



IV/ Les pays émergents face aux flux (et reflux) de capitaux

*Vincent Caupin**

Les annonces de la Réserve fédérale américaine à la mi-2013 laissant présager un changement d'orientation dans sa politique monétaire non conventionnelle ont été, dès avant leur mise en œuvre concrète en décembre 2013, à l'origine de tensions financières dans les pays émergents, tensions qui se sont poursuivies au cours du premier semestre 2014. Ce regain de turbulence financière est l'occasion de revisiter les implications de l'ouverture aux flux de capitaux adoptée par la majeure partie des pays émergents au cours des vingt dernières années. Quelle dynamique a conduit à la libéralisation financière des pays émergents ? Quel est aujourd'hui leur degré d'intégration financière ? Quel est l'impact des cycles financiers internationaux sur les flux de capitaux à destination des pays émergents ? À quels risques les exposent-ils et comment peuvent-ils être atténués ?

L'évolution vers la libéralisation financière

Qu'entend-on par libéralisation financière ?

Les principaux pays émergents ont progressivement opté pour une ouverture de leur compte de capital et la libéralisation de leur secteur financier à la suite des crises de la dette des années 1980,

* Vincent Caupin est responsable de la division Analyse macroéconomique et risque-pays à l'Agence française de développement.

ces dernières ayant démontré les risques liés au recours quasi exclusif à l'endettement public externe pour financer les déficits des comptes courants de la balance des paiements. Les États ont alors opéré de profondes réformes structurelles destinées à favoriser l'ouverture internationale, qu'elle soit commerciale (*via* la réduction des niveaux de droits de douane, la suppression des restrictions quantitatives et l'adoption d'accords de libre-échange) ou financière, afin de modifier le système d'incitations, d'élargir les opportunités pour les acteurs économiques et de diversifier les sources de devises. Il s'est agi de mettre un terme aux politiques de « répression financière », c'est-à-dire à la restriction du développement du secteur financier *via* un ensemble de mesures administrées génératrices de distorsions de marchés (plafonnement du crédit, encadrement des taux d'intérêt ou restrictions d'entrée et de sortie de capitaux). Les réformes mises en place ont également conduit à privatiser des établissements financiers (au bénéfice notamment de banques occidentales).

La libéralisation financière vise à faciliter les flux de capitaux avec l'extérieur *via* la suppression des mesures qui les restreignent, comme par exemple (i) l'interdiction (ou l'existence de plafonds) pour des non-résidents de détenir des obligations en monnaie locale ou (ii) le contrôle des opérations transfrontalières des banques commerciales. Elle implique la convertibilité de la monnaie locale pour réaliser des transactions financières internationales. Cette convertibilité garantit à l'investisseur non résident la capacité de sortir les capitaux qu'il a investis dans une économie quand il le désire ; elle permet parallèlement aux investisseurs résidents des placements à l'extérieur, ce qui facilite pour ces derniers la diversification de leur portefeuille d'actifs. La convertibilité de la monnaie locale est rarement totale, les autorités mettant souvent en place des restrictions sur certaines catégories de transactions.

Les flux de capitaux avec l'extérieur peuvent prendre plusieurs formes avec des effets très variables sur les économies : investissements directs étrangers (IDE), investissements de portefeuille sur les Bourses locales, flux de dette à court et long termes. Les IDE sont investis à long terme dans le cadre de stratégies d'entreprises peu susceptibles de connaître de brusques changements d'approche. Les flux de dette à court terme sont au contraire beaucoup plus volatils.

Le degré d'ouverture aux différents flux de capitaux est très variable suivant les pays émergents : la Chine a ainsi favorisé les investissements directs étrangers tout en contrôlant strictement

les autres flux de capitaux alors que le Mexique a opté pour une ouverture financière plus importante.

Les bénéfiques escomptés ne se sont que partiellement matérialisés

Les pays engagés dans ce processus d'ouverture financière en anticipaient plusieurs effets bénéfiques. L'ouverture allait :

- accroître l'épargne disponible pour financer l'investissement *via* un recours accru à l'épargne extérieure. En l'absence d'ouverture financière, le principal mode de financement d'un déficit du compte courant de la balance des paiements est le recours à l'endettement en devises, qui est toutefois limité par la soutenabilité de la dette externe. L'ouverture financière, en diversifiant les modes de financement de ce déficit peut permettre à une économie de dégager à moyen-long terme un déficit soutenable du compte courant de sa balance des paiements, notamment s'il est financé par des IDE. De même, à court terme, face à un choc négatif conjoncturel sur le revenu ou à une détérioration temporaire des termes de l'échange, l'ouverture financière peut :

- faciliter la mise en place et le financement de politiques économiques contra-cycliques et offrir ainsi une alternative à la contraction de la demande interne ;

- faciliter le financement des opérations commerciales avec le reste du monde, *via* l'octroi de crédits commerciaux, et donc favoriser l'ouverture commerciale bénéfique à la croissance ;

- encourager la concurrence et les transferts de technologies grâce aux IDE.

L'expérience des années 1990 et 2000 a conduit à reconsidérer les bénéfiques que les pays émergents pouvaient tirer de cette ouverture financière et les conditions requises pour en atténuer les effets déstabilisateurs. Sans la remettre fondamentalement en cause, les institutions financières internationales et la majorité des travaux académiques (longtemps influencés par une « idéologie dominante » très favorable à l'ouverture financière) sont aujourd'hui beaucoup plus nuancés sur les gains et les risques associés [FMI, 2012].

Deux décennies d'intégration financière des émergents ont en effet fait apparaître une série d'effets macroéconomiques indésirables :

- les flux de capitaux internationaux se concentrent sur un nombre limité de pays et dans certains secteurs fortement capitalistes (ressources naturelles par exemple) ;

- l'accès aux marchés financiers internationaux s'est paradoxalement révélé plus pro-cyclique que contra-cycle. Les pays

émergents attirent des flux de capitaux quand leur conjoncture est favorable, mais ces derniers s'en détournent dès l'apparition des premières turbulences ;

– les entrées massives de capitaux constatées à certaines périodes ont eu des effets déstabilisants sur le cadrage macroéconomique. Dans les années 1990 par exemple, les afflux de capitaux dans les pays émergents se sont traduits par un niveau de liquidité élevé dans les secteurs financiers locaux, mal gérés par des secteurs bancaires pas encore matures, et ont contribué à la constitution de bulles de crédit. Dans le même temps, l'ancrage des monnaies locales sur le dollar a donné l'illusion aux investisseurs extérieurs d'une couverture contre le risque de change qui, dès qu'elle a été remise en cause, a entraîné une panique des marchés et l'émergence de crises financières [Aglietta, 2004]. La crise mexicaine de 1994 et les crises asiatiques de la fin des années 1990 en sont les principales illustrations.

Les nombreuses études empiriques menées ces dernières années sur le lien entre croissance économique et ouverture du compte de capital n'ont pas permis de dégager des résultats consensuels. Les résultats sont plus concluants quand l'analyse se restreint à l'impact positif des flux d'IDE sur la croissance [Aizenman et Sushko, 2011 et Jeanne *et al.*, 2012]. Les bénéfices de l'intégration financière apparaissent également plus élevés pour les économies qui ont atteint un niveau de développement institutionnel et financier permettant la mise en place de mesures préventives destinées à renforcer la résilience des bilans des secteurs financiers, des entreprises et des ménages (voir *infra*).

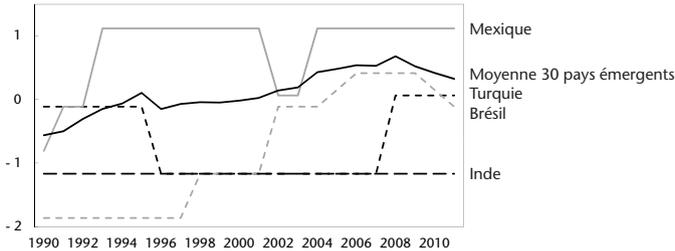
Les mesures de l'intégration financière

L'intégration financière des pays émergents a gagné en intensité depuis le milieu des années 2000, qu'elle soit appréciée par des indicateurs des restrictions aux échanges, ou par les montants de flux de capitaux et de stocks d'actifs et de passifs externes des économies. La nature des flux de capitaux a également évolué.

Une croissance structurelle des flux et des stocks de capitaux internationaux

L'indice de Chinn-Ito [Chinn et Ito, 2008] estime le degré d'ouverture financière *de jure* des économies à partir des mesures de restriction aux transactions financières internationales répertoriées dans l'*Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange*

Graphique 1. Indice Chinn-Ito des pays émergents



Note : l'indice de Chinn-Ito mesure l'ouverture financière des pays sur une échelle allant de $-1,86$ (moindre ouverture) à $+2,44$ (plus grande ouverture). Les 30 pays émergents sont ceux compris dans les données publiées par l'IIF.

Source : Chinn-Ito website, calculs de l'auteur.

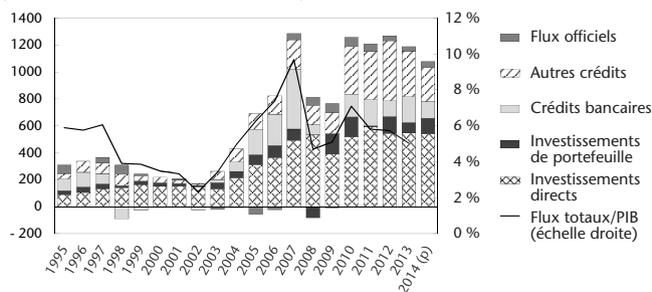
Restrictions établi par le FMI. Le graphique 1 représente l'évolution de cet indice pour plusieurs grands émergents ainsi qu'un indice composite calculé à partir d'une moyenne arithmétique simple de 30 pays émergents. À l'exception de l'Inde pour laquelle l'indicateur est stable sur la période 1990-2011, les autres pays de l'échantillon ont réduit les restrictions aux transactions financières internationales. L'indicateur composite fait également apparaître une tendance de longue période à l'ouverture financière, avec toutefois l'introduction de nouvelles mesures restrictives depuis la crise financière de 2008.

Les flux de capitaux internationaux à destination des pays émergents ont crû significativement au cours des deux dernières décennies. Si l'internationalisation financière de l'économie mondiale continue de concerner en premier lieu les économies avancées, les flux de capitaux vers les émergents sont aujourd'hui plus importants quand on les rapporte à la taille des économies concernées [FMI, 2012]. C'est surtout à partir de 2003 que l'intégration financière des émergents a pris de l'ampleur (graphique 2) : les flux de capitaux à destination des pays émergents ont été multipliés par 5 entre 2003 et 2007 et n'ont pas été durablement remis en cause par la crise financière internationale, même si, exprimés en points de PIB, ces flux de capitaux ont diminué depuis le pic de 2005-2007. La Chine a attiré à elle seule près de 30 % de ces flux de capitaux ces dernières années (des IDE).

Les flux de capitaux ont été encouragés par la meilleure insertion des émergents dans l'économie mondiale avec le développement

Graphique 2. Flux nets de capitaux des non-résidents vers les pays émergents

(en milliards de dollars et en % de PIB)



Note : les données concernent 30 pays émergents.

Sources : IIF pour les flux de capitaux et FMI pour les PIB, calculs de l'auteur.

des chaînes d'approvisionnement aux niveaux régional et international dans un contexte de baisse des coûts de transport et de communication. L'amélioration des fondamentaux macroéconomiques des émergents (accroissement de l'autonomie des banques centrales, meilleure discipline budgétaire et renforcement de la soutenabilité des dettes publique et externe) a également rassuré les acteurs des marchés internationaux. Le cycle financier international a enfin joué un rôle important dans cette accélération des flux de capitaux (nous reviendrons plus loin sur ce point).

Une analyse « bilancielle » des économies nationales mesurant le stock des actifs et des passifs extérieurs confirme enfin ce phénomène d'internationalisation financière. Outre les détentions d'actifs de non-résidents dans l'économie nationale, cet indicateur intègre les actifs des résidents à l'extérieur. Ce stock calculé pour 32 pays émergents est passé de 83 % du PIB dans les années 1970 à 147 % dans les années 2000 [Suzuki, 2013].

Des évolutions dans la structure des flux de capitaux

Les flux de capitaux vers les pays émergents ont historiquement principalement concerné les IDE, mais les flux de portefeuille et les « autres investissements » (principalement reliés aux activités bancaires) ont crû significativement sur la dernière décennie. Deux modifications structurelles majeures se sont par ailleurs opérées ces dernières années dans la nature des flux de dette.

Elles modifient sensiblement les risques associés à l'intégration financière des pays émergents.

La première est le développement des marchés obligataires en monnaie locale sur lesquels les non-résidents prennent une part croissante. Au cours des années 2000, de nombreux gouvernements de pays émergents ont réussi à émettre et à vendre à des non-résidents de la dette à long terme émise dans leur propre monnaie plutôt qu'en dollar ou en euro. Les montants des dettes souveraines des pays émergents libellées en monnaie locale sont aujourd'hui bien supérieurs à ceux en devises. Le « péché originel », qui a longtemps contraint les gouvernements des pays émergents à s'endetter dans une monnaie qui n'était pas la leur et donc à supporter le risque de change, est donc aujourd'hui beaucoup moins prégnant pour la majorité des pays émergents. Cette évolution s'est accélérée depuis 2010 : la dette totale (publique et privée) des pays émergents émise en monnaie locale est passée de 4 900 milliards de dollar à 9 100 milliards de dollars entre fin 2008 et fin 2012, et les non-résidents détenaient, fin 2012, 27 % des obligations émises en monnaie locale [Banque mondiale, 2013].

Le recours croissant aux marchés obligataires internationaux des grandes entreprises des pays émergents, attirés par le coût faible des émissions, constitue la seconde évolution structurelle marquante de ces dernières années. Ces entreprises se sont ainsi endettées en devises pour un montant cumulé de 990 milliards de dollars entre 2010 et mi-2013 [Turner, 2014], probablement pour acheter des actifs locaux, s'exposant ainsi au risque de change.

Les pays émergents subissent les cycles financiers internationaux

L'intégration financière accrue des pays émergents a comme corollaire l'exposition de leurs économies aux cycles financiers internationaux. Les constats empiriques montrent effectivement que l'ampleur et la direction des flux de capitaux internationaux ne sont pas uniquement liées aux fondamentaux économiques des pays d'accueil mais sont aussi reliées à des facteurs globaux.

L'impact des cycles internationaux sur les flux de capitaux à destination des pays émergents

Qu'est-ce qui génère ces cycles ? La littérature économique a démontré de longue date que le faible niveau des taux d'intérêt

réels et de la croissance dans les pays développés joue un rôle significatif de « facteur de répulsion » (*push factor*) pour inciter les capitaux à se détourner des économies avancées. Des travaux plus récents montrent que les fluctuations de l'« aversion au risque » des acteurs des marchés (mesurée par l'indice de volatilité du marché financier américain VIX) jouent un rôle similaire [Rey, 2013] : comme illustré dans le graphique 3, les flux de capitaux internationaux vers les pays émergents augmentent quand l'aversion au risque est faible dans les pays avancés (c'est-à-dire quand le VIX est faible) et diminuent (à l'exception des IDE) quand elle s'accroît. Autrement dit, la « préférence nationale » (*home bias*) des investisseurs est plus faible en période d'aversion modérée au risque. Les entrées de capitaux dans les pays émergents générées par ces facteurs de répulsion sont susceptibles de contribuer à l'essor du crédit dans les pays d'accueil au-delà de ce qui est justifié par leurs fondamentaux.

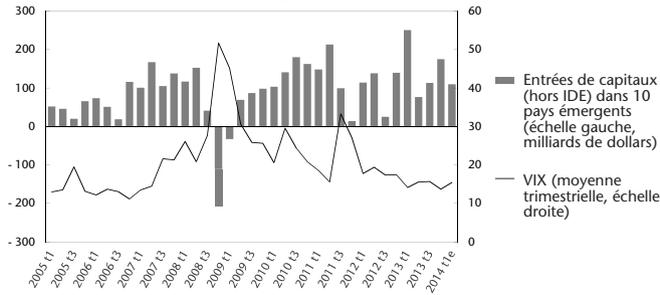
Les prix des actifs considérés comme risqués sont par ailleurs aussi influencés simultanément sur les cinq continents par le facteur global de perception du risque [Miranda-Agrippino et Rey, 2012]. Il existe une « boucle de rétroaction » (*feedback loop*) positive entre offre de crédit plus importante, inflation sur le prix des actifs et compression des *spreads* : quand le prix des actifs augmente, le risque apparaît plus faible (baisse des *spreads*) et les bilans plus sains, ce qui génère un espace additionnel pour du crédit supplémentaire. Ce mécanisme contribue à la procyclicité des flux de crédits et à leur rôle dans l'accroissement de la fragilité financière.

Il y a donc un cycle financier global pour les flux de capitaux, les prix des actifs et la croissance du crédit. Ce cycle évolue avec l'aversion au risque et n'est pas aligné sur les conditions macroéconomiques spécifiques des pays. Dans certains pays, cela peut entraîner une croissance excessive du crédit et des bulles d'actifs, la croissance excessive du crédit étant considérée comme l'un des meilleurs indicateurs de crises à venir [Gourinchas et Obstfeld, 2012].

La succession de deux cycles

Une vague importante de flux de capitaux à destination des pays émergents s'est enclenchée en 2010 et a perduré jusqu'à la mi-2013, stimulée à la fois par des facteurs de répulsion dans les pays avancés et d'attraction dans les pays émergents.

Graphique 3. Aversion au risque dans les pays développés (approximée par le VIX) et entrées nettes de capitaux des non-résidents dans les émergents



Note : les dix pays émergents sont les cinq BRICS plus Indonésie, Mexique, Chili, Pologne et Turquie. Les flux reportés ne comprennent pas les IDE, beaucoup moins sensibles aux évolutions de l'aversion au risque. Le VIX est calculé en faisant la moyenne des volatilités sur les options d'achat et les options de vente sur l'indice Standard & Poor's 500. Il permet de mesurer le « niveau de peur » des investisseurs qui est implicitement contenu dans les prix des options. Les options permettent de valoriser le fait d'avoir un choix, or plus l'incertitude est grande, plus le choix vaut cher.

Sources : IIF et CBOE, calculs de l'auteur.

Dans les pays avancés, la crise financière a conduit à la mise en place de politiques monétaires combinant des taux d'intérêt proches de zéro et des interventions non conventionnelles, notamment des achats massifs d'actifs par les banques centrales destinés à apporter un assouplissement monétaire additionnel dans un contexte de taux d'intérêt directeurs ayant déjà atteint leur taux plancher. Ces politiques monétaires ultra-accommodantes ont significativement accru la liquidité internationale et conduit les capitaux à se détourner partiellement des marchés matures n'offrant que des rendements très faibles. Elles ont par ailleurs favorisé la baisse du coût du capital et des taux obligataires dans les pays émergents. La Banque des règlements internationaux [2014] a ainsi calculé que la politique monétaire non conventionnelle de la Fed a conduit en moyenne à une baisse de 150 points de base des taux directeurs dans les pays émergents.

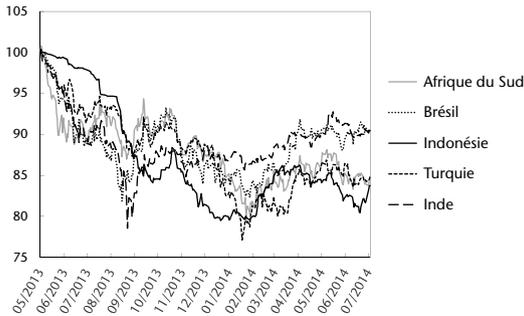
Avec la crise financière à partir de 2008 s'est par ailleurs répandue l'idée d'un découplage durable entre économies émergentes et économies avancées. Disposant de fondamentaux macroéconomiques solides issus des politiques mises en œuvre dans les années

2000, beaucoup de pays émergents ont alors tenté de « battre le cycle mondial » de faible croissance en mettant en œuvre des politiques monétaires et budgétaires contra-cycliques. Le net différentiel de croissance entre pays avancés et pays émergents qui en a résulté, partiellement imputable à ces politiques contra-cycliques par essence non soutenables sur le moyen terme, s'est traduite par un afflux massif de capitaux — en partie spéculatifs — dans les pays émergents. Le maintien de cours des matières premières élevés, tirés par la croissance chinoise, a renforcé l'appréciation positive des investisseurs pour les pays émergents. Mais, sous la surface, des problèmes commençaient à émerger, certains taux de change étaient surévalués, alors qu'une partie des capitaux était attirée par le *carry trade* (des opérateurs s'endettent à très faible taux d'intérêt dans les pays avancés pour placer les fonds empruntés dans une monnaie à taux d'intérêt plus fort, en escomptant que la dépréciation du change ne viendra pas réduire les gains tirés du différentiel d'intérêt).

L'ébauche de normalisation de la politique monétaire de la Fed et le ralentissement de la croissance dans la majorité des grands émergents une fois l'effet des politiques contra-cycliques épuisé ont conduit les acteurs des marchés financiers à réapprécier subitement leurs risques et ont mis un terme à ce cycle. L'annonce par le président de la Fed d'un possible début de réduction des achats mensuels d'actifs en mai 2013 s'est traduite dans un délai bref par une hausse des taux longs américains (+ 80 points de base pour les obligations à dix ans) et par des sorties de capitaux des pays émergents attirés par les rendements plus élevés sur le marché américain et anticipant une réduction durable de la liquidité en dollar. Ces tensions ont entraîné de fortes dépréciations de certaines monnaies de pays émergents (graphique 4), l'élargissement des primes de risque sur la dette externe, une hausse des taux d'intérêt et des tensions sur les rendements obligataires en monnaie locale.

Un nouvel épisode de tensions financières en janvier 2014 a été déclenché par (i) la confirmation du début de normalisation de la politique monétaire américaine, (ii) des inquiétudes d'ordre politique en Turquie et les incertitudes liées à la tenue d'élections dans plusieurs grands émergents en 2014, (iii) des craintes accrues sur l'ampleur du ralentissement économique chinois et de son effet sur les économies émergentes. La géographie des turbulences a été sensiblement différente de celle de l'été 2013 : la Turquie et l'Afrique du Sud, peu touchées en 2013, ont cette

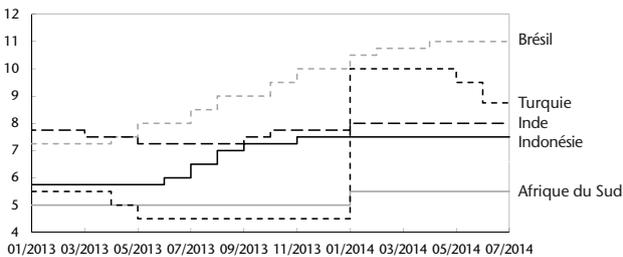
Graphique 4. Taux de change en monnaie locale par USD
(base 100 = mai 2013)



Sources : Ecowin, calculs de l'auteur.

fois-ci été affectées tandis que l'Indonésie et l'Inde, qui avaient concentré les tensions en 2013, n'ont pas ou peu été concernées, les mesures de politique économique prises à la suite de la première phase commençant à porter leurs fruits. Pour apaiser ces tensions — et à l'exception notable du Mexique — les banques centrales des grands pays émergents ont poursuivi la remontée de leurs taux d'intérêt directs engagée en 2013 (graphique 5) afin de limiter les sorties de capitaux et d'apaiser les tensions sur le marché des changes, qui s'étaient traduites par des dépréciations et une baisse importante des réserves de change. Le degré élevé de volatilité des taux de change des monnaies émergentes s'est néanmoins poursuivi.

Graphique 5. Taux directeurs des banques centrales de cinq pays émergents



Sources : Banques centrales.

Et demain ?

Les années qui viennent s'annoncent complexes pour les pays émergents concernant la gestion des flux de capitaux internationaux. Ces dernières années, tous les déterminants ont été favorables à l'entrée de capitaux dans les pays émergents : différentiel de croissance élevé avec les pays avancés, taux d'intérêt courts dans les pays avancés proche de zéro, taux d'intérêt de long terme très faibles avec un *time premium* faible, appréciation tendancielle du change de leur monnaie. L'indicateur d'aversion au risque (VIX) était par ailleurs au second trimestre 2014 au plus bas depuis la crise financière.

Comme l'a montré la forte réaction des marchés à la première annonce d'une possible réduction de la politique monétaire non conventionnelle de la Fed, les incertitudes qui planent sur l'impact de la mise en œuvre concrète de cette politique sur les économies émergentes sont fortes. La Fed continue d'acheter chaque mois des actifs additionnels (et ce probablement jusqu'en décembre 2014) et sa présidente n'anticipe un retour à une taille de bilan similaire à celle d'avant la crise qu'à un horizon de cinq à huit ans. L'essentiel de l'impact de ce retrait graduel ne s'est donc pas encore concrètement matérialisé et, jusqu'à présent, si des retraits de capitaux des pays émergents ont été constatés, il n'y a pas eu de phénomène massif.

La longue période de diminution graduelle des taux d'intérêt de long terme au niveau international est probablement arrivée à son terme. Les banques centrales des pays avancés (la Fed et la Banque d'Angleterre avant la BCE) vont, à un moment ou un autre, augmenter leurs taux d'intérêt de court terme et réduire leur détention d'actifs. L'impact de ce resserrement monétaire sur les pays émergents est difficile à anticiper avec précision, mais il pourrait conduire à la hausse des taux longs, des dépréciations additionnelles des monnaies et accroître la volatilité des marchés financiers.

Comment gérer la volatilité des flux de capitaux ?

Les afflux de capitaux comme les sorties massives de capitaux peuvent donc être générés par des phénomènes externes complètement indépendants de l'économie considérée. Si la capacité pour un investisseur étranger de pouvoir quand il le désire sortir ses capitaux du pays est une condition *sine qua non* de l'ouverture financière, l'adoption simultanée par de nombreux investisseurs

d'un comportement identique peut poser des défis colossaux pour la politique économique d'un pays.

Il est donc nécessaire d'adopter un cadre macroéconomique et des mesures de politique économique permettant de lisser ces mouvements de capitaux et d'en réduire les effets nocifs. Les à-coups des cycles financiers se répercutent sur l'économie réelle des pays concernés et sont susceptibles de minorer leur potentiel de croissance.

Les mesures préventives

Les pays émergents peuvent limiter leur exposition aux effets indésirables des cycles financiers internationaux de façon préventive en disposant de fondamentaux macroéconomiques solides (notamment un niveau d'endettement public et externe modéré sans pic de refinancement à court terme) et en constituant un stock de réserves extérieures adéquat.

Tous les flux de capitaux n'ayant pas le même degré de volatilité (les IDE sont beaucoup plus stables que les autres flux financiers), les mesures qui modifient la composition des flux de capitaux vers une plus faible part de dette sont susceptibles de réduire efficacement la vulnérabilité financière associée aux larges entrées/sorties de capitaux.

Limiter l'exposition à certaines catégories d'investisseurs qui tendent à amplifier les cycles et les chocs internationaux [FMI, 2014] peut également renforcer la résilience des économies : les fonds communs de placement adoptent des comportements moutonniers et modifient très rapidement leurs placements à la suite des chocs internationaux ; les investisseurs institutionnels, s'ils apportent une base assez stable de capitaux en temps normal, réagissent plus fortement que d'autres investisseurs à des dégradations des notations souveraines en dessous de l'*investment grade*. Par le passé, le comportement des investisseurs face aux cycles internationaux s'est révélé variable suivant les régions où ils sont localisés : disposer d'une base d'investisseurs géographiquement diversifiée constitue pour un pays émergent un autre moyen d'accroître sa résilience aux cycles.

La mise en place de mesures macro-prudentielles pour maintenir la stabilité du système financier s'est également développée dans la plupart des pays émergents ces dernières années. Ces mesures visent à éviter la constitution de déséquilibres systémiques, et tout particulièrement la formation de bulles du crédit. Elles se matérialisent, entre autres, par l'exigence imposée aux banques de constituer des provisions et des réserves de fonds propres à des fins

contra-cycliques ou par l'adoption de règles prudentielles ciblées sur des secteurs spécifiques tels que l'immobilier (par exemple avec l'introduction d'un ratio prêt-valeur sur les prêts hypothécaires).

Du « triangle d'incompatibilité » au « duo irréconciliable »

En rappelant la pertinence du « triangle d'incompatibilité » selon lequel un pays ne peut avoir simultanément une politique monétaire indépendante, un compte de capital ouvert et un taux de change fixe, les expériences douloureuses des années 1990 avaient conduit les principaux pays émergents à adopter des régimes de change flexibles. En acceptant la volatilité de leurs taux de change, les pays émergents étaient censés pouvoir disposer d'une politique monétaire autonome tout en étant ouverts aux flux de capitaux. Dans ces régimes, les banques centrales n'utilisent leurs réserves extérieures que pour lisser, dans la mesure du possible, les fluctuations du change et non pour défendre une parité.

Pour autant, la gestion de la politique économique dans ces régimes de change pour faire face à des entrées et des sorties de capitaux s'est révélée difficile. En phase d'entrées de capitaux, laisser s'apprécier la monnaie n'est durablement approprié que si celle-ci n'est pas surévaluée par rapport aux fondamentaux de l'économie ; les interventions sur le marché des changes — et l'accumulation de réserves qui en découle — ne sont pas pertinentes si le niveau des réserves est déjà trop important ; une baisse des taux d'intérêt ne peut être menée sans effet déstabilisateur qu'en l'absence de surchauffe ou d'inflation du prix des actifs. Inversement, pour faire face à des sorties de capitaux, une forte dépréciation du change et/ou une hausse des taux d'intérêt peuvent avoir des conséquences néfastes sur l'activité économique, alors que les interventions de la banque centrale sur le marché des changes sont limitées par le niveau des réserves préexistant. Au total, les différentes options et instruments de politique économique théoriquement disponibles pour gérer les flux de capitaux ne se révèlent pas toujours appropriés eu égard aux circonstances particulières des pays, à la fois structurelles et conjoncturelles, chacune de ces politiques impliquant des coûts et des arbitrages entre différents objectifs.

Le consensus qui existait au début des années 2000 sur le fait qu'en présence d'un compte de capital ouvert, un taux de change flexible génère l'espace suffisant pour mener une politique monétaire indépendante est également aujourd'hui remis en cause compte tenu des « effets dominants » constatés des politiques

monétaires non conventionnelles menées par les banques centrales des pays avancés sur les politiques monétaires des émergents [Rey, 2013]. Les flux financiers et les effets de levier des grandes banques internationales transmettent les conditions monétaires du « pays centre » à l'ensemble du monde, même quand les taux de change sont flexibles. Par ailleurs, avec le développement des marchés obligataires dans les émergents, sans contrôle des capitaux le taux d'intérêt de long terme en monnaie locale dans les émergents est dorénavant fortement influencé par les développements sur les marchés obligataires en dollar [Turner, 2014].

Le triangle d'incompatibilité semble s'être transformé en un « duo irréconciliable » : il n'est aujourd'hui possible d'avoir une politique monétaire indépendante que si le compte de capital est « géré » d'une façon ou d'une autre — *via* notamment le renforcement des mesures macro-prudentielles ou l'introduction de mesures ponctuelles de contrôle des capitaux — et ce quel que soit le régime de change [Rey, 2013].

Faut-il recourir aux contrôles des capitaux ?

Après avoir été longtemps considérée comme un tabou, la mise en place de mesures spécifiques de contrôle des capitaux fait aujourd'hui partie intégrante des instruments de la boîte à outils qu'utilisent les pays émergents. Longtemps opposé à ces contrôles, le FMI considère à présent qu'ils peuvent être appropriés sous certaines conditions [FMI, 2012].

En 2009, pour faire face à des entrées importantes de capitaux, le Brésil a ainsi introduit une taxe (qui a atteint jusqu'à 6 %) sur les entrées de flux de portefeuille, taxe qui a été supprimée en juin 2013. Le Pérou, l'Indonésie, la Corée du Sud et la Thaïlande ont aussi introduit, sous une forme ou sous une autre, des contrôles de capitaux. Inversement, dans le cadre des tensions de l'été 2013 et du début 2014, les pays ont adopté des mesures transitoires pour encourager les entrées de capitaux et décourager, voire restreindre temporairement les sorties de capitaux.

Le recours à ce type d'interventions se développe, même si elles doivent être utilisées avec parcimonie et en recours quand les autres instruments de la politique économique et monétaire (mesures préventives, taux d'intérêt, interventions sur le marché des changes, etc.) n'ont pas atteint les objectifs escomptés. L'utilisation trop systématique et indifférenciée des contrôles de capitaux risquerait effectivement de dissuader durablement les

investisseurs étrangers (y compris pour les IDE). Les contrôles de capitaux mis en place par un pays conduisent par ailleurs indirectement à reporter les tensions sur les autres pays.

Repères bibliographiques

- AGLIETTA M. [2004], *Macroéconomie financière*, La Découverte, « Repères », Paris.
- AIZENMAN J. et SUSHKO V. [2011], « Capital flows : Catalyst or hindrance to economic takeoffs », *NBER Working Paper*, n° 17258, juillet.
- BANQUE MONDIALE [2013], « Recent developments in local currency bond markets », octobre.
- BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX [2014], « Rapport trimestriel BRI. Les économies émergentes réagissent aux pressions des marchés », *Quarterly Review*, mars.
- BELLOCCO F.-X. et ZLOTOWSKI Y. [2013], « Les pays émergents dans la globalisation financière, rupture ou continuité ? », *MacroDev*, n° 11, AFD, octobre.
- CALVO G., LEIDERMAN L. et REINHART C. [1996], « Inflows of capital to developing countries in the 1990s », *The Journal of Economic Perspectives*, vol. 10, printemps, p. 123-139.
- CHINN M. et ITO H. [2008], « A new measure of financial openness », *Journal of Comparative Policy Analysis*, vol. 10, n° 3.
- FARHI E. et WERNING I. [2013], « Dilemma not trilemma ? Capital controls and exchange rates with volatile capital flows », article présenté à la *Fourteenth Jacques Polak Annual Research Conference*, Fonds monétaire international, Washington D.C., 7-8 novembre.
- FMI [2012], « The liberalization and management of capital flows. An institutional view », 14 novembre.
- [2014], « How do changes in investor base and financial deepening affect emerging market economies ? », *Global Financial Stability Report, Moving from Liquidity- to Growth-Driven Markets*, chap. 2, avril.
- FURCERI D., GUICHARD S. et RUSTICELLI E. [2011], « The effects of episodes of large capital inflows on domestic credit », *OECD Economic Department Working Papers*, n° 864, mai.
- GOURINCHAS P.-O. et OBSTFELD M. [2012], « Stories of the Twentieth Century for the Twenty-first », *American Economic Journal : Macroeconomics*, vol. 4, n° 1.
- JEANNE O., SUBRAMANIAN A. et WILLIAMSON J. [2012], *Who Needs to Open the Capital Account ?*, Peterson Institute for International Economics, Washington.
- MIRANDA-AGRIPPINO S. et REY H. [2012], « World asset market and global liquidity », mimeo, London Business School.
- McKINNON R. [1973], *Money and Capital in Economic Development*, The Brookings Institution, Washington DC.
- REY H. [2013], « Dilemma not trilemma. The global financial cycle and monetary policy independence », article présenté au *2013 Economic Policy Symposium*, Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, 22-24 août.
- SUZUKI Y. [2013], « Financial integration and consumption risk sharing and smoothing », *Working Paper*, Seton Hall University.
- TURNER P. [2014], « The global long-term interest rate, financial risks and policy choices in EMEs », *BIS Working Papers*, n° 441.