

III. Au-delà des comptes courants : gérer les risques liés aux déséquilibres internationaux

La mondialisation présente des avantages économiques importants et mesurables. Elle développe les flux commerciaux et donne ainsi aux consommateurs la possibilité d'accéder à une gamme de biens et services bien plus large que celle produite par leur économie nationale. Elle donne naissance à des flux financiers qui augmentent les choix stratégiques des entreprises en les libérant des contraintes du marché domestique, et qui permettent aux investisseurs à la fois de réduire les risques et d'optimiser les rendements en diversifiant leurs actifs au niveau mondial. Ces flux financiers favorisent ainsi une allocation efficiente des capitaux et des compétences.

Cependant, en élargissant le champ d'activité des économies, la mondialisation accroît également les risques d'instabilité. Ainsi, les mêmes liens internationaux qui avaient amélioré le bien-être et l'efficacité au cours des décennies précédentes se sont révélés un puissant canal de transmission des chocs financiers et économiques durant la crise de 2007–2009. La chute rapide des prix des actifs a tout d'abord plombé les bilans des investisseurs internationaux, avant que l'effondrement du commerce mondial ne pénalise durement de nombreuses économies orientées vers l'exportation.

Avant la crise financière, le principal risque pesant sur l'économie mondiale tenait, pensait-on, à l'ampleur des excédents et déficits des paiements courants. Puis, au plus fort de la crise, c'est la solvabilité des grands établissements financiers qui a monopolisé l'attention. Aujourd'hui, alors que la crise s'estompe progressivement, le débat se recentre autour des risques posés par les déséquilibres des comptes courants, lesquels, même s'ils se sont atténués durant la crise, restent importants.

La persistance des déséquilibres courants fait courir le risque du protectionnisme. Et les flux financiers nets – qui s'achèment nécessairement des économies excédentaires vers les économies déficitaires – créent des risques additionnels. Une économie bénéficiant d'entrées financières nettes massives est exposée à une dépréciation brutale et désordonnée de sa monnaie en cas d'inversion soudaine de ces flux. Il se peut aussi que le secteur financier ne soit pas en mesure d'absorber efficacement ces entrées, ce qui pourrait être source d'instabilité financière.

Les déséquilibres des paiements courants se résorbent, mais lentement. Un processus d'ajustement structurel de l'épargne et de l'investissement est à l'œuvre dans les principaux pays excédentaires et déficitaires, et il finira par corriger les déséquilibres. La correction du cours de change réel contribue aussi à les réduire. Pour accélérer ce mouvement, il faudrait une plus grande flexibilité des prix intérieurs ou des cours de change nominaux, voire des deux à la fois. Comme les autorités doivent maintenir la stabilité des prix, l'ajustement du cours de change réel devrait essentiellement venir du cours nominal.

Une coordination internationale pourrait contribuer à mieux répartir le fardeau de ce processus entre les grands pays excédentaires et déficitaires, pour sortir du blocage actuel. Ainsi, puisque les coûts associés à un assouplissement du change incomberaient à la Chine, les États-Unis pourraient, pour leur part, mener des politiques budgétaire et monétaire plus restrictives. Parmi les économies émergentes excédentaires, le premier pays qui laissera sa monnaie s'apprécier sera défavorisé par rapport à ses concurrents : une meilleure coordination permettrait de réduire cet obstacle.

Les risques présentés par les déséquilibres courants et les flux nets de capitaux sont certes importants, mais la crise financière a montré aussi qu'il convient de pousser plus loin l'analyse et de s'intéresser également aux flux en termes bruts. Les entrées et sorties financières brutes dépassent largement les flux nets en compte courant, et il arrive souvent qu'elles soient importantes, même lorsque le solde courant ne l'est pas. Or, ce sont ces flux bruts que doit acheminer le secteur financier, en sachant que toute interruption brutale peut être source de crise majeure pour le pays bénéficiaire.

Les flux bruts représentent aussi une menace dans la mesure où ils contribuent à accroître les vulnérabilités des bilans des établissements financiers, des entreprises et des ménages, qui sont interconnectés à l'échelle mondiale. En effet, les bilans peuvent présenter des asymétries de devise, de liquidité et de crédit, car il est peu probable que les caractéristiques des actifs découlant des sorties concordent exactement avec celles des passifs découlant des entrées, que ce soit au niveau de chaque intervenant ou de l'économie dans son ensemble. En outre, même parfaitement équilibrés, les bilans génèrent des risques de contrepartie. Durant la crise financière, la soudaine dégradation des positions a entraîné un net ralentissement de l'activité, ce qui montre que, pour minimes qu'elles soient en apparence, des différences entre actifs et passifs peuvent – conjointement avec les risques de contrepartie – constituer un puissant mécanisme de propagation des chocs.

La première ligne de défense pour gérer les risques associés aux flux financiers bruts et aux déséquilibres financiers consiste à suivre des politiques macroéconomiques axées sur la stabilité monétaire et la viabilité budgétaire. La politique monétaire peut aussi servir à contrer une expansion excessive des prix des actifs et du crédit. Les stratégies de renforcement des cadres prudentiels et de l'infrastructure financière forment une deuxième ligne de défense pour limiter les déséquilibres financiers et atténuer les répercussions en cas de crise. Solution de dernier recours, envisageable seulement dans des circonstances exceptionnelles, les contrôles sur les mouvements de capitaux peuvent être utilisés comme palliatifs pour éviter provisoirement le risque d'entrées massives de fonds. Par ailleurs, les mesures prises pour combler les lacunes dans les données permettront de mieux évaluer les vulnérabilités susceptibles d'apparaître dans les bilans internationaux.

Notons enfin que les déséquilibres courants et financiers sont liés. La crise financière a montré qu'une gestion efficace des risques dans les deux domaines est déterminante pour parvenir à une croissance durable de l'économie mondiale et à la stabilité financière. Qui plus est, les déséquilibres courants présentent des risques semblables à ceux découlant des flux bruts.

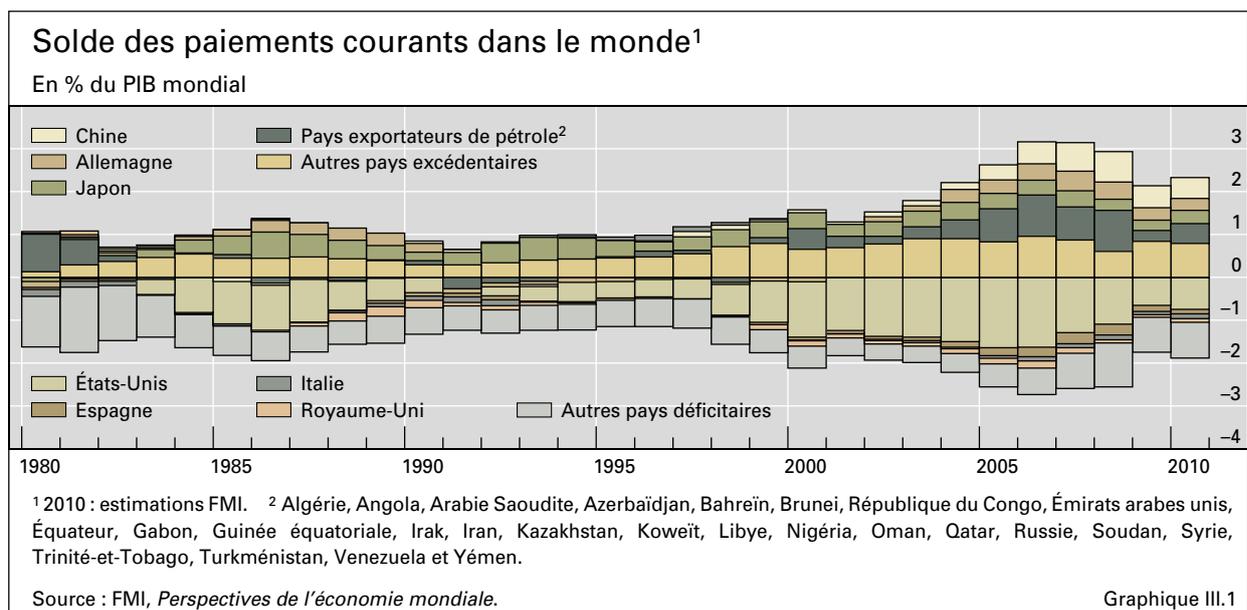
Comme indiqué ci-avant, une soudaine inversion des uns ou des autres peut provoquer une crise économique et financière dans un pays. Et certaines mesures destinées à réduire l'un des déséquilibres auront pour effet de résorber l'autre. Par exemple, un assouplissement du cours de change nominal permettrait d'accélérer l'ajustement des déséquilibres courants, mais il pourrait aussi, en tempérant les tensions inflationnistes, contribuer à la stabilité financière des économies émergentes excédentaires.

Le présent chapitre commence par un examen des amples déséquilibres des paiements courants qui existent à l'heure actuelle et du rôle que pourrait jouer une coordination des politiques pour réduire les risques qui en découlent. Il analyse ensuite les risques liés aux flux massifs de capitaux bruts et les mesures les plus efficaces pour y faire face avant de préciser, en conclusion, en quoi les déséquilibres courants et financiers sont liés.

Soldes courants : nature des risques et actions envisageables

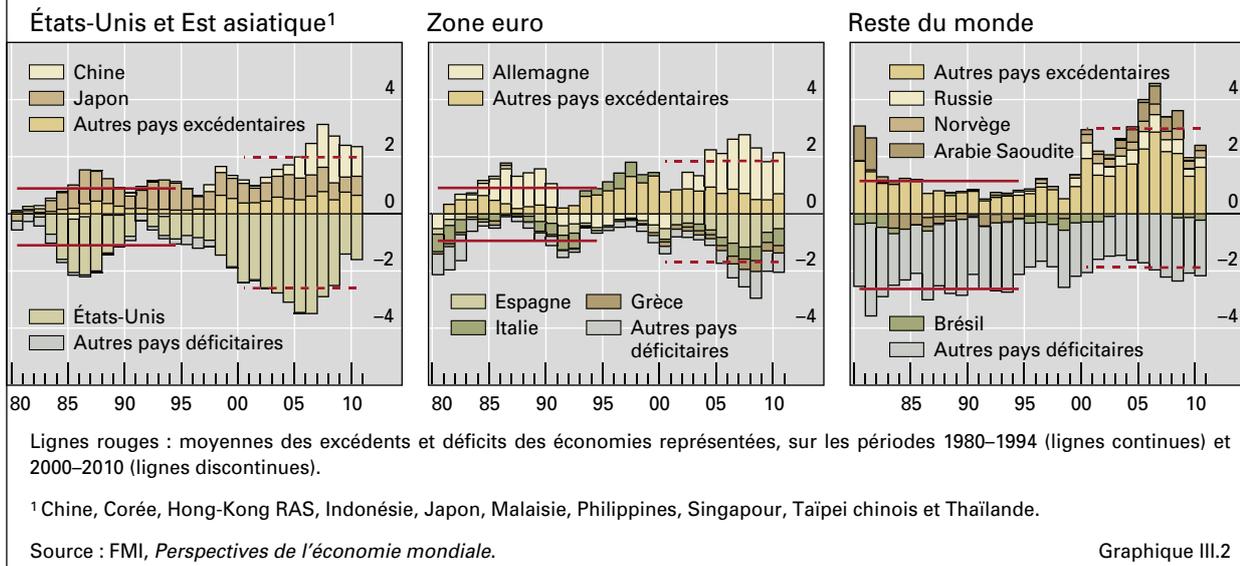
Les soldes des paiements courants demeurent substantiels (graphique III.1). Les États-Unis, l'Italie, l'Espagne et le Royaume-Uni affichent un déficit ample et persistant tandis que la Chine, le Japon et l'Allemagne continuent de dégager un fort excédent. En valeurs absolues, le solde agrégé des excédents et déficits est resté autour de 2 % du PIB mondial dans les années 1980 et au début des années 1990, pour augmenter régulièrement jusqu'à atteindre un pic de 6 % environ durant la période qui a précédé la crise financière. Si ce taux est redescendu à 4 %, il demeure élevé par rapport à ses niveaux historiques.

Les soldes courants présentent en outre une certaine concentration géographique. Depuis 1994, l'essentiel de leur expansion est le fait des États-Unis et de l'Est asiatique (graphique III.2, cadre de gauche) ainsi que de la zone euro (cadre du milieu). Lorsque l'on compare la période 1980–1994 avec la période 2000–2010, il apparaît que le solde moyen, en pourcentage du PIB,



Solde des paiements courants, par région

En % du PIB



s'est accru de quelque 2,6 points de pourcentage aux États-Unis et dans l'Est asiatique, et de 1,7 point dans la zone euro, mais de seulement 1,1 point dans le reste du monde. Cette concentration explique pourquoi le débat se polarise souvent sur quelques pays ayant des soldes particulièrement importants, dont la Chine et les États-Unis.

Par ailleurs, comme la réduction des soldes courants observée durant la crise s'explique en grande partie par des facteurs conjoncturels plutôt que structurels, il y a lieu d'escompter de nouvelles hausses. Comme les États-Unis, de nombreuses économies avancées en situation de déficit courant ont connu une forte contraction de la demande intérieure privée. À mesure que leur situation se redresse et que la consommation et l'investissement redémarrent, la demande doit augmenter ; en l'absence d'un assainissement en profondeur des finances publiques, ce mouvement creusera vraisemblablement un peu plus le déficit. À l'inverse, les plans de relance macroéconomique mis en œuvre dans les économies émergentes excédentaires, en particulier la Chine, ont dopé la croissance. Leur suppression progressive devrait réduire la demande intérieure et pourrait accroître les excédents courants.

Risques

Les déséquilibres courants risquent de déboucher sur un ajustement désordonné des changes...

Des déficits courants continuellement élevés ne sont pas viables et doivent donc être, à terme, résorbés. La question est par conséquent de savoir non pas si ces déséquilibres seront corrigés, mais comment, le principal risque étant qu'un ajustement désordonné nuise à la stabilité macroéconomique et financière mondiale.

Si les flux financiers qui forment la contrepartie des déficits courants venaient soudainement à s'inverser, les économies accusant de lourds déficits verraient leur monnaie chuter brusquement. Avant la crise financière, l'ample

déficit courant des États-Unis était déjà vu comme une grande menace pour la stabilité mondiale parce qu'il risquait d'entraîner une dépréciation désordonnée du dollar. Or, on ne saurait considérer comme acquise la capacité actuelle du pays à financer sans difficulté son déficit. L'expérience de plusieurs économies déficitaires de taille plus modeste a montré que la confiance du marché peut vite s'effondrer et obliger à un ajustement aussi soudain que coûteux. Un brusque rééquilibrage de la demande mondiale suite à une soudaine dépréciation du dollar serait lourd de conséquences pour l'économie mondiale.

Le secteur financier national peut également avoir des difficultés à absorber sans heurt les entrées financières qui forment la contrepartie du déficit courant. Il est à craindre, en particulier, que ces entrées ne soient pas affectées à des usages productifs, en l'absence d'une réglementation efficace des établissements financiers. Cette mauvaise allocation des capitaux – par exemple, pour nourrir un essor excessif des prêts immobiliers – pourrait induire des cycles d'expansion et de contraction menant à l'instabilité financière. Certains économistes estiment d'ailleurs que le boum de l'immobilier qui a précédé la crise aux États-Unis est en partie imputable aux entrées massives de capitaux finançant le déficit courant. La persistance des déséquilibres mondiaux signifie que des risques semblables continueront de peser sur la stabilité financière.

Enfin et surtout, du fait des déséquilibres courants, les pays en déficit pourraient être incités à adopter des mesures protectionnistes. Ce risque est particulièrement grand s'ils se considèrent désavantagés par les politiques des pays excédentaires. Une escalade protectionniste pourrait déboucher sur des guerres commerciales. Jusqu'ici, les autorités ont su résister à la tentation, mais le danger semble s'intensifier.

... et des mesures protectionnistes

Une situation d'impasse

Un rééquilibrage de la demande mondiale s'impose pour réduire les déséquilibres courants. Les pays déficitaires doivent miser sur la demande extérieure, et les pays excédentaires sur la demande intérieure. Exprimé en volume, cela signifie que les pays déficitaires devraient accroître l'épargne intérieure et réduire la consommation ou l'investissement, et les pays excédentaires faire exactement l'inverse. En termes de prix, une dépréciation réelle de la monnaie des premiers, en améliorant leur compétitivité internationale, aiderait à opérer les changements quantitatifs recherchés, comme le ferait symétriquement une appréciation réelle de la monnaie des seconds. Ces ajustements de cours réel passeront par l'assouplissement des prix et salaires intérieurs ou des cours de change nominaux, voire des deux.

Même si les déséquilibres courants se sont légèrement résorbés par rapport aux niveaux observés juste avant la crise (encadré III.A), le rythme de l'ajustement paraît lent, aujourd'hui, et la volonté d'aller bien plus loin semble faire défaut dans le contexte actuel. Un grand pays excédentaire ou déficitaire continuera sans doute de s'opposer à tout ajustement des prix ou du cours de change nominal s'il doit en assumer l'intégralité des coûts.

Pourtant, le processus d'ajustement est lent...

Encadré III.A – Signes d’ajustement

Pour résorber les déséquilibres mondiaux des comptes courants, il faut un rééquilibrage, en volume, de l’épargne et de l’investissement, appuyé par un inflexionnement des cours de change réels permettant de corriger les prix relatifs. De premiers signes tendent à montrer que ce rééquilibrage s’est amorcé. Aux États-Unis, l’épargne privée est orientée à la hausse depuis le pic de la crise, cependant que, en Chine, la volonté des dirigeants de stimuler la consommation intérieure et les mesures prises pour réformer la gouvernance des grandes entreprises pourraient réduire le niveau de l’épargne, aujourd’hui élevé.

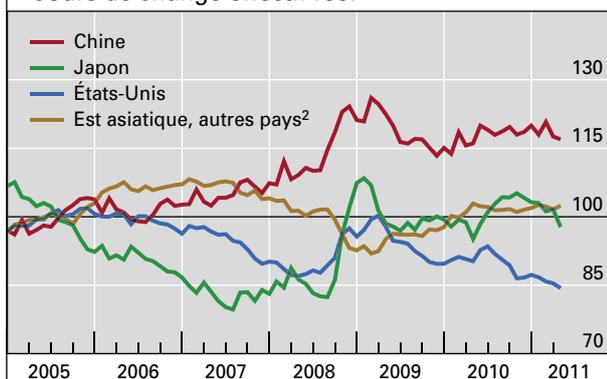
La correction des prix relatifs par la modification des cours de change réels contribue à réduire les déséquilibres des paiements courants – c’est-à-dire que les prix dans les pays déficitaires, exprimés en monnaies des pays excédentaires, ont tendance à augmenter plus lentement que les prix dans les pays excédentaires. Le cours de change effectif réel sur la base des coûts unitaires de main-d’œuvre constitue un indicateur de la compétitivité internationale. Or, il a chuté de 10 %, pour le dollar, entre 2004 et 2009, ce qui devrait contribuer à réduire le déficit courant des États-Unis. Si aucune donnée officielle n’est disponible, à ce jour, sur les coûts unitaires de main-d’œuvre en Chine, la vive accélération des augmentations salariales récemment observée dans ce pays tend à indiquer qu’un ajustement y est, là aussi, à l’œuvre. Le phénomène résulte en partie de la hausse du salaire minimum, mais il pourrait également signaler que l’excédent de main-d’œuvre se résorbe – ce qui, si cela se confirme, annoncerait des augmentations salariales encore plus rapides^①.

Les évaluations du cours de change effectif réel disponibles, sur la base des indices des prix à la consommation, font également apparaître l’existence d’un ajustement. Au cours des cinq dernières années, le cours de change effectif réel a progressé de quelque 15 % pour le renminbi (graphique III.A, cadre de gauche), tandis qu’il reculait dans la même proportion que pour le dollar, en dépit d’importants gains durant la crise financière. L’appréciation réelle du renminbi vis-à-vis du dollar (graphique III.A, cadre de droite) s’explique par une inflation plus élevée en Chine qu’aux États-Unis et par une appréciation nominale. Il se peut, d’ailleurs, que ces données sous-évaluent l’ampleur de l’ajustement en cours en Chine. Les récentes augmentations salariales devraient, en effet, renchérir les services, lesquels sont systématiquement sous-pondérés dans l’indice chinois des prix à la consommation utilisé pour calculer le cours de change réel.

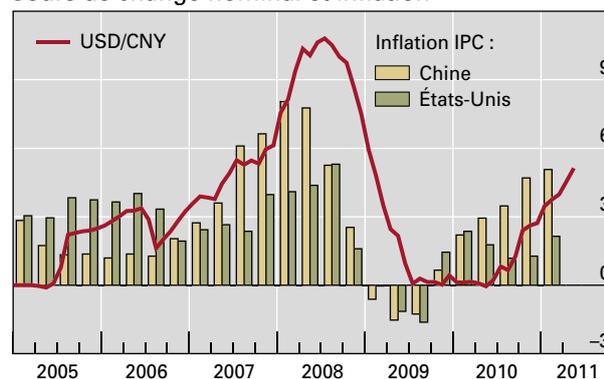
^① Dans la logique de l’offre de main-d’œuvre, la hausse de la demande n’a pas suscité d’augmentation importante des salaires réels, en Chine, parce que celle-ci pouvait être satisfaite en puisant dans l’offre excédentaire de travailleurs agricoles. À mesure que cet excédent s’amenuise, toute nouvelle hausse de la demande devrait entraîner des augmentations des salaires réels, qui viendraient accélérer l’appréciation réelle du renminbi.

Ajustement du cours de change réel

Cours de change effectif réel¹



Cours de change nominal et inflation³



¹ En termes de prix à la consommation relatifs (indice large BRI, moyenne 2005 = 100) ; une augmentation indique une appréciation.

² Corée, Hong-Kong RAS, Indonésie, Malaisie, Philippines, Singapour, Taïpei chinois et Thaïlande ; moyenne pondérée sur la base des PIB et PPA de 2005. ³ Variation annuelle du cours USD/CNY et des prix à la consommation ; en %.

Sources : données nationales ; BRI.

Graphique III.A

Plus particulièrement, et par crainte des coûts élevés d'une instabilité monétaire, les pays déficitaires résistent aux pressions déflationnistes liées à leur solde courant, tandis que les pays excédentaires résistent aux pressions inflationnistes. Cette résistance symétrique est généralement conforme aux objectifs de politique intérieure, surtout quand la résistance de l'autre partie est tenue pour immuable. En résulte une situation de blocage.

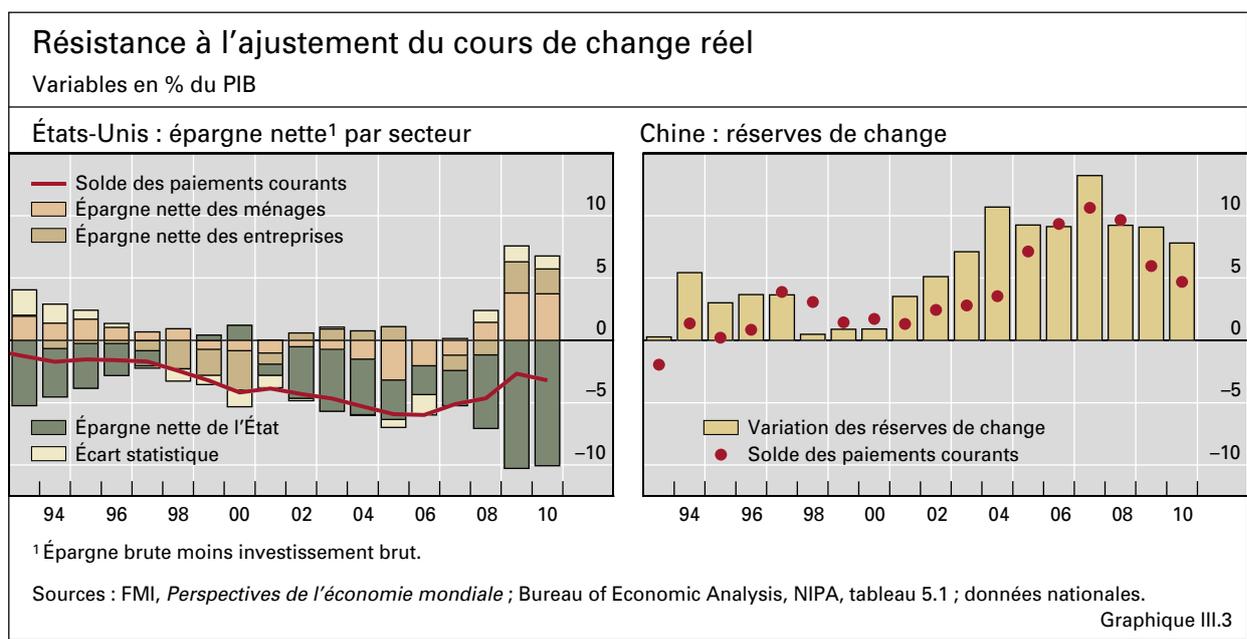
L'exemple des États-Unis est, à ce titre, instructif. Le pays a maintenu ses taux directeurs à un niveau bas et a engagé d'importantes mesures de relance budgétaire pour pallier le recul marqué de la demande des ménages et des entreprises (graphique III.3, cadre de gauche). La capacité de financement nette des ménages (épargne brute moins investissement brut) a en effet augmenté de quelque -3,2 % à +3,7 % du PIB entre 2005 et 2010, tandis que la capacité de financement nette de l'État chutait, de -3,2 % environ à -10,1 % du PIB. Il y a eu, pendant un certain temps, un risque réel de déflation, que les mesures de relance ont contribué à contrer.

Parallèlement, de nombreuses économies excédentaires s'efforcent de freiner l'appréciation nominale de leur monnaie. Une hausse rapide marquerait en effet la fin de leur stratégie de croissance par l'exportation et entraînerait probablement, à court terme, une baisse de l'emploi et de la production. La réticence de ces économies envers une appréciation rapide est donc bien conforme à leurs objectifs de politique intérieure.

Cette réticence est attestée par les réserves de change accumulées au cours de la dernière décennie (tableau III.1). Ainsi, la Chine affiche un compte courant fortement excédentaire et, en contrepartie, un taux élevé de constitution de réserves (graphique III.3, cadre de droite). Depuis 1994, elle a accumulé \$2 400 milliards de réserves de change (un volume supérieur de quelque 30 % à ses excédents courants cumulés) et a ainsi réussi à modérer la hausse du cours de change nominal.

... du fait des objectifs de politique intérieure...

... et de la résistance des économies émergentes à plus de flexibilité du change...



Réerves officielles en devises : variation annuelle					
	2006	2007	2008	2009	2010
	En milliards de dollars, à cours de change courants				
Monde	915,9	1 445,2	654,6	1 131,7	1 102,5
Économies avancées	164,7	177,2	71,6	483,9	320,0
États-Unis	0,8	4,7	7,1	53,1	1,7
Zone euro	12,3	18,3	3,4	64,1	17,4
Japon	45,4	73,1	56,6	12,9	39,3
Asie ¹	395,2	694,5	412,0	747,4	653,7
Chine	247,0	461,8	419,0	466,8	450,0
Corée	28,6	23,3	-61,0	68,8	21,6
Hong-Kong RAS	8,9	19,5	29,8	73,3	12,9
Inde	38,8	96,3	-19,6	17,8	10,1
Indonésie	8,0	13,9	-5,4	14,0	29,3
Malaisie	12,3	18,9	-9,9	4,3	9,5
Philippines	4,1	10,2	3,0	5,6	16,6
Singapour	20,1	26,7	11,2	13,6	37,9
Taïpei chinois	12,9	4,2	21,4	56,5	33,8
Thaïlande	14,6	19,9	23,4	26,8	32,0
Amérique latine ²	49,5	126,7	42,9	44,0	81,6
Argentine	3,7	13,8	0,2	1,2	3,6
Brésil	31,9	94,3	13,4	44,5	49,7
Chili	2,5	-2,6	6,2	2,2	2,5
Mexique	2,2	10,8	8,0	4,5	20,7
Venezuela	5,5	-5,2	8,9	-11,4	-8,6
PECO ³	28,2	42,4	5,7	39,3	15,3
Moyen-Orient ⁴	27,1	63,9	53,4	7,8	19,7
Russie	119,7	171,2	-55,0	4,9	26,9
<i>Exportateurs nets de pétrole⁵</i>	<i>285,3</i>	<i>330,5</i>	<i>145,8</i>	<i>-22,2</i>	<i>106,4</i>

¹ Économies citées. ² Économies citées plus Colombie et Pérou. ³ Pays d'Europe centrale et orientale : Bulgarie, Croatie, Hongrie, Lettonie, Lituanie, Pologne, Roumanie et République tchèque. ⁴ Arabie Saoudite, Koweït, Libye et Qatar. Arabie Saoudite : hors investissement en titres étrangers. ⁵ Algérie, Angola, Kazakhstan, Mexique, Nigéria, Norvège, Russie, Venezuela et Moyen-Orient.

Sources : FMI ; Datastream ; données nationales. Tableau III.1

Or, ce phénomène d'accumulation de réserves de change complique la conduite de la politique monétaire. En l'absence de mesures d'accompagnement, en effet, une augmentation des réserves exerce des pressions baissières sur les taux d'intérêt. Pour maintenir la stabilité monétaire et résister aux tensions inflationnistes découlant des interventions de change, la Chine s'est employée à neutraliser l'impact de ses vastes réserves de change, tout en relevant progressivement ses coefficients de réserves obligatoires et ses taux directeurs.

Globalement, les politiques mises en œuvre aux États-Unis, en Chine et ailleurs pour maintenir la stabilité monétaire et limiter les mouvements du cours de change nominal ont ralenti le rythme d'ajustement du cours de change réel.

Qui plus est, les politiques des pays excédentaires font qu'il est plus difficile pour les pays déficitaires de procéder à un ajustement unilatéral, et réciproquement. Par exemple, la politique macroéconomique de soutien de la demande intérieure aux États-Unis contribue à l'ample excédent courant de la Chine et rend plus massif et plus coûteux l'ajustement de taux que la Chine devra opérer pour réduire son excédent. Il se peut que les deux pays souhaitent procéder à un ajustement, mais chacun estime qu'une décision unilatérale n'est pas dans son intérêt, puisqu'elle entraîne des coûts dont il devra supporter la majeure partie et qui ne seront pas compensés par les avantages qu'il en retirera sur le plan intérieur, à savoir un renforcement de la stabilité financière et une baisse de l'inflation (si le pays concerné est une économie émergente excédentaire) ou une viabilité accrue de la position extérieure (s'il s'agit d'une économie avancée déficitaire). Le processus d'ajustement a cependant des retombées favorables pour tous les autres pays en renforçant la stabilité macroéconomique mondiale.

... qui rend plus coûteux pour les autres pays un ajustement unilatéral

De l'importance de la coordination des politiques

Une action coordonnée pourrait permettre de sortir de cette impasse. En raison des coûts importants de l'instabilité monétaire, l'ajustement devrait consister, avant tout, à assouplir les cours de change nominaux. Dans le cas des États-Unis et de la Chine, les coûts seraient sans doute, pour l'essentiel, pris en charge par la Chine, même si les États-Unis pourraient y participer en conduisant des politiques budgétaire et monétaire plus restrictives, de façon à réduire la demande intérieure. Un resserrement des politiques macroéconomiques du pays déficitaire pourrait également apaiser les craintes de dépréciation, par l'inflation, des réserves de change des pays excédentaires.

Une action coordonnée est nécessaire pour sortir de l'impasse actuelle

La coordination des politiques ne pourra vraisemblablement pas être mise en œuvre sans l'instauration de conditions intérieures plus favorables. Pour les pays déficitaires, il s'agira surtout d'enregistrer une reprise économique suffisamment solide pour pouvoir mener des politiques macroéconomiques plus restrictives. Les pays excédentaires pourraient, quant à eux, renforcer l'infrastructure des marchés financiers, par exemple en mettant en place un marché des dérivés de change, ce qui réduirait le coût réel d'un assouplissement du cours de change nominal.

Une action coordonnée des pays excédentaires lèverait, en outre, les réticences à prendre une initiative coûteuse. Puisque les exportateurs d'un pays excédentaire qui décide unilatéralement de laisser sa monnaie s'apprécier en valeur nominale sont désavantagés par rapport à ceux dont les pays n'ajustent pas simultanément à la hausse leur cours de change, une action coordonnée de leur part pourrait être une solution, en particulier en Asie émergente.

Une coordination entre économies excédentaires permettrait d'assouplir les cours de change

Un certain nombre de mesures structurelles sont également envisageables, tant dans les pays excédentaires que dans les pays déficitaires, en vue de résorber les déséquilibres courants mondiaux. Par exemple, le régime fiscal en vigueur aux États-Unis subventionne l'emprunt et pénalise l'épargne : supprimer ces distorsions pourrait concourir au rééquilibrage mondial. En Chine, à l'inverse, favoriser le développement de programmes de sécurité

sociale viables – régimes d'assurance-maladie et de retraite, notamment – réduirait les besoins d'épargne des ménages et encouragerait la consommation.

Compte tenu de l'ampleur du problème, il semble que, si des mesures concertées ne sont pas mises en œuvre, le blocage et les déséquilibres risquent de persister pendant de nombreuses années. Les économies excédentaires peuvent résister à l'appréciation nominale de leur monnaie tant qu'elles sont disposées à continuer d'accumuler des réserves de change et à en supporter le coût de portage. Les pays déficitaires sont donc généralement ceux qui, au final, sont contraints de procéder à un ajustement. Plus le blocage perdure, plus l'ajustement devra être important et plus il risque d'être désordonné¹.

Flux financiers bruts et déséquilibres financiers

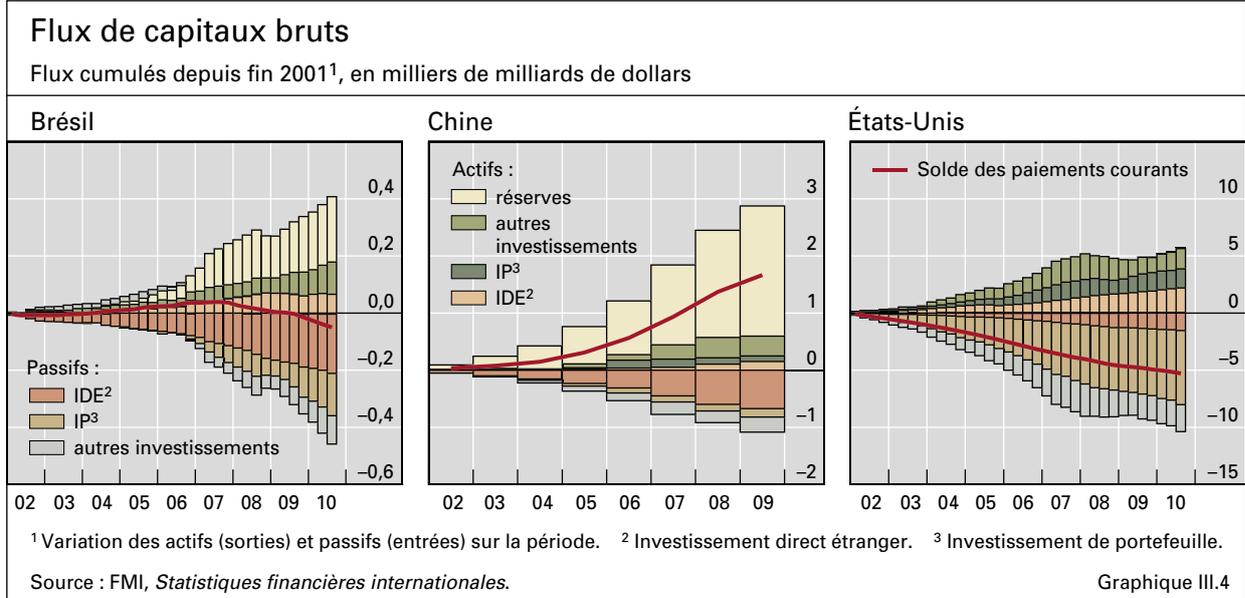
La crise financière a démontré que les risques internationaux liés aux flux financiers mesurés en termes bruts sont aussi importants que ceux associés aux soldes courants. Les flux financiers résultent de l'accumulation de positions importantes, interconnectées au niveau mondial, par les établissements financiers, les entreprises et les ménages. Les caractéristiques propres des entrées et sorties se traduisent, en fin de compte, par des asymétries, de devises ou d'échéances, entre actifs et passifs, qui sont sources de déséquilibres financiers. Il est important de comprendre et gérer les risques qui leur sont associés pour assurer la viabilité de la croissance économique mondiale et la stabilité financière.

Le solde courant d'un pays se définit comme la différence entre ses entrées et sorties brutes². Lorsque les premières sont supérieures aux secondes, le pays affiche un déficit courant ; la situation inverse correspond à un excédent courant. Prises séparément, cependant, les entrées et les sorties brutes peuvent être sans grand rapport avec la taille du compte courant. La diversification internationale des portefeuilles des investisseurs se fonde en effet sur le rapport risque/rendement attendu des placements plutôt que sur le solde épargne/investissement sous-jacent des économies respectives. Ainsi, la gestion des fonds de pension diversifiés à l'international suppose des sorties importantes des pays à la fois excédentaires et déficitaires. De même, les grandes entreprises qui accroissent leur production en investissant à l'étranger le font généralement sans se préoccuper du compte courant de leur pays d'origine.

Les entrées et sorties brutes sont importantes et pas toujours liées aux flux nets...

¹ Les pressions en faveur de l'ajustement sont un peu moins fortes aux États-Unis que dans les autres pays déficitaires. Le dollar étant la principale monnaie de réserve du monde, le pays peut supporter un léger déficit courant, même sur une longue période, car les non-résidents sont disposés à conserver en portefeuille des actifs libellés en dollar. Le déficit américain a néanmoins, de toute évidence, atteint un niveau où un ajustement paraît, à terme, inévitable.

² Les flux bruts sont eux-mêmes consolidés. Les entrées brutes désignent les achats moins les ventes d'actifs locaux par les non-résidents. De même, les sorties brutes mesurent les achats nets d'actifs étrangers par les résidents. Dans les deux cas, les flux bruts sont négatifs si les ventes sont supérieures aux achats.



Le Brésil est l'un des pays où un faible solde courant masque d'importantes entrées et sorties brutes (graphique III.4, cadre de gauche). Les pays dégagant un excédent courant affichent parfois d'importantes entrées financières. En Chine, par exemple, les entrées brutes ont dépassé \$1 000 milliards entre 2002 et 2009 tandis que l'excédent courant cumulé se montait à \$1 700 milliards (cadre du milieu). De même, les pays déficitaires peuvent enregistrer des sorties massives, à l'instar des États-Unis (cadre de droite), dont le déficit courant cumulé a avoisiné \$5 000 milliards sur les huit dernières années : les sorties brutes ont été encore plus considérables, financées par quelque \$10 000 milliards d'entrées.

... elles s'accumulent dans des bilans interconnectés...

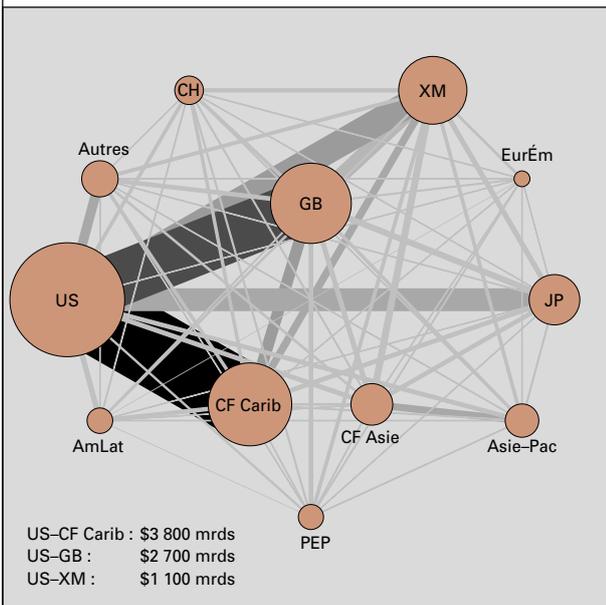
En outre, les bilans alimentés par les flux financiers bruts sont interconnectés selon des schémas complexes. Les statistiques bancaires BRI permettent d'étudier, parmi les transactions bilatérales, celles dont une des parties est une banque déclarante BRI. Dans le graphique III.5, les cercles ou « nœuds » correspondent à des pays ou régions ; leur taille est proportionnelle au montant des avoirs et engagements bancaires transfrontières comptabilisés par les banques qui y sont présentes, tandis que l'épaisseur des lignes qui les joignent est fonction de l'importance des créances (ou liens financiers) qui existent entre eux. Une distinction est faite entre les encours libellés en dollars (cadre de gauche) et en euros (cadre de droite).

... créant des interdépendances complexes

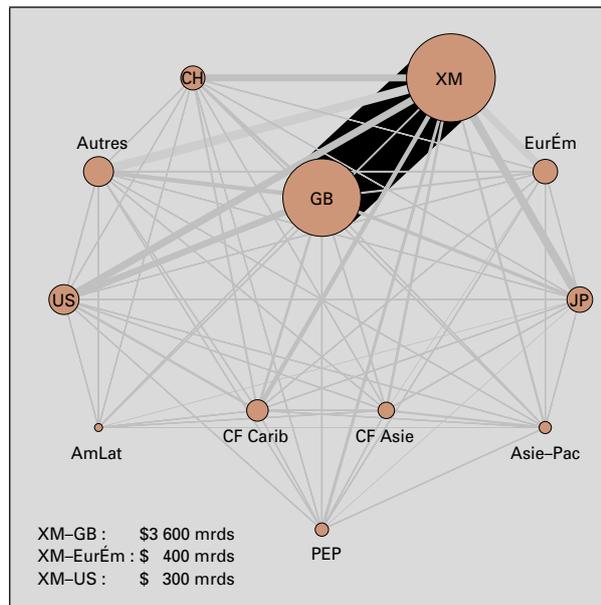
Dans certains cas, les relations financières sont étroitement liées au compte courant, comme pour ce qui est des flux entre la zone euro et l'Europe émergente. Mais la forte interdépendance qui existe entre les États-Unis et le Royaume-Uni (\$2 700 milliards d'encours en dollars ; cadre de gauche) et entre le Royaume-Uni et la zone euro (\$3 600 milliards d'encours en euros, cadre de droite) a bien peu à voir avec les soldes courants sous-jacents.

Interrelations dans le système bancaire international à fin 2010¹

Encours en dollar



Encours en euro



AmLat = Argentine, Brésil, Chili, Colombie, Mexique, Pérou et Venezuela ; Asie-Pac = Asie-Pacifique (Chine, Corée, Inde, Indonésie, Malaisie, Pakistan, Philippines, Taïpei chinois et Thaïlande) ; Autres = Australie, Canada, Danemark, Norvège, Nouvelle-Zélande et Suède ; CF Asie = centres financiers d'Asie (Hong-Kong RAS, Macao RAS et Singapour) ; CF Carib = centres financiers des Caraïbes (Aruba, Bahamas, Bermudes, îles Caïmans, Curaçao et Panama) ; CH = Suisse ; EurÉm = Europe émergente (Bulgarie, Chypre, Croatie, Estonie, Hongrie, Lettonie, Lituanie, Malte, Pologne, Roumanie, Slovaquie, Slovénie, République tchèque, Turquie et Ukraine) ; GB = Royaume-Uni ; JP = Japon ; PEP = pays exportateurs de pétrole (pays membres de l'OPEP plus Russie) ; US = États-Unis ; XM = pays membres de la zone euro, hors Chypre, Malte, Slovaquie et Slovénie.

Voir I. Fender et P. McGuire, « Bank structure, funding risk and the transmission of shocks across countries: concepts and measurement », *Rapport trimestriel BRI*, septembre 2010, pp. 63-79.

¹ La taille de chaque cercle est proportionnelle au volume des créances et engagements transfrontières des banques déclarantes situées dans le pays ou la région. Certaines régions comprennent des pays non déclarants. L'épaisseur d'une ligne entre un centre A et un centre B est proportionnelle à la somme des créances des banques de A sur tous les résidents de B, des engagements des banques de A vis-à-vis des établissements non bancaires de B, des créances des banques de B sur tous les résidents de A, et des engagements des banques de B vis-à-vis des établissements non bancaires de A.

Sources : BRI, statistiques bancaires territoriales (par pays de résidence) ; calculs des auteurs.

Graphique III.5

Risques

Les flux bruts présentent les mêmes risques que les flux nets : interruption soudaine et absorption inefficace

Les flux financiers bruts présentent certains risques très semblables à ceux qui sont associés aux flux nets. De fortes entrées brutes peuvent s'interrompre – voire s'inverser – brutalement et provoquer une crise. Elles sont également susceptibles de submerger le secteur financier – qui, après tout, achemine les flux bruts (et pas les flux nets) – s'il est fragile ou insuffisamment réglementé.

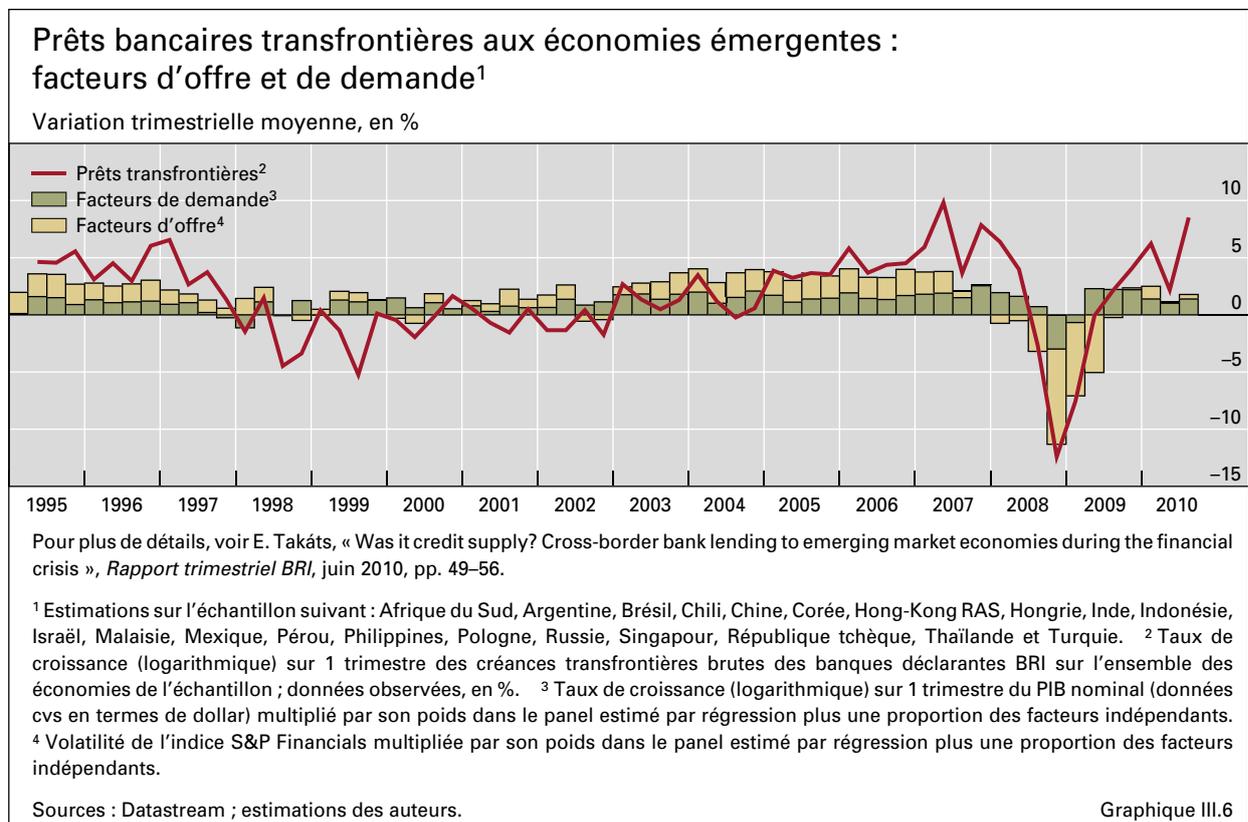
La présence de fortes asymétries dans les bilans internationaux est également source de risques

Plus important encore, les massives positions de bilan qui découlent des flux bruts présentent des risques tenant au fait que les actifs (sorties accumulées) et passifs (entrées accumulées) ne sont pas interchangeable. Les actifs étrangers détenus par certains résidents (fonds de pension, par exemple) ne peuvent généralement pas être mobilisés pour honorer les dettes transfrontières contractées par d'autres résidents tels que les promoteurs immobiliers. De surcroît, les risques de change, de liquidité et de crédit des actifs et passifs sont souvent très différents. Le profil de risque du portefeuille

d'actions d'un fonds de pension et celui du portefeuille de prêts d'un promoteur immobilier ont peu en commun.

Bien évidemment, les risques associés aux flux bruts (transactions entre résidents et non-résidents) ne sauraient être considérés isolément. Il faut plutôt les replacer dans le contexte plus général des bilans nationaux (transactions entre résidents). Par exemple, les flux internationaux peuvent favoriser une croissance rapide du crédit intérieur puisqu'ils représentent une source additionnelle de financement. De fait, lors de boums du crédit, la composante extérieure connaît souvent une croissance plus rapide que la composante intérieure (encadré III.B).

Une ventilation des données sur les flux bruts par grandes catégories – réserves, investissements de portefeuille et investissement direct étranger (IDE) – permet de mettre en évidence les distinctions entre actifs et passifs d'un pays décrites plus haut. Des asymétries prononcées sont détectables, même à ce niveau d'agrégation très élevé (graphique III.4). On observe qu'au Brésil, par exemple, les entrées d'IDE sont largement supérieures aux sorties d'IDE – ce sont les réserves accumulées et, dans une moindre mesure, les autres investissements qui équilibrent le solde courant. En Chine, les sorties sont essentiellement constituées de réserves et les entrées, d'IDE. Aux États-Unis, les sorties d'IDE sont légèrement supérieures aux entrées d'IDE : d'importantes entrées au titre de l'investissement de portefeuille, provenant en partie des réserves accumulées par les autres pays, financent le déficit courant, tout en finançant, à bas coût, l'achat d'actifs étrangers assortis de rendements plus élevés. Les asymétries sont encore plus marquées au niveau des agents économiques.



Encadré III.B – Liquidité mondiale

Le bas niveau des taux d'intérêt sur les grandes monnaies internationales a fait naître des préoccupations quant aux conditions de crédit dans le monde, qui constituent un aspect de ce que l'on appelle « liquidité mondiale ». L'encadré se propose d'apporter quelques lumières sur le sujet en exploitant les statistiques financières internationales BRI, qui recensent les flux de crédits transfrontières.

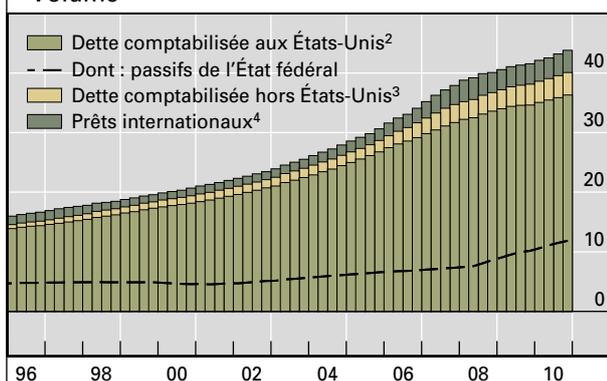
Mondialisation des agrégats de crédit

Certaines monnaies sont largement utilisées en dehors de leur pays d'émission, et les décisions de leur institut d'émission exercent une influence directe sur les conditions monétaires et financières dans le reste du monde. Exemple par excellence, le dollar, très répandu et de plus en plus utilisé en dehors des États-Unis. La part des agents hors États-Unis (ci-après, « non-résidents ») dans le total des crédits en dollar octroyés au secteur non financier à travers le monde (graphique III.B.1, cadre de gauche, « Dette comptabilisée hors États-Unis » et « Prêts internationaux ») est passée de 12 % à 17 % entre 2000 et mi-2010 ; si l'on exclut les « passifs de l'État fédéral », la proportion est encore plus élevée (15 % et 23 % respectivement).

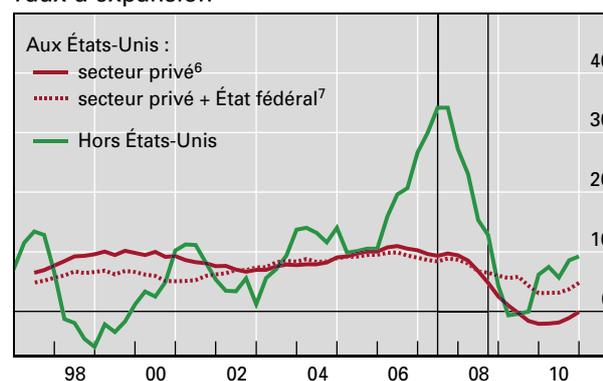
Les crédits en dollar aux non-résidents s'accroissent beaucoup plus vite que les crédits aux résidents des États-Unis, et l'écart s'est nettement creusé après la crise (cadre de droite). Les crédits aux ménages et aux entreprises non financières aux États-Unis ont progressé de quelque 9 % l'an entre 2000 et 2007, pour totaliser \$23 000 milliards à la veille de la crise (166 % du PIB américain), tandis que l'expansion annuelle des crédits en dollar aux non-résidents atteignait jusqu'à 30 %, en glissement annuel, à mi-2007, pour parvenir à un total de \$5 800 milliards (15 % du PIB du reste du monde). Après la crise, les crédits aux agents privés résidents se sont contractés de \$580 milliards entre T3 2008 et T4 2010, alors que les crédits aux non-résidents, après avoir brièvement fléchi, se sont finalement accrus de \$749 milliards ; l'expansion a été particulièrement vive dans les pays, telle la Chine, connaissant un boum du crédit intérieur.

Liquidité en dollar dans le monde : crédit au secteur non financier

Volume¹



Taux d'expansion⁵



¹ En milliers de milliards de dollars. ² Dette du secteur non financier aux États-Unis (titres de dette, crédits hypothécaires, prêts bancaires, papier commercial, crédits à la consommation, emprunts d'État, autres prêts et avances ; hors crédits commerciaux, prêts aux fins de portage de titres, financements par actions). ³ Encours des titres de dette en dollar émis hors États-Unis par des signatures non américaines. ⁴ Prêts transfrontières et locaux en dollar accordés au secteur non bancaire hors États-Unis. Prêts locaux en dollar au secteur non bancaire : pour la Chine, le chiffre reprend les données nationales sur le total des prêts en devises, en supposant que ces prêts sont libellés en dollar à hauteur de 80 % ; pour les autres pays non déclarants, est retenu, en première approximation, le total des prêts en dollar des banques déclarantes BRI aux banques locales. ⁵ Variation sur 1 an, en %. Traits verticaux : fin T2 2007 et fin T3 2008. ⁶ Crédit au secteur non financier des États-Unis moins crédit à l'État fédéral. ⁷ Crédit au secteur non financier des États-Unis.

Sources : Banque populaire de Chine ; Conseil des Gouverneurs du Système de Réserve fédérale ; BRI, statistiques sur la dette internationale et statistiques bancaires territoriales (par pays de résidence).
Graphique III.B.1

Composante internationale des boums du crédit interne

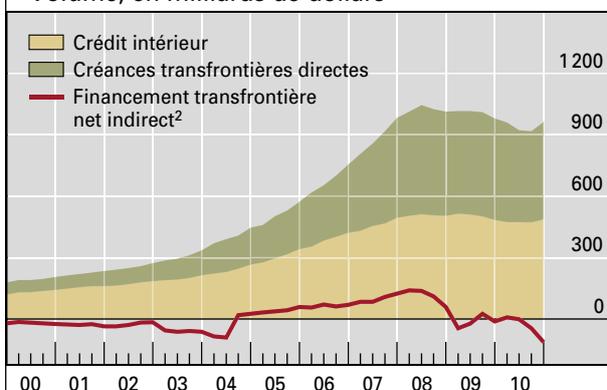
En phase de boum du crédit intérieur (défini comme une période où les crédits au secteur privé croissent plus vite que la masse monétaire), les canaux du crédit non bancaire tendent à être particulièrement actifs, comme l'a montré le système bancaire « parallèle » aux États-Unis. Et, dans le même temps, les sources de financement international – prêts directs au secteur non bancaire ou indirects par le biais des établissements locaux – se développent généralement plus vite que les crédits octroyés par les banques résidentes.

Le cas de l'Irlande illustre parfaitement ce mécanisme. Les créances transfrontières sur le secteur non bancaire irlandais ont augmenté de quelque 40 % l'an sur les trois années qui ont précédé la crise (2005–2007), soit un rythme supérieur de 10 points à l'expansion du crédit intérieur (graphique III.B.2, cadre de droite). Comme, de surcroît, le crédit bancaire intérieur progressait plus vite que les dépôts des résidents (non bancaires), les banques irlandaises ont dû se financer à l'étranger (cadre de gauche). Ensemble, les créances transfrontières sur la clientèle non bancaire et le financement extérieur net des banques représentaient plus de la moitié du crédit total au secteur non bancaire en 2008.

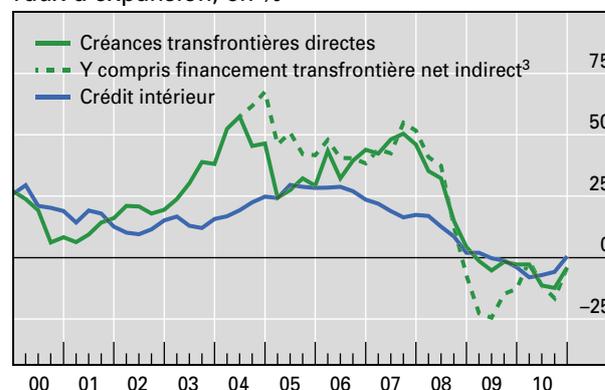
Au contraire des financements indirects par le biais de l'interbancaire, les prêts transfrontières directs à la clientèle non bancaire placent les autorités face à des difficultés particulières. Premièrement, ils peuvent constituer un moyen de contourner les mesures mises en place pour freiner l'octroi de crédits, telles que relèvement des réserves obligatoires, durcissement des outils prudentiels ou macroprudentiels (élévation du ratio prêt/valeur, par exemple) et plafonnement du crédit. À tel point que Bâle III envisage, dans la mise en pratique du volant de fonds propres contracyclique, d'instituer une coopération entre autorités des pays d'accueil et d'origine, afin de lutter contre tout arbitrage réglementaire. Deuxièmement, les prêts transfrontières directs sont plus difficiles à retracer que le crédit intérieur : ils échappent aux statistiques monétaires (source d'information essentielle pour l'expansion du crédit), et sont difficiles à identifier dans les données économiques de base (statistiques de la balance des paiements, par exemple), qui s'avèrent peu fiables dans ce domaine.

Irlande : crédit des banques au secteur non bancaire

Volume, en milliards de dollars¹



Taux d'expansion, en %



¹ À cours de change constants de fin 2010. ² Emprunt transfrontière total net (engagements moins avoirs) des banques résidentes. ³ Créances transfrontières directes plus financement transfrontière net indirect (s'il est positif) des banques résidentes (représenté dans le cadre de gauche), en partant de l'hypothèse que les fonds interbancaires correspondants sont, *in fine*, redistribués au secteur non bancaire local.

Sources : FMI, *Statistiques financières internationales* ; BRI, statistiques bancaires territoriales (par pays de résidence).

Graphique III.B.2

Les puissants et multiples liens financiers qui se tissent ainsi à l'échelle mondiale peuvent transmettre rapidement les chocs de façon inopinée et dans des directions imprévisibles. On sait, par exemple, que les graves tensions enregistrées durant la crise financière ont restreint la capacité des banques

Les liens financiers peuvent transmettre rapidement les chocs

internationales à fournir du crédit. Il en est résulté notamment une baisse des prêts bancaires transfrontières à plusieurs économies émergentes plus forte que ce que les facteurs de la demande pourraient à eux seuls expliquer (graphique III.6). Durant la crise, il est apparu, contre toute attente, que certaines banques d'Europe continentale avaient de grosses expositions sur le marché américain des prêts hypothécaires à risque, qui menaçaient leur liquidité et leur solvabilité. Les problèmes liés à ces expositions étaient particulièrement graves dans les économies caractérisées par un puissant effet de levier au plan local ne laissant que peu de marge pour absorber les pertes à l'international.

Gérer les risques financiers

La crise financière a montré qu'il peut coûter extrêmement cher de négliger les déséquilibres financiers. En l'absence d'une réglementation produisant l'effet incitatif approprié, l'existence de liens étroits et d'asymétries profondes des bilans expose le secteur financier et, *in fine*, l'économie tout entière, à des risques substantiels.

Première ligne de défense : politiques macroéconomiques saines, favorisant la stabilité monétaire

La mise en œuvre de politiques macroéconomiques saines – assurant la stabilité monétaire et la viabilité budgétaire – constitue la première et la meilleure ligne de défense contre les risques liés aux déséquilibres financiers (chapitre IV, Défis pour la politique monétaire). Si les marchés estiment que l'inflation n'est plus maîtrisée ou si les autorités budgétaires n'offrent pas une protection adaptée contre le risque de défaut souverain, ils pourraient provoquer une réduction forcée du levier d'endettement. Celle-ci, affectant des bilans très asymétriques, pourrait entraîner une forte contraction de l'activité locale, puis internationale. La politique monétaire peut aussi jouer un rôle au-delà même du maintien de la stabilité des prix en contrant une expansion excessive du crédit ou des prix des actifs.

Deuxième ligne de défense : une réglementation financière renforcée...

Une meilleure réglementation du secteur financier viendrait compléter les politiques macroéconomiques saines en aidant à prévenir les crises ou à en limiter les répercussions (chapitre V). Ajuster les exigences de fonds propres en fonction du risque particulier à certaines expositions renforcerait le système financier, tout en réduisant, en amont, les incitations à accumuler d'importants déséquilibres de bilan. La réforme de la réglementation engagée dans le cadre de Bâle III marque un progrès notable dans ce sens.

... notamment, recours à des outils macroprudentiels

Les outils macroprudentiels, en particulier, peuvent largement contribuer à limiter l'accumulation d'importants déséquilibres de bilan. Certaines économies émergentes ont acquis une vaste expérience dans ce domaine, récemment. En Europe centrale et orientale, le ratio prêt/valeur et les ratios du service de la dette étaient utilisés avant même le début de la crise financière. Des économies émergentes d'Amérique latine ont eu recours au système de provisionnement dynamique inspiré du système bancaire espagnol. Et plusieurs économies d'Asie émergente ont mis en place diverses mesures macroprudentielles visant à protéger leur système bancaire contre une surchauffe des marchés immobiliers et à contenir l'expansion du crédit. De tels instruments peuvent préserver la solidité des bilans bancaires et réduire le dommage qu'un choc financier pourrait infliger à l'économie tout entière.

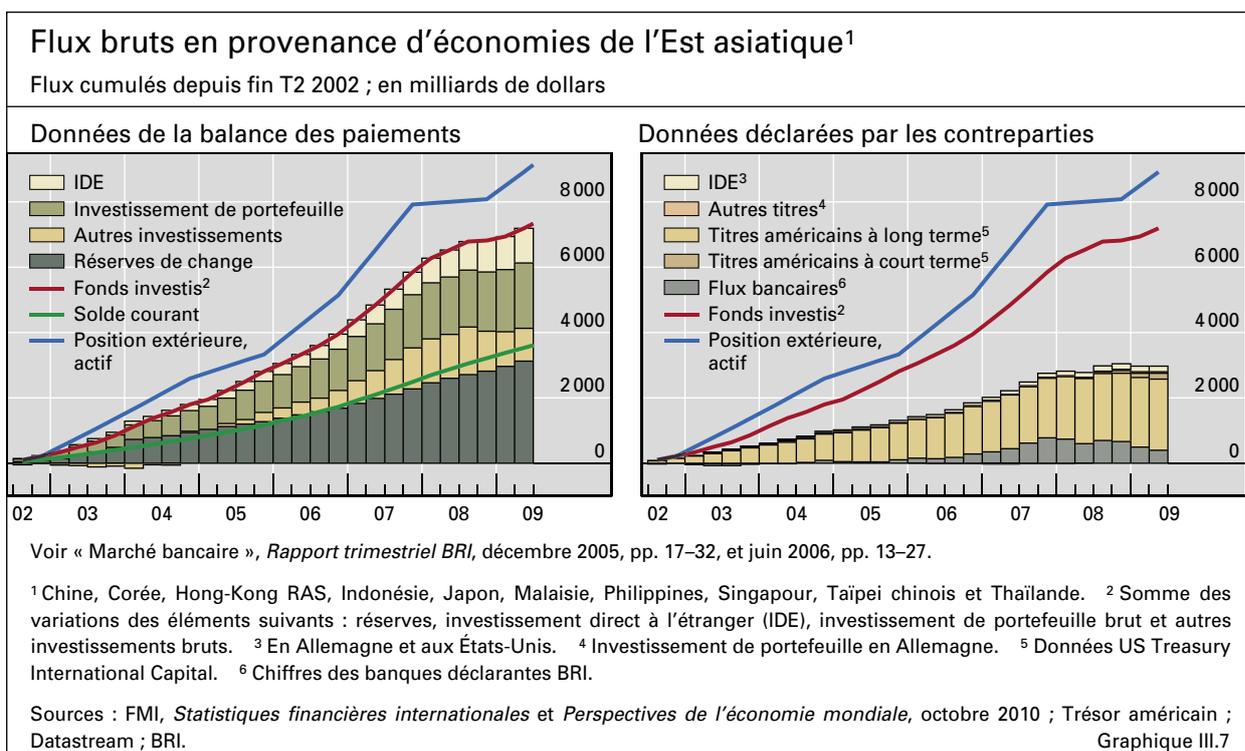
L'imposition de contrôles sur les mouvements des capitaux demeure la dernière ligne de défense contre les déséquilibres financiers et doit être réservée à des circonstances exceptionnelles. Elle peut être employée, en dernier recours, pour freiner les entrées de capitaux à titre provisoire. À plus long terme, comme on a pu le constater, elle modifie principalement la composition des flux bruts, plutôt que leur ampleur, mais il est trop tôt pour déterminer si cet « effet de composition » contribue à réduire les risques liés aux asymétries de bilan. De surcroît, les contrôles ne peuvent toucher que les flux transfrontières (transactions entre résidents et non-résidents) et n'exercent d'influence ni sur les transactions intérieures ni sur les conditions monétaires, facteurs qui contribuent souvent beaucoup plus à l'accumulation de déséquilibres financiers.

Le contrôle des capitaux devrait être réservé à des circonstances exceptionnelles

La plus grave difficulté inhérente aux contrôles sur les mouvements de capitaux est le risque, à terme, de fausser l'allocation des ressources et de compromettre les perspectives de croissance sur longue période. Il pourrait aussi en résulter, à court terme, une surenchère à rebours : les contrôles imposés dans un pays pourraient avoir pour effet de rediriger les entrées de capitaux vers d'autres, lesquels seraient alors appelés à adopter, eux aussi, de telles mesures. Une coordination internationale pourra être nécessaire pour éviter le recours excessif à ces contrôles sous l'effet de tels facteurs externes.

Par ailleurs, si l'on entend ne pas se limiter à une analyse rudimentaire des risques, il convient d'améliorer la qualité des données disponibles sur les flux bruts et les bilans (chapitre VI). Prenons, par exemple, les actifs accumulés dans les économies de l'Est asiatique (graphique III.7). Entre 2002 et 2009, celles-ci ont ensemble accumulé \$3 500 milliards d'excédents budgétaires (cadre de gauche). Sur la même période, elles ont enregistré des sorties financières brutes de plus de \$7 000 milliards, auxquelles s'ajoutent les plus-

Une meilleure information est également nécessaire pour mieux comprendre les risques



values et autres gains de valorisation, pour un cumul total de près de \$9 000 milliards de la valeur de leurs actifs (cadre de droite). Mais, les données déclarées par les contreparties ne permettent de retracer qu'un tiers environ de ce total. Cette lacune dans les données, dont il y a d'autres exemples, doit être comblée pour permettre de mieux évaluer les risques pouvant résulter de l'interconnexion des bilans dans le monde.

Synthèse

La mondialisation a grandement amélioré le niveau de vie des populations dans les économies avancées et émergentes. Le développement des échanges de biens et de services a élargi le choix des consommateurs et a permis aux producteurs de se spécialiser en fonction de leur avantage comparatif. La mondialisation financière a contribué à une allocation plus efficiente des capitaux entre pays et favorisé la diversification internationale des portefeuilles. Ces avantages ont toutefois engendré un certain nombre de risques.

Pour gérer les risques liés aux déséquilibres courants, il est nécessaire de procéder à un ajustement structurel, afin de rééquilibrer à terme la demande. À court terme, une action internationale concertée pour un assouplissement des changes pourrait accélérer le processus.

Pour gérer efficacement les risques associés aux déséquilibres financiers provoqués par les flux de capitaux bruts, il est nécessaire de mettre en œuvre de saines politiques macroéconomiques alliées à des mesures visant à renforcer les cadres prudeniels et l'infrastructure financière. Les contrôles sur les mouvements de capitaux ne devraient être utilisés qu'à titre provisoire, en dernier recours.

Une politique qui agit sur l'un des deux types de déséquilibres tend à avoir de bons résultats sur l'autre. Ainsi, un resserrement monétaire dans les pays déficitaires peut les résorber tous les deux en réduisant simultanément l'excès de demande intérieure et les incitations à la prise de risque dans le secteur financier. Inversement, une politique excessivement accommodante (des taux directeurs trop bas, trop longtemps) risque d'accentuer les deux déséquilibres. De plus, des mesures réglementaires et macroprudentielles peuvent limiter l'ampleur des déséquilibres financiers tout en aidant le système financier à absorber efficacement les entrées associées aux déséquilibres des paiements courants. Pareillement, dans les économies avancées affichant un déficit courant intenable, un assainissement budgétaire contribuera à réduire le déficit courant ainsi que les risques financiers résultant de préoccupations quant à la viabilité de la dette. Enfin, un assouplissement du cours de change nominal favorise non seulement l'ajustement du cours de change réel – indispensable à la réduction du déséquilibre courant – mais également une réduction des tensions inflationnistes dans les économies émergentes excédentaires, indispensable à la gestion des risques attachés aux déséquilibres financiers.

Il est nécessaire de prendre des mesures de cette nature pour gérer correctement les vulnérabilités que crée la mondialisation et pour s'assurer qu'elle continue d'améliorer le bien-être économique et le niveau de vie partout dans le monde.