



Flux massifs de capitaux

Leurs causes, leurs conséquences et la manière de les gérer

Les flux massifs de capitaux peuvent procurer des avantages économiques considérables aux pays en développement, mais, s'ils sont mal gérés, ils peuvent aussi provoquer une surchauffe de l'économie, accroître la volatilité du taux de change et se solder par un exode. Comment les gouvernements peuvent-ils maximiser les avantages tout en limitant les risques?

Alejandro López-Mejía

AU COURS DES années 90, les entrées nettes de capitaux dans les pays en développement ont considérablement augmenté. En 1996, les flux nets de capitaux privés ont atteint 190 milliards de dollars, soit presque quatre fois plus qu'en 1990. De 1990 à 1997, les apports nets annuels ont également dépassé les niveaux d'avant la crise de la dette de 1982, et ils ont été plus concentrés. Cinq pays ont en effet retenu à eux seuls plus de la moitié des entrées totales de capitaux, et 75 % du total ont été répartis entre une douzaine de pays (graphique 1). L'afflux a été essentiellement concentré sur l'Asie et l'Amérique latine. En conséquence, 140 des 166 pays en développement ont reçu ensemble moins de 5 % du total.

Les récents apports massifs de capitaux se distinguent, par leur composition et leur ventilation sectorielle, de ceux qui avaient précédé la crise de la dette de 1982. Au cours des années 70, ils étaient principalement constitués de prêts bancaires et destinés au secteur public. Au cours des années 90, par contre, ils ont surtout pris la forme d'obligations, d'investissements directs étrangers et d'investissements de portefeuille, et le secteur privé en est devenu le principal bénéficiaire.

L'intérêt accru des investisseurs étrangers pour certains pays en développement a conduit à une plus grande intégration de ces derniers dans le système financier global, ce qui a profité non seulement à ces pays, mais aussi à l'économie mondiale. Toutefois, les entrées massives de capitaux ne présentent pas que des avantages. Elles peuvent conduire à une surchauffe de l'économie, à une volatilité accrue du taux de change et, à terme, à d'importantes sorties de capitaux liées à des variations du rendement prévu des actifs investis, au gréganisme des investisseurs et aux effets de contagion. Pour faire face à ces problèmes, les décideurs panachent les politiques anticycliques et structurelles ainsi que d'autres mesures conçues pour réduire les entrées nettes de capitaux, en modifier la composition ou l'échéance et en atténuer la volatilité.

Les causes des flux de capitaux

Comment s'expliquent les flux et reflux massifs de capitaux qui ont été observés dans divers pays au cours des années 90 ainsi que leurs récents effets de contagion?

Les causes de l'afflux. Des facteurs tant intérieurs qu'extérieurs ont accru l'attrait des marchés émergents pour les investis-

seurs privés au cours des années 90. Au plan intérieur, la configuration du rapport risques–rendement s’est améliorée de trois façons principales. Premièrement, la restructuration de la dette extérieure a permis à un grand nombre de pays d’accroître leur solvabilité. Deuxièmement, les réformes structurelles et l’instauration de la confiance dans la gestion macroéconomique de plusieurs pays en développement qui ont mené à bien leurs programmes de stabilisation ont conduit à des gains de productivité. Troisièmement, les pays qui ont adopté un taux de change fixe sont devenus de plus en plus attractifs en déchargeant les investisseurs du risque de volatilité du taux de change — au moins à court terme.

Par ailleurs, les influences externes, cycliques et structurelles, ont joué un rôle important dans l’afflux de capitaux qui a marqué les années 90. Les forces cycliques ont dominé au début de cette période, avec la baisse des taux d’intérêt réels mondiaux qui a poussé les investisseurs vers les marchés émergents. Cependant, la persistance des flux de capitaux privés après la remontée des taux d’intérêt mondiaux en 1994 et la crise mexicaine de 1994–95 porte à croire que des forces structurelles externes jouaient également.

Les forces structurelles externes ont commencé à agir lorsque deux changements dans les structures financières des pays exportateurs de capitaux ont renforcé l’attrait des placements de capitaux privés à l’étranger. Premièrement, la baisse des coûts des communications, la forte concurrence et la hausse des coûts sur les marchés intérieurs ont incité les entreprises des pays industrialisés à accroître leur production à l’étranger pour augmenter leur efficacité et leur rentabilité. Deuxièmement, les investisseurs institutionnels sont devenus plus disposés à placer leurs fonds sur les marchés émergents et plus en mesure de le faire pour diverses raisons : les taux de rendement plus élevés attendus à long terme, l’élargissement des possibilités de diversification du risque grâce au développement et à l’approfondissement des marchés des valeurs mobilières, et la libéralisation des comptes de capital.

Soulignons malgré tout que les investissements sur les marchés émergents ne représentent encore que 2 % environ du total des placements collectifs en valeurs mobilières aux États-Unis et 3 à 4 % au Royaume-Uni, et qu’ils sont pratiquement nuls dans le reste de l’Europe et au Japon. L’importance des forces structurelles justifie un certain optimisme quant au volume des flux de capitaux que les pays en développement seront en mesure d’attirer à moyen terme. Toutefois, l’ampleur croissante des flux de capitaux privés à destination de ces économies entraîne dans son sillage la menace de reflux massifs.

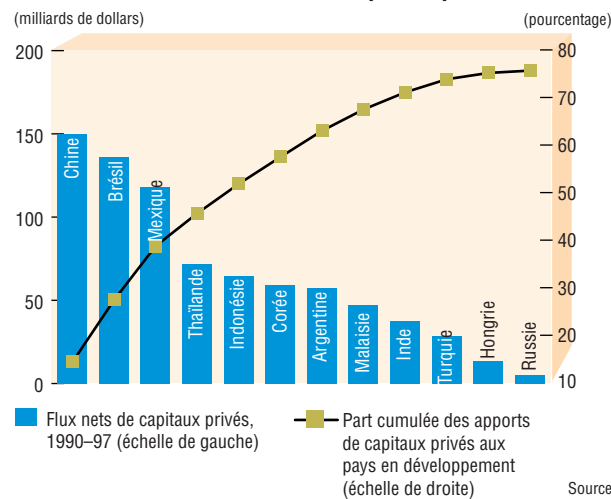
Les causes du reflux. Un certain nombre de pays en développement ont connu des revirements massifs des flux de capitaux, même avant les années 90. Le graphique 2 indique l’ampleur de ces revirements (d’après la somme des entrées et des sorties de capitaux) dans un certain nombre d’épisodes.

Les volte-face des investisseurs étrangers sont souvent dues à la méfiance suscitée par certaines politiques macroéconomiques internes qui conduit à des attaques spéculatives sur la monnaie et à des crises de la balance des paiements. Ces crises peuvent aussi résulter de vulnérabilités financières ou d’autres facteurs qui compromettent la crédibilité des politiques macroéconomiques. En particulier, si le secteur bancaire d’un pays est faible, le gouvernement pourra juger préférable de dévaluer la monnaie plutôt que d’augmenter les taux d’intérêt. En outre, comme on l’a vu au Mexique, l’échéance et la composition en monnaies des passifs du secteur public par rapport à celles de ses actifs sont particulièrement importantes. En fait, même si le secteur public d’un pays est solvable, il peut s’avérer vulnérable aux crises de liquidité à court terme si les créanciers se montrent réticents à refinancer les dettes à court terme de l’État. Enfin, la contagion a joué un rôle particulièrement important dans la volatilité observée récemment sur les marchés internationaux des capitaux.

Les causes de la contagion. À mesure que l’intégration des économies progresse alors que la diffusion de l’information

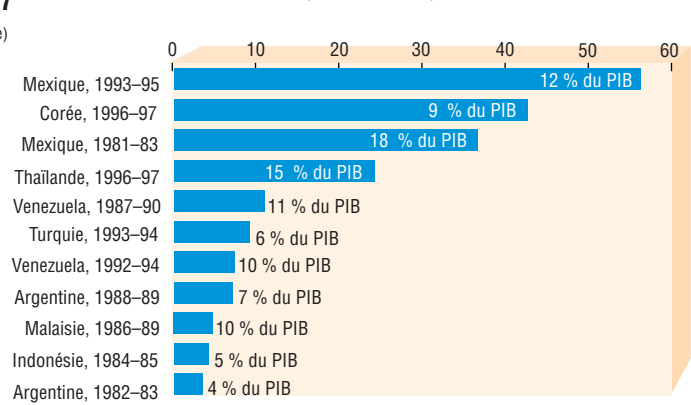
Graphique 1

Échantillon de pays en développement : Concentration des flux nets de capitaux privés, 1990–97



Graphique 2

Importants revirements des flux nets de capitaux privés (milliards de dollars)



Source : FMI, base de données des *Perspectives de l'économie mondiale*

sur les marchés demeure asymétrique (hautement inégale), le risque de contagion augmente.

Les effets de contagion liés aux capitaux privés tendent à intervenir de cinq façons. Premièrement, les accords commerciaux et les pressions sur le taux de change contribuent à la volatilité et à la contagion. Deuxièmement, l'effondrement de la monnaie d'un pays peut donner l'alerte aux investisseurs et modifier la manière dont ils perçoivent les fondamentaux des autres pays. Troisièmement, le gréganisme des investisseurs institutionnels conduit ces derniers à réagir de la même façon dans des pays aux fondamentaux pourtant très différents. Quatrièmement, les liens financiers entre les pays font que, par exemple, des chocs survenant dans l'un se répercutent sur d'autres sans égard à leurs fondamentaux. Cinquièmement, les pratiques de gestion des liquidités des fonds communs de placement peuvent créer un effet de contagion lorsque les investisseurs surendettés se voient contraints, pour répondre à un appel de marge, de vendre leurs avoirs qui, par suite d'asymétries de l'information, se trouvent sous-évalués.

Conséquences des entrées de capitaux

Comme nous l'avons dit, l'intérêt des investisseurs pour les pays en développement a renforcé l'intégration financière de ces derniers. Toutefois, les entrées massives de capitaux peuvent aussi provoquer un accroissement excessif de la demande globale et avoir des répercussions négatives sur le secteur financier. Par ailleurs, les distorsions microéconomiques peuvent amplifier les flux de capitaux ainsi que leurs incidences sur l'économie.

Surchauffe. Les entrées de capitaux peuvent conduire à une expansion excessive de la demande globale, soit une surchauffe macroéconomique. Cette expansion tendra à se traduire par des pressions inflationnistes, une appréciation du taux de change réel et une aggravation des déficits des transactions courantes.

Une étude récente (Banque mondiale, 1997) portant sur un échantillon de 20 pays en développement qui ont reçu des apports de capitaux montre que ces pays ont su éviter la plupart des symptômes de la surchauffe macroéconomique. Même si une variable économique particulière évoluait dans le sens de pressions à la hausse sur la demande globale, cela n'était pas nécessairement attribuable aux entrées de capitaux. Par exemple, la croissance s'est fortement accélérée en Argentine, en Hongrie, au Pérou et en Pologne par suite de changements de politique qui ont par ailleurs contribué à une baisse spectaculaire de l'inflation. D'autre part, on n'a pas ou guère observé d'accélération de l'inflation dans les pays de l'échantillon au moment de l'afflux de capitaux, et l'appréciation des monnaies qui a été observée dans les pays d'Amérique latine a été liée à l'utilisation du taux de change en tant que point d'ancrage nominal. En fait, les tentatives de désinflation rapide par l'utilisation d'un point d'ancrage nominal (qui impose la

«Un ensemble de politiques appropriées et judicieusement agencées est important pour limiter les risques liés aux entrées de capitaux.»

discipline aux politiques monétaires et budgétaires intérieures) se sont caractérisées par une lente convergence du taux d'inflation avec celui du pays qui fournit le point d'ancrage, conduisant à une appréciation de la monnaie.

L'aggravation du déficit extérieur courant est un symptôme de surchauffe qui s'est manifesté dans la plupart des pays de l'échantillon. Comme le prédisaient les modèles d'économies ouvertes, le solde des transactions courantes s'est détérioré à la suite de l'augmentation de l'investissement et de la consommation par rapport au PIB. À cet égard, la crise asiatique a démontré que la surconsommation peut s'avérer aussi problématique que le surinvestissement.

Un investissement de mauvaise qualité fragilise grandement l'économie dans la mesure où il ne contribue pas à la capacité future de production ou au remboursement de la dette extérieure. Des secteurs financiers mal surveillés et mal réglementés, caractérisés par une mauvaise gestion du risque et par des problèmes de prêts, ont donné des investissements peu productifs. Dans ces circonstances, et à cause de la piètre qualité de la gestion des entreprises et de l'aléa moral dans les secteurs des finances et des affaires, les entrées de capitaux et les montants élevés d'épargne n'ont pas été investis ni gérés efficacement (Adams *et al.*, 1998).

Effets des entrées de capitaux sur le secteur financier et sur les cycles d'expansion et de récession. Les entrées de capitaux influent sur le système financier qui en assure l'intermédiation. Elles ont également deux effets importants sur le système bancaire intérieur. Premièrement, sous un régime de taux de change rattaché à une monnaie de référence, le déficit quasi budgétaire — qui comprend des transactions financières exécutées par les banques centrales et par d'autres institutions financières publiques jouant un rôle identique à celui des impôts et des subventions — augmente sous l'effet d'une politique de stérilisation préconisant la vente d'obligations intérieures à haut rendement et l'achat de devises à des taux d'intérêt plus bas. Deuxièmement, le système financier peut devenir plus vulnérable par suite d'une augmentation des prêts qui accentue l'asymétrie des échéances entre les actifs et les passifs bancaires et qui réduit la qualité des prêts. Les entrées de capitaux ont partout entraîné une augmentation du crédit bancaire, et la vulnérabilité du secteur financier a été généralement aggravée par l'essor des prix des actifs qui, en fin de compte, s'est révélé de courte durée.

Les distorsions microéconomiques peuvent exacerber les incidences négatives des flux de capitaux sur l'économie, ce qui signifie qu'un pays en développement risque de passer d'une situation de croissance économique raisonnable, avant une crise financière, à une brusque contraction de l'activité après cette crise. En particulier, le cycle d'expansion et de récession peut être amplifié par les rigidités des prix et des salaires, par l'asymétrie de l'information dans le secteur bancaire intérieur ou international, par une surveillance et une réglementation inadéquates des institutions financières, par

des marchés de capitaux trop peu profonds et par les réformes, crédibles ou non.

Enfin, outre que certains pays ont réussi à éviter la plupart des symptômes de surchauffe macroéconomique, il convient de souligner que les pays qui ont connu une expansion du crédit n'ont pas tous vu leur système financier s'affaiblir, et l'amplitude du cycle d'expansion et de récession a varié d'un pays à l'autre. Il paraît donc important d'analyser comment ces pays ont réussi à éviter les effets que l'on attribue aux apports de capitaux.

Gestion des flux de capitaux : quelques leçons

Les décideurs ont à leur disposition tout un arsenal de mesures anticycliques (politique monétaire, flexibilité du taux de change nominal et politique budgétaire), de politiques structurelles (politique commerciale, supervision des banques et réglementation) et de mesures de contrôle des capitaux (y compris celles qui consistent à encourager les sorties brutes). Toutefois, il n'existe pas de recette qui garantisse l'utilisation la plus judicieuse et l'entrée la plus durable des capitaux. Les mesures de gestion appropriées varient selon les pays et s'appuient sur différents instruments. Elles dépendent de facteurs spécifiques à chaque pays : résultats en matière de lutte contre l'inflation, ouverture de l'économie au commerce international, situation des finances publiques, taille et liquidité du marché obligataire intérieur, santé des banques nationales, flexibilité de la politique budgétaire et qualité du cadre de réglementation et de surveillance du secteur financier.

L'observation des faits dans divers pays révèle des interactions significatives entre les différentes politiques. Premièrement, elles peuvent produire des effets inattendus sur la composition des entrées de capitaux. En particulier, la conjugaison d'un taux de change fixe, d'une intervention stérilisée et de l'absence de réglementation des flux de capitaux tend à maximiser le volume des entrées de capitaux à court terme. L'expérience du Mexique, de 1990 à 1993, et celle de la Thaïlande avant la crise de 1997 donnent de bons exemples des effets inattendus d'une telle combinaison de mesures. Deuxièmement, les interactions des politiques peuvent réduire leur efficacité respective. Par exemple, les écarts importants de taux d'intérêt qui accompagnent habituellement la stérilisation peuvent inciter à contourner les mesures de restriction des mouvements de capitaux et neutraliser ainsi l'effet de contraction des efforts de stérilisation (Reinhart et Reinhart, 1998).

Un ensemble de politiques appropriées et judicieusement agencées est donc important pour limiter les risques liés aux entrées de capitaux. Les stratégies fructueuses ont fait intervenir la politique monétaire dès le début de l'afflux de capitaux. Toutefois, confrontés à la persistance des entrées et aux coûts liés aux différents types de stérilisation, les gouvernements ont commencé à s'appuyer sur la flexibilité du taux de change nominal. Dans plusieurs cas, les coûts de l'appréciation réelle de la monnaie nationale ont été compensés par des mesures de réglementation des flux de capitaux visant à modérer le volume des entrées et à prolonger les échéances.



M. Alejandro López-Mejía est économiste à la Division Hémisphère occidental de l'Institut du FMI.

Malgré l'absence de preuves concluantes, il semble que ces mesures ont eu l'effet espéré sur les échéances au Chili, en Colombie et en Malaisie. Ce résultat de l'action des autorités est important puisque les courtes échéances ont été reconnues comme la principale cause de la volatilité et du revirement des flux de capitaux lors des crises mexicaine et asiatique.

Face aux forces structurelles qui déterminent les entrées de capitaux, la rigueur budgétaire devient cruciale. Elle permet d'éviter les coûts liés aux différents types de politiques de stérilisation. Elle peut également se substituer à un taux de change souple, ce qui permet de limiter l'appréciation réelle de la monnaie. Toutefois, rares sont les pays qui se sont appuyés sur la politique budgétaire, car elle n'offre généralement pas une souplesse suffisante pour permettre de réagir efficacement

aux aléas des mouvements de capitaux. Néanmoins, dans les pays où la politique budgétaire a été resserrée, la monnaie s'est dépréciée en termes réels et la croissance économique s'est accélérée.

La contraction budgétaire peut jouer un rôle bénéfique dans la stabilisation à court terme, et une orientation prudente de la politique budgétaire devrait jouer un rôle clé dans les pays engagés dans l'intégration financière. Dans de telles conditions, l'orientation et l'ampleur des flux de capitaux deviennent très sensibles à la perception qu'ont les investisseurs de la solvabilité du secteur public et limitent la flexibilité sur le plan budgétaire pendant les périodes d'afflux de capitaux. En outre, en période de volatilité des flux de capitaux, un resserrement préventif de la politique budgétaire peut contribuer à protéger les composantes essentielles des dépenses et des recettes du contrecoup des chocs macroéconomiques. Par ailleurs, même si la politique budgétaire doit être resserrée encore davantage face à des flux de capitaux importants et volatils, l'ajustement requis sera moins rigoureux si les autorités ont déjà pris des mesures de resserrement préventives. Une telle approche les aidera à éviter des ajustements sensibles des impôts et des programmes de dépenses qui pourraient entraver la réalisation de leurs objectifs économiques et sociaux. **F&D**

Le présent article se fonde sur une étude récente de l'auteur intitulée «Large Capital Flows: A Survey of the Causes, Consequences, and Policy Responses», document de travail n° 99/17 du FMI (Washington, 1999).

Références :

Banque mondiale, Private Capital Flows to Developing Countries: The Road to Financial Integration (New York, Oxford University Press, 1997).

Charles Adams, Donald Mathieson, Garry Schinasi, Bankim Chadha et al., International Capital Markets: Developments, Prospects, and Policy Issues (Washington, Fonds monétaire international, 1998).

Carmen Reinhart et Vincent Reinhart, «Some Lessons for Policy Makers Who Deal with the Mixed Blessing of Capital Inflows», Capital Flows and Financial Crises, publié sous la direction de Miles Kahler (Ithaca, New York, Cornell University Press, 1998).