

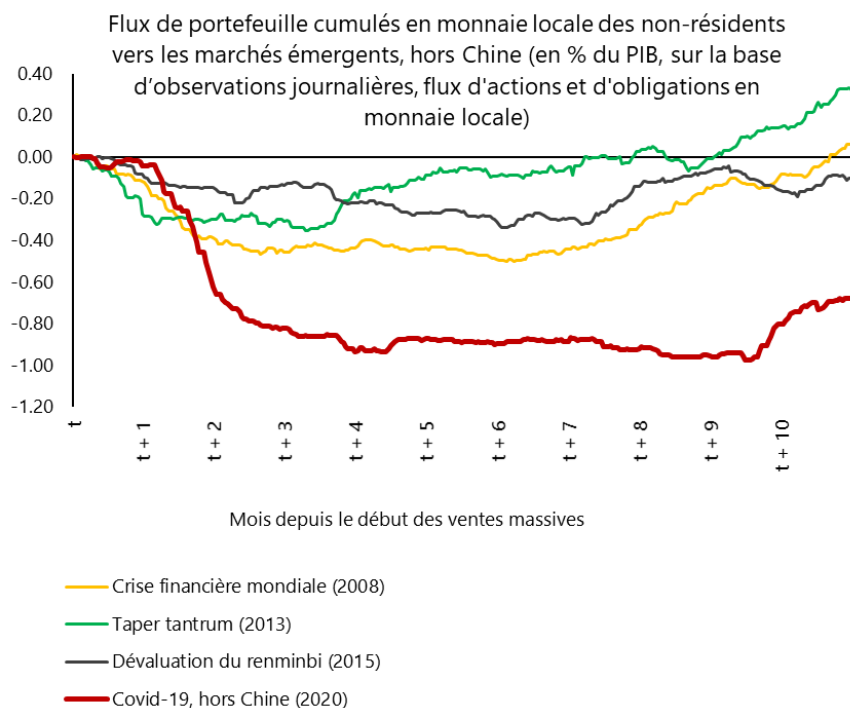
La politique économique face à la volatilité mondiale des flux de capitaux

Banque d'Angleterre : Ambrogio Cesa-Bianchi, Mark Joy, Dennis Reinhardt - Banque de France : Julia Schmidt - FMI : Gurnain Pasricha, Annamaria Kokenyne - OCDE : Annamaria de Crescenzo, Etienne Lepers

Ce billet est conjointement publié dans Bloc-notes Éco, [IMFBlog](#) et [OECD On the level](#).

Début 2020, quand la première vague de Covid-19 a frappé les économies du monde entier, les marchés financiers mondiaux ont affronté une autre vague, celle du reflux des capitaux mondiaux dû au déclenchement de la pandémie. Compte tenu de la nature et des déterminants sous-jacents de ces flux, une réponse mondiale s'impose.

Graphique 1. Ventes massives liées à la Covid-19 et reprise récente: plus de 100 milliards de dollars de sorties de capitaux au titre des investissements de portefeuille en monnaie locale dans les économies émergentes suite au début de la pandémie, mais ces flux ont rebondi récemment.



Sources : Bloomberg, Haver Analytics, IIF.

Note : Le graphique est basé sur un échantillon de pays et instruments financiers pour lesquels des données de haute fréquence (journalier/hebdomadaire), équivalentes à la Balance de paiements, sont disponibles. L'intégralité des flux équivalents à la balance de paiements est disponible avec une périodicité trimestrielle, ces flux écrêtent le pic du choc. Le graphique montre les flux de portefeuille en monnaie locale, incluant flux d'actions et flux d'obligations en monnaie locale.

La crise sanitaire et économique de la Covid-19 a ramené l'attention sur l'instabilité des flux de capitaux, ainsi que sur la nécessité de déployer des instruments de politique économique adaptés afin de gérer les risques associés à ces flux, tout en maximisant leurs bénéfices.

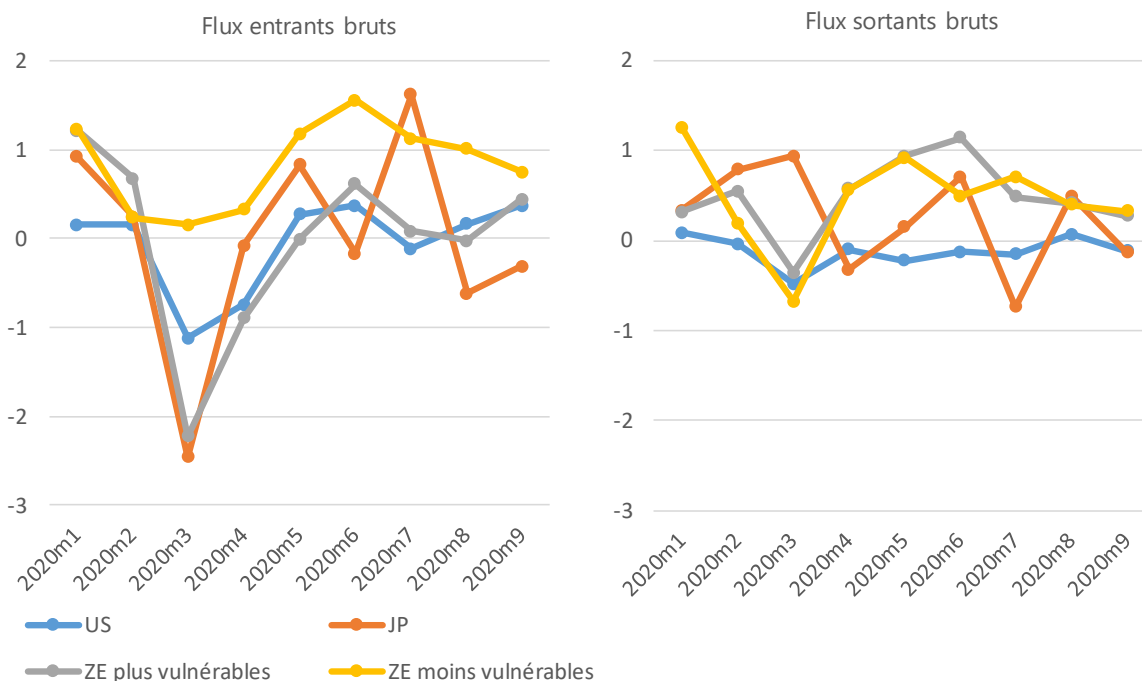
Un [atelier virtuel](#) organisé par la Banque d'Angleterre, la Banque de France, le Fonds monétaire international (FMI) et l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) a souligné les risques provenant des évolutions dans le paysage des flux de capitaux, ainsi que sur le besoin croissant d'efforts internationaux à leur égard, et d'un élargissement du périmètre réglementaire.

Les flux de capitaux pendant la crise de la Covid-19

Au regard des épisodes précédents de crises financières, l'assèchement soudain des flux de portefeuille vers les marchés émergents en réponse à la pandémie semble particulièrement prononcé (cf. graphique 1). Des sorties de capitaux sans précédent ont provoqué une dépréciation des taux de change, des coûts de financement plus élevés et un accès limité au financement externe dans de nombreuses économies émergentes. Des économies avancées, comme les économies périphériques de la zone euro et le Japon, ont également observé d'importantes cessions d'actifs de portefeuille par les non-résidents en mars 2020 (cf. graphique 2).

Graphique 2. Une période mouvementée : Les flux de portefeuille mensuels en direction et en provenance d'une sélection d'économies avancées ont manifesté une volatilité marquée.

Flux de portefeuille mensuels pour un échantillon d'économies avancées
(% du PIB de 2019)



Source : Monthly Capital Flow Dataset de l'OCDE, sur la base de sources nationales

Note : Flux de portefeuille mensuels. US : États-Unis ; JP : Japon ; ZE plus vulnérables : Italie, Grèce, Portugal, Espagne ; ZE moins vulnérables : Belgique, France, Allemagne, Pays-Bas. Les entrées brutes représentent les achats nets, par des résidents étrangers, d'instruments financiers domestiques et les sorties brutes représentent des achats nets, par les résidents domestiques, d'instruments financiers émis par des non-résidents. Des valeurs négatives indiquent des ventes supérieures aux achats.

Les sorties de capitaux de portefeuille des économies émergentes et avancées ont été brusques, mais de courte durée. Elles ont été atténuées par des interventions importantes des banques centrales. L'assouplissement monétaire continu s'est accompagné de programmes d'achats d'actifs à grande échelle, ainsi que de l'augmentation des opérations de liquidité dans les économies avancées et d'interventions sur les marchés des changes dans les économies émergentes.

Si les flux bancaires entrants se sont brusquement ralentis, la baisse a cependant été plus faible que pendant la crise financière mondiale, reflétant la résilience d'un secteur bancaire mondial mieux capitalisé et l'utilisation des coussins de fonds propres contracycliques par les régulateurs. Cependant, la réduction des flux d'investissements directs étrangers a été encore plus marquée que pendant la crise financière mondiale, mettant en évidence des inquiétudes entourant la croissance dans les économies émergentes.

La nouvelle géographie des flux de capitaux

La crise financière mondiale de 2008 a constitué un moment charnière révélant les faiblesses du système financier mondial et les prises de risques excessives, en particulier par les banques, et a conduit à des réformes réglementaires majeures qui ont augmenté la résilience des systèmes bancaires.

Le fait que [les paradis fiscaux et les centres financiers concentrent davantage de flux transfrontières](#), y compris par les groupes bancaires multinationaux suite au durcissement de la réglementation du secteur bancaire depuis la crise financière mondiale, souligne l'importance de poursuivre les efforts internationaux visant à [mettre fin à la fraude et à l'évasion fiscale](#) et à élargir le périmètre réglementaire.

En vue de faciliter la reprise économique, les principales banques centrales ont maintenu une orientation accommodante de la politique monétaire depuis la crise financière mondiale. Le bas niveau des taux d'intérêt américains a entraîné une augmentation de la prise de risques des banques mondiales, qui prêtent davantage à des emprunteurs aux profils plus risqués sur les marchés émergents et dans les économies avancées. Une accumulation régulière des dettes souveraines et privées a été observée sur les marchés émergents, et plusieurs économies avancées enregistrent [une hausse des prix de l'immobilier due à des entrées de capitaux importantes](#).

Bien que ceci représente un défi en termes de politique économique, certaines décisions prudentielles peuvent nettement freiner cette prise de risque. Ainsi, [les outils microprudentiels peuvent avoir des effets systémiques et constituent un complément important à la politique macroprudentielle](#).

Cycle financier mondial et réponses de politique économique

Les liens entre [le cycle financier mondial et des épisodes extrêmes de flux de capitaux](#) (arrêts soudains, envolées, replis et rebonds) ainsi que des crises de change vont perdurer.

Un [dispositif de surveillance spécifique, dit *capital-flows-at-risk*](#), pourrait contribuer à améliorer la compréhension des événements extrêmes relatifs aux flux de capitaux afin que les autorités puissent prendre des mesures préventives d'atténuation des risques. Un tel dispositif peut fournir des informations sur les [risques posés par les différents types de flux de capitaux](#), en apportant un éclairage sur leur intermédiation et l'efficacité des politiques mises en œuvre pour les atténuer.

Afin de gérer la volatilité des flux de capitaux, les autorités s'appuient de plus en plus sur de multiples instruments de politique économique : politique monétaire, politiques macroprudentielles, interventions sur le marché des changes et mesures de gestion des flux de capitaux notamment. Savoir quelles politiques - ou combinaison de politiques - atténuent le plus efficacement les forts mouvements de capitaux observés en réaction aux chocs mondiaux, et comprendre les arbitrages qu'elles imposent entre court et moyen terme sont des questions importantes incluses dans le [Integrated Policy Framework](#) du FMI.

La nature mondiale des crises récentes souligne l'intérêt d'une réponse internationale coordonnée visant à atténuer les effets de contagion transfrontières, et la nécessité de réfléchir aux risques posés par les agents économiques situés en dehors du périmètre réglementaire, notamment par les intermédiaires financiers non bancaires.

De récentes initiatives multilatérales, telles que des lignes de *swap* entre la Réserve Fédérale américaine et d'autres banques centrales, l'accroissement des [facilités de crédit du FMI](#), les efforts de coordination des réponses réglementaires sous l'égide du *Financial Stability Board* (FSB) et l'Initiative de suspension du service de la dette lancée par le G20 en faveur des pays les plus pauvres contribuent à atténuer les risques. La formulation de réponses politiques adéquates est facilitée par les débats au sein des forums internationaux, tels que le Groupe de travail sur l'architecture financière internationale du G20, le groupe de travail consultatif de l'OCDE sur les codes (*Advisory Task Force on the Codes* – ATFC) en lien avec le [Code de l'OCDE de la libération des mouvements de capitaux](#), et le FMI dans le cadre de sa [Vue Institutionnelle](#) sur les flux de capitaux.