

Points de presse pour le Chapitre 2 : *La gestion des flux de capitaux*

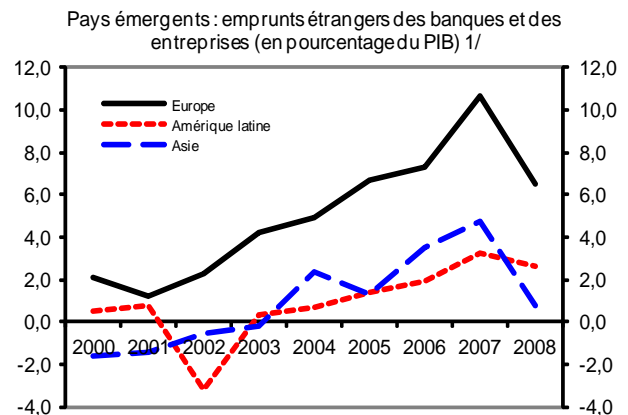
Perspectives économiques régionales du printemps 2010 : Europe

Préparé par Johan Mathisen et Srobona Mitra

Principaux points

- **La gestion des flux de capitaux est peut-être le plus grand défi auquel soient confrontés les décideurs des pays émergents d'Europe dans le monde d'après la crise. Les trois grandes questions qui se posent sont les suivantes : comment attirer un volume robuste d'investissements étrangers, comment empêcher un afflux excessif de capitaux et comment, compte tenu de l'afflux de capitaux, garantir la stabilité d'un secteur financier de plus en plus intégré au plan international.**
- **La structure des entrées de capitaux avant la crise mène à conclure qu'un niveau robuste d'entrées de capitaux suppose la mise en œuvre des réformes structurelles nécessaires pour assurer l'équilibre entre le secteur des biens échangeables et celui des biens non échangeables comme sources de croissance.**
- **Pour prévenir et gérer l'afflux excessif de capitaux, il est nécessaire de mener des politiques macroéconomiques réactives et de rendre le secteur financier plus solide en adoptant des mesures prudentielles et en renforçant les structures sur lesquelles repose la stabilité financière transnationale.**

Dans les pays émergents d'Europe, les entrées de capitaux, qui étaient plus élevées avant la crise que dans les autres pays émergents, ont accusé pendant la crise une baisse plus prononcée que dans ces derniers. Avant la crise, l'écart correspondait essentiellement aux prêts des banques mères d'Europe occidentale à leurs filiales dans les pays émergents d'Europe (graphique). Cet afflux massif de capitaux a engendré des vulnérabilités sur le plan macroéconomique et dans le secteur financier — déficits courants élevés, croissance rapide du crédit, dégradation de la situation budgétaire et alourdissement de la dette (souvent libellée en devises) des ménages dans de nombreux pays de la région. Ces facteurs de vulnérabilité et le fait que l'expansion



1/ Autres investissements - engagements (prêts et monnaie fiduciaire & dépôts des banques, et prêts du secteur privé non bancaire), net.

du crédit financée par l'extérieur a pâti des difficultés financières des banques mères quand la crise a éclaté expliquent pourquoi les pays émergents d'Europe ont connu une récession plus profonde que leurs homologues des autres régions.

Qu'est-ce qui motivait les entrées de capitaux ? Les pays émergents d'Europe constituent la seule région dans laquelle les flux de capitaux ont eu lieu «de haut en bas», c'est-à-dire des pays européens riches vers les économies voisines en plein essor, en aidant cette région à combler l'écart de revenu. Avant la crise, les entrées de capitaux étaient motivées dans une large mesure par la perspective de rendements plus élevés dans les pays émergents d'Europe que sur le marché d'origine et étaient liées au niveau de revenu des pays bénéficiaires. Les IDE étaient attirés par la vigueur de la croissance économique et l'urbanisation, mais ils avaient tendance à ralentir à mesure que le pays s'enrichissait. En revanche, les prêts transfrontaliers aux banques et aux entreprises s'accéléraient à mesure que les économies devenaient plus matures et ils étaient attirés par le développement du secteur des services. Lorsque les économies se sont libéralisées en procédant à des réformes institutionnelles et structurelles, elles ont attiré encore plus de capitaux.

Cependant, dans des pays tels que l'Estonie, la Lettonie, la Bulgarie, la Hongrie et l'Ukraine, l'afflux de capitaux a été supérieur à ce qui peut être attribué aux facteurs de convergence. D'après notre analyse, cette exubérance était liée en grande partie aux politiques macroéconomiques et a été amplifiée par la prise excessive de risques dans le secteur financier. La stabilité des taux de change en général, et l'appréciation nominale plus lente de la monnaie dans les pays dont le taux de change n'est pas fixe en particulier, ont favorisé l'augmentation des flux bancaires et des entrées sous forme d'investissements de portefeuille. C'est dans les pays dont le taux de change est fixe ou géré étroitement par les autorités que l'expansion du crédit a été la plus rapide et que l'afflux de capitaux a été le plus grand. La solidité apparente des finances publiques, confortée par un boom des recettes lui-même alimenté par une vive accélération de l'activité économique, a aussi eu pour effet d'attirer des IDE ; dans les pays où l'amélioration des soldes publics a coïncidé avec un boom du crédit, les flux bancaires ont été les plus élevés. L'expansion du secteur des biens non échangeables et la hausse de son prix relatif, le taux de change réel, ont attiré encore plus de capitaux. On le voit, l'augmentation de la demande intérieure, la croissance du crédit et les entrées de capitaux se sont renforcées mutuellement.

L'impact des politiques macroéconomiques sur les entrées de capitaux a été amplifié par la persistance de primes de risque-pays faibles sur les taux d'intérêt. Les investisseurs ne semblent pas avoir eu conscience de la fragilité des différents pays jusqu'à ce que la crise éclate. C'est ainsi que les banques ont été en mesure d'emprunter à l'étranger à des taux d'intérêt très bas. Les niveaux élevés de rentabilité (rendus possibles par le coût faible des financements et la faiblesse des provisions pour pertes sur prêts pendant le boom) et de capitalisation offraient des indicateurs rassurants de stabilité et renforçaient le sentiment que les risques étaient gérables.

En même temps, les décideurs ont cherché à influencer le volume et la composition des entrées de capitaux au moyen de mesures prudentielles visant à atténuer les facteurs de vulnérabilité qui s'accroissent sur le plan macroéconomique et dans le secteur financier. Même si, à cet égard, l'expérience varie d'un pays à l'autre, les outils prudentiels semblent avoir été efficaces pour ralentir temporairement les entrées de capitaux au profit des banques et changer la composition des flux. En général, l'impact d'un type particulier d'outil prudentiel a été fonction du régime de change et de la politique monétaire ainsi que de la nature des engagements transfrontaliers des banques.

L'expérience de la crise est riche d'enseignements importants concernant la difficile tâche de gérer les entrées de capitaux dans la région. Les implications pour la politique économique diffèrent d'un pays à l'autre, certains attendant que les flux reprennent de façon durable, tandis que d'autres connaissent déjà une reprise des entrées de capitaux. Les questions fondamentales auxquelles doivent répondre les décideurs sont les suivantes : comment assurer un niveau robuste d'investissements étrangers dans les pays émergents d'Europe, empêcher un afflux excessif de capitaux et améliorer la stabilité d'un secteur financier de plus en plus intégré au plan international? Les recommandations doivent être adaptées à la situation spécifique de chaque pays. En particulier :

- Les pays qui connaissent déjà une reprise des entrées de capitaux devront fondamentalement adapter leurs politiques macroéconomiques pour éviter que ces flux n'atteignent des niveaux excessifs. Dans les pays à taux de change fixe, la meilleure politique à adopter face à des entrées de capitaux sans commune mesure avec les facteurs structurels consiste à resserrer la politique budgétaire et, dans ceux dont le taux de change n'est pas fixe, la réaction la plus efficace pourrait être de laisser la monnaie s'apprécier. Un taux de change flottant librement est aussi utile pour éviter des entrées excessives de capitaux et l'accumulation de faiblesses dans le secteur financier.
- Ces politiques macroéconomiques devraient être accompagnées de mesures visant à promouvoir la stabilité du système financier de plus en plus intégré de la région. Des mesures prudentielles, telles que l'imposition de normes de fonds propres pour les emprunts étrangers, freinent les entrées excessives de capitaux et limitent les risques qui en découlent pour les banques. L'affectation de coefficients de risque plus élevés aux prêts accordés à certains secteurs aide à constituer des marges de sécurité au sein du système bancaire et à éviter la surchauffe de certains secteurs. Pour contribuer à la solidité du système financier, ces mesures doivent être étayées par des politiques macroéconomiques appropriées et par une surveillance financière transnationale efficace.
- Là où les entrées de capitaux de nature à promouvoir la convergence des revenus n'ont pas encore repris, les autorités devront réorienter les sources de la croissance

économique vers le secteur des biens échangeables. Cette transformation, qui aurait certes lieu dans le secteur privé, devra absolument être soutenue par des politiques permettant de rétablir l'équilibre entre le secteur des biens non échangeables et celui des biens échangeables, d'améliorer la mobilité de la main-d'œuvre entre secteurs, de réduire l'écart entre les qualifications des demandeurs d'emplois et celles que recherchent les employeurs, et de remédier à l'insuffisance des infrastructures qui freine la croissance dans les différents pays.