

Affronter l'afflux de capitaux

Les Echos n° 20826 du 15 Decembre 2010 • page 17

L'écart entre les pays avancés, en période de croissance molle, et les pays émergents comme le Brésil, l'Inde ou la Chine, en forte croissance, ne devrait pas se réduire significativement l'année prochaine. Les banques centrales des Etats-Unis et du Royaume-Uni maintiennent une politique monétaire accommodante face à la faiblesse de leurs économies respectives. La BCE, elle, est sous pression pour aider à la résolution de la crise dans la zone euro. Ces politiques monétaires ont des effets transfrontaliers : l'investissement étant faible dans les pays développés, les liquidités tendent à migrer vers des cieux plus cléments, c'est-à-dire les pays émergents.

Les émergents sont habitués à recevoir des flux de capitaux volatils. Dans leur livre « Cette fois, c'est différent : huit siècles de folie financière », les économistes Ken Rogoff et Carmen Reinhart décrivent bien ces cycles de flux de capitaux des pays-centre, Angleterre au début du XXe siècle, Etats-Unis de l'après-guerre, vers les pays de la périphérie. Ces flux s'accompagnent souvent d'emballlement du crédit dans les marchés émergents, d'une forte croissance de la consommation, de tensions inflationnistes, parfois de bulles, de taux d'intérêt à la hausse pour lutter contre la surchauffe, ce qui attire encore plus de capitaux étrangers et perpétue le cercle vicieux. Jusqu'au jour où un changement des conditions économiques dans les pays exportateurs de capital -souvent un accroissement des taux d'intérêt aux Etats-Unis casse la mécanique. Les investisseurs arrêtent alors de financer le déficit extérieur d'un pays, voire retirent leur investissement existant.

L'effet sur l'économie touchée peut être dramatique, avec un ajustement abrupt de la consommation vers le bas et une forte dépréciation de la monnaie. Les institutions financières des pays accueillant les capitaux se trouvent souvent alors en mauvaise posture, puisqu'elles refinaçaient leurs actifs grâce aux flux de capitaux externes et que ceux-ci se sont taris. Elles doivent alors liquider une partie de leurs actifs, ce qui conduit à des chutes de prix importantes et déstabilisent encore plus le bilan des banques. La situation peut même empirer si une partie de la dette externe est en monnaie étrangère -par exemple en dollar -car une dépréciation de la monnaie nationale renchérit alors le coût de la dette.

L'histoire nous fournit beaucoup d'exemples de crise de ce type, une des plus récentes étant la crise asiatique de 1997-1998. Il n'est donc pas étonnant que les pays émergents cherchent actuellement à se protéger de l'instabilité des flux de capitaux mondiaux. Traditionnellement, le FMI a montré quelques réticences devant l'utilisation des contrôles de capitaux pour lutter contre des flux excessifs. Avant la crise asiatique, la position du FMI n'était pas très éloignée de la recommandation d'une ouverture tous azimuts. Mais les crises successives l'ont rendu plus prudent.

Quand un pays subit un afflux massif de capitaux, la première arme à sa disposition est de laisser son taux de change s'apprécier (s'il est initialement sous-évalué) puis d'accumuler des réserves (sauf si elles sont déjà très élevées). Si l'accumulation de réserves entraîne des tensions inflationnistes, il faut stériliser les interventions et si cette opération devient trop coûteuse (les taux d'intérêt montent), il faut utiliser des contrôles de capitaux. Et, le cas échéant, avoir une politique budgétaire plus stricte pour refroidir l'économie.

Parallèlement, le FMI souligne la nécessité de renforcer la régulation des intermédiaires financiers pour contrôler l'accroissement du crédit : c'est le volet prudentiel, crucial pour diminuer le risque de crise (1). Ces considérations sont actuellement importantes, car certains pays émergents, comme la Chine, élèvent la voix contre la politique monétaire de la Réserve fédérale américaine, qui conduit à stimuler l'inflation dans les pays émergents. La Chine estime que la Fed, en tant qu'émettrice de la monnaie internationale, devrait prendre en compte la situation économique des autres pays lorsqu'elle fixe son taux d'intérêt. Le paradoxe est que la santé de l'économie chinoise dépend pourtant, au moins en partie, de ses exportations vers les Etats-Unis et qu'une politique monétaire plus stricte aux Etats-Unis pourrait les replonger dans la récession, ce qui ne serait pas non plus du goût des autorités chinoises. Le G20 a du pain sur la planche.

Hélène Rey est professeur d'économie à la London Business School. (1) « Capital inflows : the role of controls », IMF Staff Position Note, février 2010.