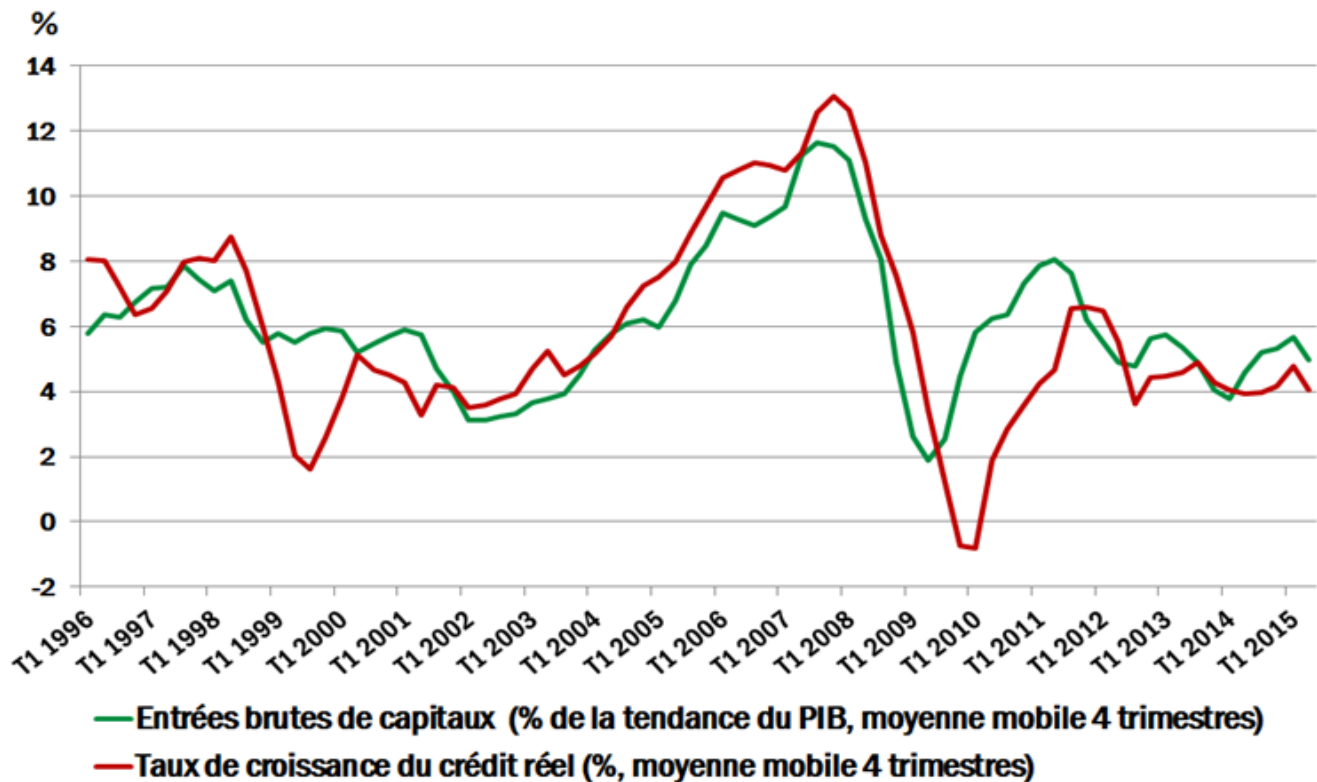


Flux de capitaux et crédit domestique

Par [Ludovic Gauvin](#), [Ramona Jimborean](#) et [Julio Ramos-Tallada](#)

Le lien entre flux de capitaux, parfois très volatils, et crédit domestique est devenu un défi majeur pour la stabilité financière. Ceci explique la mise en place de mesures de gestion des flux de capitaux dans certains pays. La sensibilité du crédit aux investissements transfrontaliers est amplifiée par la rigidité du régime de change et par la présence de banques étrangères. Les implications pour les politiques contracycliques sont importantes.

Graphique 1 : Flux de capitaux entrants et crédit domestique (31 pays)



Source: International Financial Statistics (FMI), calculs des auteurs. Notre analyse est réalisée sur un échantillon de 31 pays (11 avancés et 20 émergents et en développement), sur la période 1995-2015. Pour construire le ratio sur la tendance du PIB de chaque pays, aussi bien les flux de capitaux que le PIB sont mesurés en dollars. Le crédit réel est calculé en déflétant le crédit nominal par un indice de prix, généralement l'IPC. Les séries du graphique correspondent à l'agrégat de tous les pays.

La dynamique du crédit domestique est positivement liée aux entrées de capitaux transfrontaliers (voir [Rue de la Banque N° 38](#) et graphique 1). Les enjeux de cette procyclicité sont considérables.

Lorsque la conjoncture internationale est favorable, un *boom* du crédit peut être alimenté par des capitaux transfrontaliers. Ceci est susceptible de poser les bases d'une crise financière. Ce fut le cas en Thaïlande en 1997 ou en Espagne en 2012. Le contexte inverse, comme celui qui prévaut depuis l'annonce de la normalisation de la politique monétaire aux États-Unis à la mi-2013, comporte également des enjeux. Dans le sillage d'un resserrement des conditions monétaires globales, d'éventuelles interruptions des entrées de capitaux peuvent être néfastes pour certaines économies. Les entreprises non-financières pourraient avoir des difficultés à se refinancer, notamment dans les pays où le cycle du crédit est fortement lié à la disponibilité de capitaux internationaux.

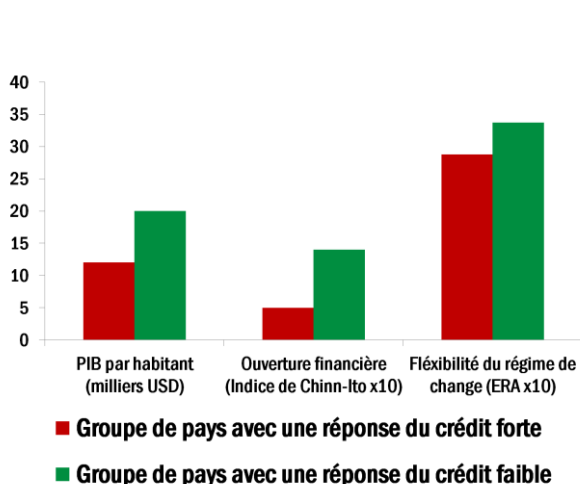
Cette procyclicité suggère que les politiques dont l'objectif est, par exemple, d'atténuer la surchauffe de l'économie, n'ont qu'un effet limité : la hausse de taux d'intérêt nécessaire pour contenir un *boom* de prêts risque d'attirer davantage de flux de capitaux, renforçant ainsi la croissance du crédit.

Rôle du régime de change et de la globalisation bancaire

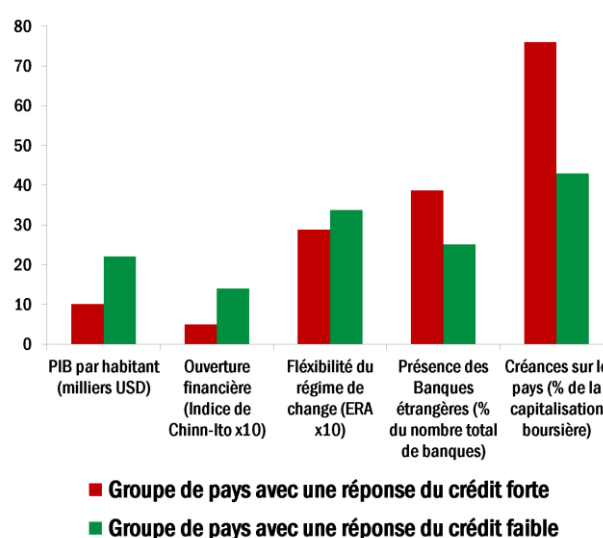
Quels sont les déterminants de la réponse du crédit domestique aux entrées brutes de capitaux ? Nous investiguons cette question pour une trentaine de pays utilisant un modèle vectoriel autorégressif (VAR) (voir [Rue de la Banque N° 38](#) pour plus de détails). Il en ressort que les pays dont le crédit est le plus sensible aux chocs de flux de capitaux ont, en moyenne, un niveau de développement, mesuré par le PIB par habitant, plus faible (voir graphiques 2 et 3). D'après nos estimations, trois facteurs, différenciant généralement les pays émergents des avancés, déterminent le lien entre crédit domestique et flux de capitaux.

Niveau des caractéristiques du pays selon la réponse moyenne du crédit domestique aux entrées de capitaux :

Graphique 2 : Réponse immédiate



Graphique 3: Réponse après 6 mois



Sources : World Development Indicators (Banque Mondiale), BRI, [Chinn & Ito \(2006\)](#), AREAER (FMI) et estimations des auteurs via un modèle VAR. Les barres vertes (rouges) représentent le niveau moyen d'une caractéristique donnée dans les pays du groupe ayant des réponses du crédit relativement plus faibles (plus fortes). Par exemple, le PIB par habitant, moyen, des pays dont le crédit réagit le moins (le plus) aux flux de capitaux est de 22 000 USD (10 000 USD). Nous ne montrons le niveau des caractéristiques que lorsque les réponses moyennes diffèrent significativement entre les deux groupes de pays.

Premièrement, les pays dont l'ouverture du compte financier de la balance des paiements est plus faible affichent un impact plus élevé des entrées brutes de capitaux sur le crédit domestique. Plutôt qu'une relation de causalité, ce résultat reflète le fait que les mesures de gestion des flux de capitaux sont davantage utilisées par les pays (généralement émergents) qui observent un effet procyclique plus fort des investissements transfrontières sur le crédit et visent à l'atténuer. En d'autres termes, cette procyclicité pourrait être encore plus élevée si ces mesures restreignant l'ouverture financière n'étaient pas en place. Grâce à ces dernières, quand les entrées (sorties) de flux financiers augmentent sensiblement, les autorités domestiques peuvent durcir (assouplir) la politique monétaire sans craindre de favoriser de nouvelles entrées (sorties) de capitaux.

Deuxièmement, le crédit domestique réagit davantage aux entrées de capitaux dans les pays ayant adopté des régimes de change plus rigides. Supposons qu'un pays enregistre d'importantes entrées de capitaux. Plus le régime de change est rigide, plus les autorités monétaires doivent acheter de devises étrangères

pour empêcher l'appréciation excessive de leur propre monnaie. Or la partie non [stérilisée](#) de cette accumulation de réserves internationales entraîne une augmentation de la liquidité domestique et donc de la capacité des banques à prêter. C'est donc la réduction de l'autonomie de la politique économique qui fonde encore ce résultat.

Enfin, nos estimations suggèrent qu'une forte présence de banques étrangères et un encours élevé de créances bancaires transfrontières sur le pays renforcent la réaction du crédit domestique aux entrées de capitaux, mais après un certain délai (six mois). Ce résultat est relativement intuitif. En effet, même si un resserrement monétaire accroît le coût de la liquidité domestique visant à contrer une hausse du crédit alimentée par des entrées de capitaux, les banques internationales peuvent continuer d'accroître leurs offres de prêts en obtenant des fonds auprès de leurs maisons mères.

Deux implications importantes en termes de politique économique

Premièrement, conformément au [trilemme de Mundell](#), toutes choses égales par ailleurs, les pays ayant des régimes de change plus flexibles ont besoin de moins de politiques contracycliques pour atténuer l'impact des entrées de capitaux.

Deuxièmement, ces résultats tendent à confirmer l'émergence d'un cycle financier mondial ayant une contribution substantielle à la dynamique des cycles financiers domestiques. Cette hypothèse est étayée par des études récentes (voir [Rey, 2013](#)). Ainsi, en raison de la prééminence d'un canal international du crédit et d'un canal du risque de la politique monétaire, l'endettement des banques et la croissance du crédit sont influencés par les conditions monétaires existant dans les principales économies telles que les États-Unis.

Le caractère mondial du cycle financier limite donc la capacité des autorités nationales d'autres économies ouvertes à mettre en place des politiques monétaires contracycliques, même lorsque les taux de change sont flexibles.