

Resserrement monétaire dans les pays avancés : vers des sorties de capitaux dans les pays émergents ?



Résumé :

- La Fed a entamé un processus de normalisation de sa politique monétaire qui se traduit par un rehaussement des taux directeurs et une réduction de la taille de son bilan ;
- Depuis leur intégration dans la finance internationale, les pays émergents sont sensibles aux changements de politique monétaire des pays avancés ;
- En conséquence de la crise financière de 2008, ils ont vu d'importants flux de capitaux se diriger vers leurs économies ;
- La remontée des taux pourrait déstabiliser ces économies, comme cela a déjà été le cas par le passé ;
- Les risques sont toutefois à relativiser grâce aux outils de régulations financières dont disposent les pays émergents et ces derniers ne seront pas impactés de la même façon ;

Sur la dernière décennie, les banques centrales des pays avancés affichaient des taux directeurs proches de 0 et achetaient massivement des titres publics via des politiques monétaires non-conventionnelles. L'enjeu d'un changement de cap est donc important pour les économies émergentes qui ont adapté leur modèle de croissance à ces conditions de financement plus favorables.

Mot clés : politique monétaire, flux de capitaux, Fed, taux de change, cycle financier

Les banques centrales des principaux pays avancés ont pendant longtemps maintenu leurs taux directeurs à des niveaux proches de zéro dans l'objectif de relancer l'économie et de tenter de ramener l'inflation autour de sa cible (généralement 2 % dans les pays avancés). La Fed a, depuis fin 2015, commencé à rehausser très progressivement ses taux d'intérêt dans un contexte de raffermissement de la croissance économique américaine et se dirige vers une normalisation de sa politique monétaire (réduction de la taille du bilan de la banque centrale).

Parallèlement, depuis que les pays émergents ont ouvert leur compte de capital à la fin des années 1990, dans l'objectif de trouver un moyen alternatif pour financer leurs économies, ces derniers sont ainsi devenus plus vulnérables à la conjoncture internationale et aux flux de capitaux internationaux. Il semble alors pertinent de se demander quel(s) impact(s) peut-on attendre de ce resserrement monétaire sur les économies émergentes ?

La BCE n'a pas encore entamé la normalisation de sa politique monétaire, c'est pourquoi nous insisterons notamment sur le changement de politique monétaire de la Fed. Toutefois, lors des derniers comités de politique monétaire, M. Draghi, président de la BCE, a fait comprendre qu'une remontée des taux directeurs et/ou qu'une réduction d'achat d'actif pourraient s'opérer dans un futur proche (fin 2018, ou plus probablement en 2019). Les risques induits doivent donc être pris en considération par les émergents. La BoE est aussi un cas à part dans le contexte actuel du « Brexit ».

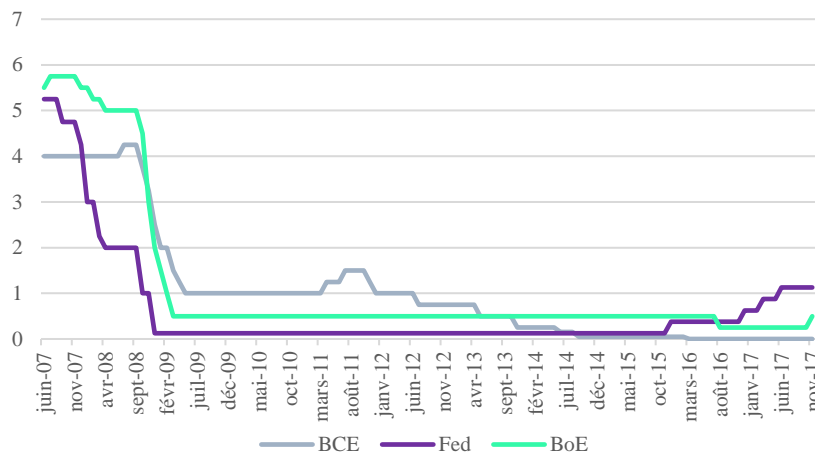
I- Risques potentiels d'une remontée des taux d'intérêt de la BCE et de la Fed

Le resserrement monétaire fait référence à une augmentation des taux d'intérêt directeurs des banques centrales. La Banque Centrale Européenne (BCE), la Bank of England (BoE) et la Fed ont régulièrement et rapidement diminué leurs taux directeurs¹ depuis le début de la crise financière mondiale de 2007-2008. La Fed a diminué de moitié son taux directeur entre mars 2007 et mars 2008, passant de 5,25 % à 2,25 %, avant de stagner ensuite entre 0 et 0,25% entre décembre 2008 et novembre 2015, date de la première augmentation en sept ans. Le taux directeur de la Fed évolue à présent dans la fourchette de 1,25 % à 1,5 %. Parallèlement, le taux directeur principal de la BoE a suivi une trajectoire similaire et a entamé un relèvement en novembre 2017 (de 0,25 % à 0,50 %). Le taux directeur de la BCE est à 0% depuis mars 2016. La baisse des taux directeurs s'est également accompagnée par la mise en place de politiques monétaires dites « non-conventionnelles ». L'objectif de ces politiques est d'abonder la liquidité des banques pour que celles-ci puissent assurer pleinement leur activité de crédit² et ainsi dynamiser la croissance.

¹ Il en existe plusieurs, mais nous ferons référence au taux d'intérêt principal, à savoir le taux utilisé pour le refinancement des banques.

² La Banque centrale achète des titres de dettes publique et privé sur le marché secondaire. Ces achats massifs ont ainsi pour effet de diminuer les taux sur le marché interbancaire et sur le marché obligataire, réduisant le coût de financement et donnant un boost aux crédits

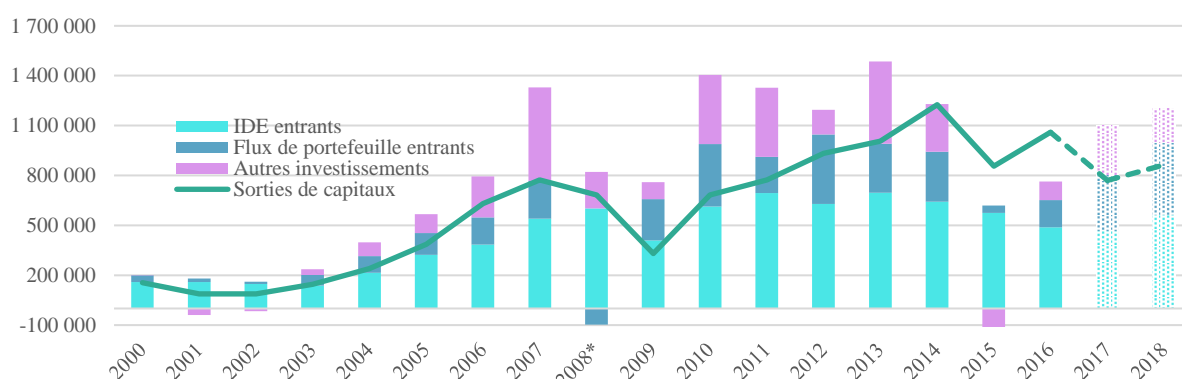
Evolution du taux principal de refinancement des banques centrales



Source : Banques centrales (BCE, Fed, BoE), BSI Economics

Ainsi, sur la période 2009-2015, en plus des perspectives de croissance plus favorables dans les pays émergents, le différentiel de taux d'intérêt s'est creusé, poussant à la hausse, les flux financiers vers les pays émergents (dynamique de recherche accrue de rendements ou *search for yield*), dans un contexte de surliquidité mondiale, en lien avec les politiques monétaires non conventionnelles menées dans les pays avancées (politiques de *Quantitative Easing* aux Etats-Unis, en Zone Euro, au Japon). En effet, les incertitudes liées à la crise financière qui a touché les pays développés, ajoutées à la baisse des taux d'intérêt dans les deux principales zones monétaires ont eu pour effet de booster les flux d'investissements vers les pays émergents qui offraient un meilleur compromis entre rentabilité et risque associé.

Flux de capitaux entrants et sortants des pays émergents (millions de dollars)



* Un flux de portefeuille entrant négatif signifie que les retraits d'investissements de portefeuilles ont été supérieurs aux apports. A ne pas confondre avec un investissement de portefeuille sortant qui représente l'investissement d'un résident vers l'extérieur (les deux notions sont néanmoins assimilables à une fuite de capitaux).

Source : Institute of International Finance, BSI Economics

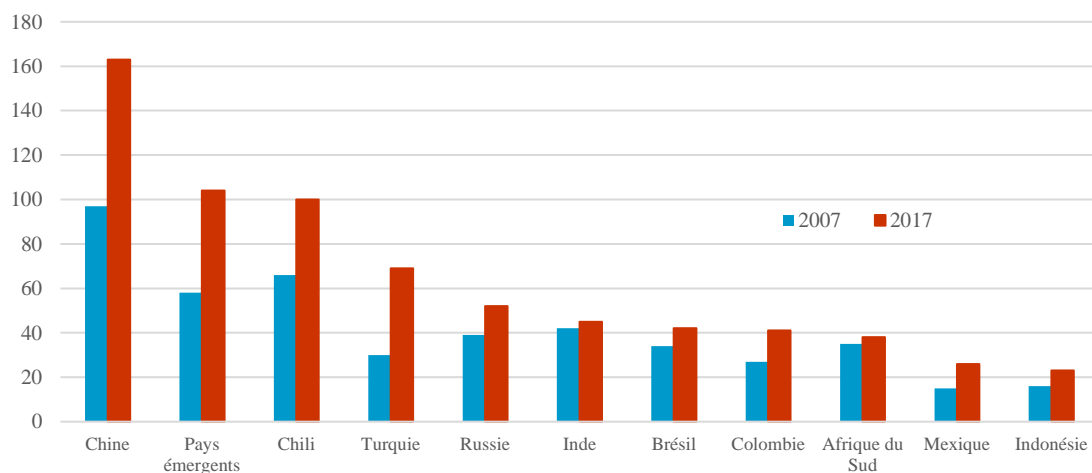
Le principal effet du resserrement monétaire via le rehaussement des taux directeurs serait donc le renforcement de la volatilité des flux financiers. L'accès à « l'argent facile » (qui s'est immiscé dans les marchés des capitaux des pays émergents) sera de plus en plus limité à mesure que les taux

remontent dans les pays avancés, réduisant ainsi le différentiel de taux d'intérêt. Le financement sera plus cher et la probabilité d'une sortie des capitaux deviendra plus forte. Les flux sortants ont été supérieurs aux flux entrants en 2015 et 2016 (et selon les prévisions de 2017 et 2018, les flux de portefeuilles, de nature plus volatile, seront quasiment égaux aux flux d'IDE). Cette situation n'est pas sans rappeler celle qu'ont connus certains pays asiatiques (Malaisie, Thaïlande, Indonésie) ou d'Amérique Latine dans une moindre mesure (Mexique, Chili, Brésil) au milieu des années 1990 (cf. annexe en fin d'article). La sortie rapide de capitaux peut donc engendrer :

1) Une augmentation du coût de l'emprunt extérieur :

De nombreux pays ont profité des taux bas pour privilégier l'emprunt extérieur. Les faibles taux pratiqués par la Fed et la BCE ont permis aux pays émergents de se financer à moindres coûts. En conséquence, l'endettement extérieur rapporté au PIB a nettement augmenté sur la dernière décennie : d'un niveau de 17 700 Mds USD fin 2008 (107% du PIB), le niveau de la dette du secteur non financier des pays émergents est passé à 50 000 Mds USD (190% du PIB) en mars 2017. C'est notamment l'endettement des entreprises non financières qui s'est largement accru et qui pourrait être source de vulnérabilité. En effet, celui-ci représentait environ 58 % du PIB en 2007 et s'élève aujourd'hui à 104 % du PIB dans les pays émergents.

Endettement des entreprises non financières dans les pays émergents (% du PIB)



Source: Bank of international settlement, BSI Economics

Cet effet, via le canal du taux d'intérêt, pourrait ralentir la croissance dans les pays émergents, qui ont privilégié l'endettement extérieur. L'augmentation des taux d'intérêt rend le coût de l'emprunt plus important et augmente ainsi le coût du capital. Une montée des taux est surtout risquée pour les pays avec une faible maturité de leur dette externe ou des pays endettés en devises ou encore endettés à taux variables. Une telle situation pousse généralement les différents acteurs de l'économie à se désendetter afin de maintenir un bilan financier équilibré³, au détriment de

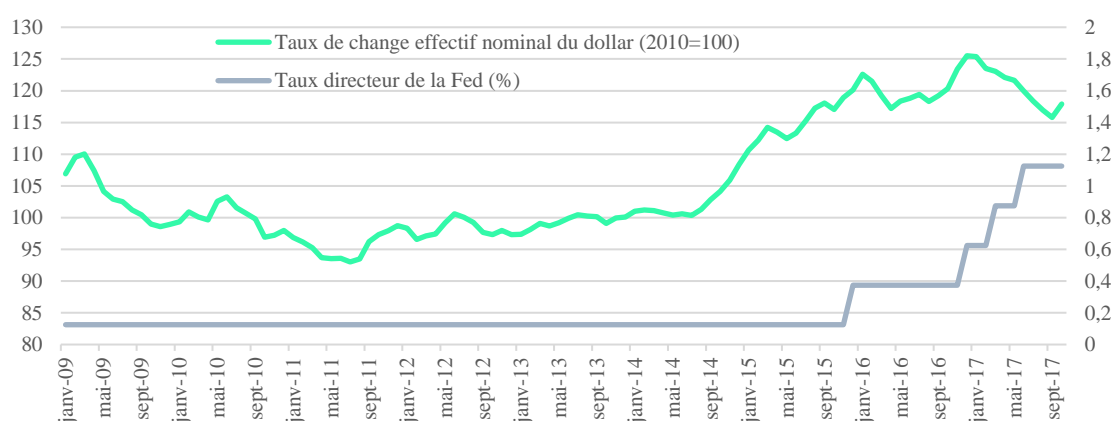
³ Lorsque que le coût de l'endettement augmente, le ratio dette/capitaux propres se détériorent et rend plus vulnérable l'équilibre financier d'une entreprise, qui verra de surcroit l'écart entre taux de crédit et taux de rentabilité diminué. Elle sera ainsi poussée à se désendetter pour assurer sa solvabilité.

l'investissement et de la consommation. Cela pourrait avoir des effets néfastes sur la production et ainsi ralentir la croissance du PIB des pays émergents les plus vulnérables.

2) Une dépréciation de la monnaie

La variation des taux directeurs pratiqués par la Fed ont des effets de court terme sur le taux de change du dollar. A l'image de la période fin 2014 – 2017, qui a été marquée par (i) le maintien du taux directeur de la BCE à un niveau proche de 0 (avant de tomber à 0 en mars 2016) et (ii) la remontée des taux aux Etats-Unis à partir de novembre 2015. Conséquence directe : une appréciation du taux de change nominal du dollar de 25 % entre octobre 2014 et février 2017. Celle-ci a en premier lieu été la conséquence de la politique de « forward guidance » menée par Ben Bernanke (alors gouverneur de la Fed) qui consiste à prévenir les marchés d'une hausse future des taux afin que ces derniers puissent anticiper et s'adapter avant l'effectivité de cette hausse. L'appréciation s'est ensuite poursuivie au début du cycle de remontée des taux de la Fed en novembre 2015.

Evolution liée du taux directeur de la Fed et du cours du dollar



Source : Fed, BSI Economics

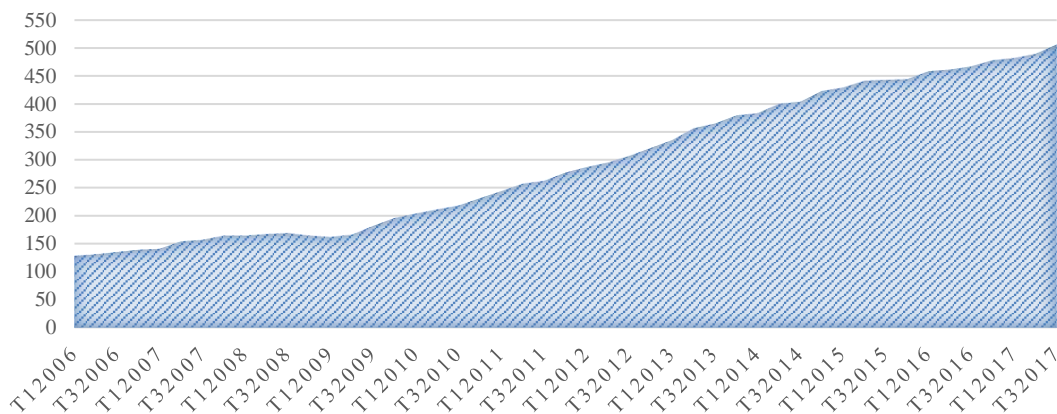
Une appréciation du dollar impacterait en premier lieu les pays émergents qui présentent un compte courant déficitaire. Ces derniers verraient le montant de leurs importations augmenter à mesure que la monnaie locale se déprécie face aux devises internationales, l'euro et le dollar notamment (principales devises utilisées dans le commerce international). Une augmentation du prix des importations pourrait engendrer de l'inflation dite « importée », tout en renforçant la pression sur les réserves de changes utilisées, si celles-ci sont suffisantes, pour stabiliser le cours d'une monnaie⁴. De nombreux pays émergents sont dans cette situation, à l'image du Mexique et de la Turquie, marqués par une inflation forte (respectivement 13 % et 6,6 % en novembre 2017), provoquée en partie par une dépréciation de leur monnaie.

Par ailleurs, comme dit précédemment, de nombreux pays émergents ont vu leur endettement extérieur augmenter drastiquement. Une large partie de cet endettement étant libellé en dollar

⁴ Certains pays n'ont pas eu de réserves suffisantes pour assurer la stabilité de leur devise. A l'image de l'Azerbaïdjan, dont la monnaie locale, le Manat, était ancrée sur le dollar jusqu'à l'abandon de la fixité du taux de change. Le Manat s'est alors déprécié de près de 50%.

(environ 80 % selon *Bank of International Settlement*), une dépréciation de la monnaie locale pourrait renforcer le niveau de la dette et augmenter le risque de défaut des entreprises. De plus, dans une étude menée par Chui *et al.* (2016)⁵, les auteurs montrent que ces emprunts ont aussi été contractés par des entreprises produisant des biens et services non exportables (*e.g.*, dans le secteur de la construction), dont les revenus ne sont pas en devise. Les entreprises ayant une forte dette en dollar mais qui ne produisent pas de biens exportables (et donc non génératrices de devises) sont ainsi plus vulnérables à un resserrement monétaire et/ou à une forte dépréciation de la devise locale.

Dettes des entreprises non financières des pays en développement (milliards de dollars)



Source: Bank of international settlement, BSI Economics

3) une augmentation du prix des actifs

Par ailleurs, l’augmentation des taux des principales zones monétaires avancées pourrait jouer sur la volatilité du prix des actifs des émergents. Dans une étude menée par H. Rey et S. Miranda-Agrippino (2015)⁶ les auteurs mettent en lumière l’importance de la politique monétaire américaine sur les cycles des flux financiers internationaux. Les investisseurs sont à la recherche d’une rentabilité maximum avec un risque minimum, un choix qui sera, selon les auteurs, tributaire de la politique monétaire américaine (puisque le dollar est une importante devise de financement et reste largement présente au sein des portefeuilles des investisseurs). Un resserrement monétaire peut ainsi venir bousculer le cycle financier mondial et se répercuter sur les pays qui verront les prix de leurs actifs financiers chuter et leurs primes de risque augmenter. L’empirisme montre que sur la période 2010-2015, l’indice MSCI Emerging Markets (qui inclut les 24 plus gros pays émergents en termes de capitalisation boursière) affichait un niveau 2,5 fois plus élevé que celui de 2009. L’année 2015 s’est soldée par une sortie nette des capitaux des émergents, une première depuis 1988 et lors de cette même année, l’indice MSCI Emerging Markets a chuté de plus de 30 %. L’indice a ensuite enregistré une hausse de près de 55 % jusqu’en octobre 2017 pour atteindre 568. L’année 2017 a

⁵ M. Chui, K. Emese et P. Turner (2016) « A new dimension to currency mismatches in the emerging markets : non financial companies », BIS working papers n°550

⁶ S. Miranda-Agrippino et H. Rey (2015) « World asset markets and the global financial cycle », NBER Working Paper, n°21722

aussi marqué un retour des flux d'investissements vers les pays émergents, mais ces derniers ne sont pas à l'abri de fortes volatilités dès cette année.

II- Les risques sont à relativiser

Suite à la crise des émergents de la fin des années 1990 puis à la crise financière mondiale de 2007-2008, la réglementation bancaire internationale a évolué. Des normes prudentielles que l'on retrouve dans les accords de Bâle II (notamment le ratio Mc Donough) et Bâle III ont fait suite aux crises bancaires systémiques qu'ont connues les pays émergents puis les pays développés. Des exigences supplémentaires en fonds propres, des nouvelles mesures du risque de crédit et la mise en place d'une surveillance prudentielle (e.g., transparence financière, contrôle du processus interne, etc.) sont les principales mesures permettant de réduire les risques (de crédit, de marché ou opérationnels). Dans une étude menée par Lim *et al.* (2011)⁷, il est montré que (i) ce sont les économies émergentes qui ont le plus largement eu recours aux politiques macros prudentielles et (ii) que ces dernières ont permis de lisser le cycle de crédit (provoqué en partie par l'afflux extérieur des flux financiers) et donc d'être plus résistantes aux fortes volatilités des flux financiers.

Si la littérature a un discours mitigé sur les effets de ces nouvelles réglementations, il est clairement affiché que le recours aux contrôles de capitaux peut avoir des effets bénéfiques en cas de stress financier. Pendant longtemps, le FMI prônait la libre circulation des capitaux pour assurer l'accès au crédit et le développement économique des pays en développement. Depuis la crise financière, l'institution de Bretton Woods a effectué un revirement de son point de vue sur les contrôles des capitaux. Il est à présent admis que le recours aux contrôles des capitaux peut avoir des effets bénéfiques en vue d'adopter ensuite des mesures macro prudentielles adéquates. Ils permettent de changer la composition des flux ; de réduire la volatilité des taux de change ; de garder une politique monétaire indépendante ; et de limiter la vulnérabilité face aux crises⁸.

Les premiers chiffres sur l'année 2017 montrent que les flux de capitaux se sont redirigés vers les pays émergents et que le risque s'est réduit. Dans le « Global Financial Stability Report » du FMI paru en octobre 2017, il est noté que les flux de portefeuilles vers les pays émergents pourraient atteindre 300 Mds USD fin 2017 (205 Mds USD estimés jusqu'en août), un niveau deux fois supérieur au total des deux années précédentes. De plus, la politique protectionniste entamée aux Etats-Unis, ajoutée à la récente déception à propos de la réforme fiscale attendue en fin d'année 2017, ont permis de ne pas provoquer de fortes tensions sur les flux de capitaux et pourraient maintenir l'attractivité des émergents. Par ailleurs, les perspectives de croissance à la hausse dans les pays émergents (4,5 % et 4,7 % en 2018 et 2019 respectivement), la hausse des prix des matières

⁷ C. Lim, F. Columba, A. Costa, P. Kongsamut, A.Otani, M. Saiyid, T. Wezel et X. Wu (2011) « Macprudential policy: what instruments and how to use them? Lessons from country experience », FMI, document de travail, n° 238, octobre

⁸ O. Blanchard, J. Ostry (2012), "The multilateral approach to capital controls", Vox EU, 11 December ; Ostry, J.Ghosh, A.Habermeier, K.Laeven, L.Chamon, M.Qureshi, M. and A. Kokeynyne (2011), "Managing Capital Inflows: What Tools to Use?"

premières et la baisse de l'inflation⁹ leur permettront d'absorber plus facilement un choc externe négatif. Le rapport du FMI suggère ainsi de continuer de prendre avantage de ces éléments, et :

- i) renforcer leur position extérieure et en réduire le niveau de dette des entreprises
- ii) améliorer la mise en place des politiques macros prudentielles.

Les pays émergents pourront ainsi faire face à l'éventuelle réduction des flux de capitaux entrants. En tout état de cause, les banques centrales ont jusqu'à maintenant assuré une bonne communication, ce qui permet ainsi aux marchés de s'adapter beaucoup plus facilement, et d'éviter un ajustement trop brusque (qui pourrait être plus dommageable).

Par ailleurs, tous les pays ne vont pas être affectés de la même façon. Si certains pays ont pu améliorer leurs fondamentaux macroéconomiques, d'autres ont vu leurs situation (notamment extérieure avec des comptes courants structurellement déficitaires et des besoins en financements externes plus importants) se dégrader à l'image de la Turquie et de l'Afrique du Sud. Les effets d'une fuite des capitaux seraient donc plus préjudiciables pour ces derniers. Par ailleurs, des pays comme l'Inde et la Chine ont des comptes financiers encore peu ouverts, les rendant plus résilients en cas de choc (ces deux pays ont également des taux de croissance supérieur à 6 % et des comptes courants à l'équilibre voir positif). Les effets seront aussi différents en fonction de l'importance de la dette externe libellée en dollar. Il est aussi important de préciser que si la Fed est dans une phase de rehaussement des taux, cette nouvelle orientation va de pair avec un affermissement de la croissance aux Etats-Unis, renforçant la résistance des pays dépendants de la demande américaine.

Conclusion

Un des effets principaux du resserrement monétaire est donc une forte sortie de capitaux (et une accentuation de la volatilité). L'appréciation du dollar (et de l'euro dans une moindre mesure) qui pourrait en résulter est une sensibilité à laquelle les pays émergents doivent faire face. Néanmoins, la structure macroéconomique de la plupart des pays émergents s'est nettement améliorée sur la dernière décennie, et le rythme d'augmentation des taux par la Fed reste modéré. Nous sommes donc dans un contexte fondamentalement différent de celui qu'ont connu les pays émergents dans les années 1990 (début de la globalisation financière) et les outils à disposition pour faire face aux stress financiers sont aussi plus nombreux.

Guillaume DUFOUR

⁹ Ce qui permet une meilleure gestion de la politique monétaire. Certains gros émergents sont dans leur cible (Brésil, Indonésie, Russie) et la moyenne des émergents restent à des niveaux convenables autour de 3,5% (malgré la récente augmentation chez les importateurs de matières premières du fait de la remontée des prix).

Annexe :

Pour rappel, les pays émergents ont traversé une crise de sorties massives de capitaux durant les années 1990. La période correspondait à l'ouverture du compte des capitaux de nombreux pays émergents (Consensus de Washington), leur fournissant un moyen supplémentaire pour financer leur économie (avec des retombées positives en termes de transferts de technologie et d'emplois). Ainsi, d'importants flux financiers se sont orientés vers les pays émergents, alimentant à la fois les tensions inflationnistes et la création de bulles spéculatives. De plus, les capitaux étrangers ont impliqué un grand nombre d'acteurs privés (domestiques et étrangers), ce qui rendait plus difficile la régulation des flux financiers. C'est en Thaïlande qu'a commencé la crise asiatique. L'entrée importante de capitaux a permis à la fois de stimuler l'expansion du crédit¹⁰, d'appuyer la croissance du PIB et de couvrir les besoins de financement lié déficit courant. Néanmoins, les flux entrants étaient composés en grande partie de flux de court terme et cet apport massif de devises a conduit à une inflation des prix, une appréciation de la monnaie, tandis que les marges de manœuvre de la politique monétaire étaient réduites (faible niveau des réserves de change d'une part et conflits d'intérêt pour l'usage du canal des taux d'intérêt : baisser les taux d'intérêt alimente l'inflation tandis que les monter maintient une pression sur la dépense publique et affaiblit davantage l'activité). Au vu de l'accroissement du déficit courant, de l'alourdissement de l'endettement extérieur et d'un système financier déficient, une sortie massive des capitaux s'est alors opérée. S'en est alors suivi une forte dévaluation de la monnaie, un ralentissement de l'économie (récession) et un système bancaire anéanti. Un effet de contagion s'est propagé à travers la région, avec les mêmes symptômes et les mêmes conséquences (Malaisie, Corée du Sud, Indonésie), d'une ampleur certes différente d'un pays à l'autre.

¹⁰ Dans « Rapid Growth and international credit : challenges for Asia » (Avdjiev *et al*, 2012) les auteurs montrent que les crédits internationaux alimentent d'autant plus les crédits domestiques dans les pays émergents.