier au gré des besoins, le système supprimait toute nécessité d'intervenir sur les marchés monétaires ou d'accumuler des réserves. Par exemple, si des capitaux affluaient dans un pays et que le taux de change pouvait s'apprécier, les entrées de capitaux finissaient par cesser, car la perspective d'une dépréciation à venir réduisait les rendements attendus.

De très nombreuses études conduites depuis la crise financière mondiale de 2007–08 semblent montrer que cette vision est trop complaisante : permettre l'appréciation des taux de change ne saurait suffire à compenser les répercussions des entrées de capitaux.

Nombre de pays ont compris qu'ils devraient constituer des réserves en devises.

Bon nombre de pays qui l'ont cru ont plutôt enregistré une recrudescence des afflux, les capitaux étant attirés par les rendements dont les investisseurs précédents avaient bénéficié (Bruno et Shin, 2015).

Notre modèle paraît indiquer que les fluctuations du taux de change sont la principale cause de fluctuation des liquidités d'entreprise dans les pays récepteurs des flux de capitaux. Les pays émergents sont souvent accusés de manipuler leur monnaie pour être plus compétitifs à l'export. Mais les craintes pour la compétitivité commerciale ne sont pas forcément la raison pour laquelle les autorités des pays récepteurs ont peur de laisser leur monnaie flotter ou fluctuer librement par rapport au dollar. Leurs tentatives pour lisser les variations des taux de change pourraient viser à éviter de fortes fluctuations de l'offre de crédit et la volatilité macroéconomique qui en résulte. Les autorités des pays émergents ont vu ce film de nombreuses fois et savent comment il finit.

La plupart de ces pays ont sûrement compris qu'ils devraient constituer des réserves en devises en cas d'appréciation prolongée de leur monnaie. Les achats d'actifs tels que les titres du Trésor américain auxquels

procèdent un certain nombre d'entre eux pourraient donner l'impression d'une demande généralisée d'actifs considérés comme sûrs. En réalité, il pourrait s'agir de mettre des bâtons dans les roues de l'appréciation monétaire tout en amassant un trésor de guerre pour combattre l'inévitable dépréciation (Hofmann, Shin et Villamizar-Villegas, 2019). Bien sûr, une telle intervention accentue l'aléa moral, car les entreprises peuvent suremprunter en devises, jugeant le risque moindre une fois que la banque centrale a lissé la volatilité. C'est pourquoi certains pays émergents comme la Chine et l'Inde tentent simultanément de contrôler les emprunts étrangers des entreprises.

Des outils peu nombreux

Pour gérer les flux de capitaux sans perturber leur économie nationale, les pays destinataires ont hélas peu d'outils à leur disposition. Surtout, le resserrement de la politique monétaire dans le pays destinataire peut modifier encore plus la composition monétaire de la dette des entreprises en faveur d'un dollar relativement moins cher, au risque d'accentuer l'appréciation de la monnaie nationale. D'un autre côté, une politique monétaire plus accommodante pourrait encourager une croissance excessive du crédit.

La tendance à une alternance d'expansion et de récession dans les pays destinataires est plus prononcée quand le faible niveau d'inflation rend la politique monétaire des pays sources durablement accommodante, comme on l'a vu pendant les dernières décennies. Du point de vue du pays récepteur des flux, un engagement du pays émetteur de maintenir des taux bas longtemps est un engagement en faveur d'une liquidité durablement abondante dans le pays récepteur, jusqu'à inversion de la tendance — ce qui implique un gonflement considérable de l'endettement et une fragilité financière. Il n'est donc pas étonnant que les décideurs des pays émergents soient préoccupés à la fois par le maintien de politiques de liquidités faciles dans les pays sources et par l'éventualité de leur brusque retournement. Ce n'est pas contradictoire, puisque l'une des craintes découle de l'autre.

Marge de manœuvre multilatérale

En quoi les pays sources sont-ils responsables des répercussions ? En rien, semblerait-il, si l'on considère qu'elles résultent essentiellement d'un ajustement insuffisant des taux de change dans les pays destinataires. C'est la thèse défendue par les banquiers centraux de certains pays avancés, focalisés sur leur mandat national. Auraient-ils la même position si leur mandat incluait une certaine responsabilité au niveau international ? D'autres admettent que des effets de contagion sont

possibles, mais sans entrevoir de solutions pour modifier le comportement des pays émetteurs de flux de capitaux, et préfèrent, comme le FMI, se concentrer sur les dispositifs « macroprudentiels » et les mesures ciblant les flux de capitaux dans les pays destinataires.

Mais l'angle macroprudentiel est trop étroit : les autorités en charge de cet aspect ne gèrent souvent que certains pans du système financier, alors que la politique monétaire « s'immisce dans toutes les fissures » pour reprendre l'image utilisée par Jeremy Stein. De plus, les politiques macroprudentielles n'ont pas encore démontré leur efficacité. En Espagne, le régime de provisionnement dynamique mis en place pour les banques a peut-être lissé le cycle du crédit, mais certainement pas empêché ses excès. Plus généralement, il ne s'agit pas d'exclure le recours aux outils prudentiels, mais de souligner la nécessité éventuelle de multiplier les outils.

Certains économistes ont plaidé pour des règles de politique monétaire visant, dans des circonstances bien précises, à encadrer les actions des banques centrales des pays émetteurs. Mishra et Rajan (2019), par exemple, estiment qu'il faudrait donner le feu vert à une politique monétaire classique, mais exclure certaines mesures de politique monétaire non conventionnelles prises dans des contextes particuliers, parce qu'elles ont d'importantes retombées négatives, comme l'intervention prolongée sur les marchés des changes, qui était condamnée jusqu'à récemment quand elle se faisait dans une seule direction. Respecter ce genre de règles ne relèverait pas de l'altruisme. Les pays qui ont signé les Statuts du FMI acceptent déjà la responsabilité des conséquences internationales de leurs décisions. Ces règles devraient poser des limites au comportement des banques centrales dans des situations extrêmes sans modifier leur mandat ni nécessiter de coordination internationale. Les banques centrales n'auraient ensuite qu'à éviter les politiques contrevenant aux règles. Le Groupe de personnalités éminentes auquel le G-20 a confié le soin de formuler des propositions pour modifier l'architecture financière mondiale a souligné la nécessité d'« un cadre international fondé sur des règles et sur un socle d'éléments factuels exhaustif et évolutif... pour dispenser des conseils de politique économique grâce auxquels les pays tenteront d'éviter les politiques aux répercussions importantes, de construire des marchés résilients et de tirer avantage des flux de capitaux tout en gérant les risques d'instabilité financière ». Le Groupe ajoute que le FMI devrait établir un cadre qui faciliterait la tâche aux pays émetteurs de flux de capitaux voulant « tenir leurs objectifs nationaux sans provoquer d'effets de contagion à grande échelle ».

Il existe une autre piste intéressante. D'après notre modèle, une période prolongée de politique monétaire

accommodante pourrait accroître l'endettement, doper les prix des actifs et accentuer les risques d'instabilité dans les pays sources. Si les politiques monétaires de banque centrale comprenaient un mandat relatif à la stabilité financière nationale, leurs décisions pourraient bien s'infléchir dans un sens, réduisant aussi les effets de contagion extérieurs.

Bien sûr, nous sommes encore loin d'avoir les éléments factuels et le degré de compréhension requis pour élaborer un cadre international fondé sur des règles. Mais nous avons aussi beaucoup progressé : dans l'ensemble, nous ne rejetons plus la faute sur les pays émergents et en développement en les accusant de mal réagir aux afflux de capitaux. Si nous voulons trouver le moyen de bien utiliser les flux de capitaux — c'est-à-dire satisfaire les besoins d'épargne des pays riches vieillissants en répondant aussi aux besoins de financement des pays en développement et émergents, sans déclencher régulièrement des crises —, les pays devront concilier leurs politiques souveraines et leurs responsabilités internationales pour ne pas créer d'effets de contagion majeurs. Une panoplie d'outils utilisés de manière responsable par tous les pays, épaulés par

un FMI réalisant les études nécessaires, mettant en place un cadre négocié et rappelant à l'ordre les mauvais élèves habituels, serait peut-être le meilleur moyen de s'attaquer à ce problème aux multiples facettes. **FD**

RAGHURAM RAJAN, professeur de finance à la Booth School of Business de l'université de Chicago, a été gouverneur de la banque centrale indienne. Cet article est la synthèse d'un exposé qui a été présenté au FMI en 2018 pour la Mundell Fleming Lecture et qui se fondait sur un article de Diamond, Hu et Rajan (à paraître).

Bibliographie :

Bruno, Valentina, and Hyun Song Shin. 2015. "Capital Flows and the Risk Taking Channel of Monetary Policy." *Journal of Monetary Economics* 71:119–32.

Diamond, Douglas, Yunzhi Hu, and Raghuram Rajan. Forthcoming. "Pledgeability, Liquidity, and Financing Cycles." *Journal of Finance*.

Gopinath, Gita, and Jeremy C. Stein. 2018. "Banking, Trade, and the Making of a Dominant Currency." Working paper, Harvard University, Cambridge, MA.

Hofmann, Boris, Hyun Song Shin, and Mauricio Villamizar-Villegas. 2019. "FX Intervention and Domestic Credit: Evidence from High-Frequency Microdata." BIS working paper, Bank for International Settlements, Basel.

Mishra, Prachi, and Raghuram Rajan. 2019. "International Rules of the Monetary Game." In *Currencies, Capital, and Central Bank Balances*, edited by John Cochrane, Kyle Palermo, and John Taylor. Stanford, CA: Hoover Institution Press.

Bibliothèque en ligne du FMI

Pour un aperçu gratuit de certaines publications du FMI sur l'économie mondiale, la croissance et les inégalités, l'Asie, l'énergie et les ressources naturelles, rendez-vous sur **elibrary.imf.org**.



Aperçu gratuit

F O N D S M O N É T A I R E I N T E R N A T I O N A L