

AVENIR DES PAYS ÉMERGENTS : QUELLE ATTITUDE FACE AUX ENTRÉES MASSIVES DE CAPITAUX ?

JIHAD AZOUR *

La libéralisation des marchés financiers et leur ouverture aux investissements étrangers constituent pour les pays émergents une grande chance en vue d'attirer les flux de capitaux étrangers, dont leurs économies ont fort besoin. Ces flux financiers ont souvent été interprétés comme étant l'indicateur de recouvrement et de succès de ces économies et ont fini par devenir, dans certains cas, un but en soi.

Toutefois, ce phénomène d'émergence financière pourrait devenir une source d'inquiétude, en particulier pour les pays qui ont fait face à des entrées massives de capitaux. La taille, la nature de ces flux et leur rapidité à pénétrer les systèmes économiques peuvent causer quelques problèmes de gestion macro-économique. La crise financière mexicaine de fin 1994, qui a ébranlé la confiance des investisseurs étrangers et fragilisé nombre d'autres pays émergents, est une illustration parfaite des risques encourus. Elle a mis en évidence la vulnérabilité des pays émergents et dévoilé leur fragilité structurelle face aux effets secondaires du phénomène d'émergence. L'importance de ces risques pourrait évidemment hypothéquer l'avenir du mouvement d'émergence dans son ensemble et annuler tout son caractère positif.

Ceci soulève plusieurs interrogations sur la pérennité du développement des pays émergents et surtout sur leurs capacités à gérer ce phénomène d'entrées massives de capitaux. Prévenir les entrées excessives de capitaux constitue donc un important défi pour l'avenir des pays émergents, dont le succès pourrait contribuer aussi à minimiser le danger de développement d'une nouvelle crise financière.

Par conséquent, il est indispensable d'analyser leurs politiques d'ajustement spécifiques pour contenir les effets déstabilisateurs suscités par les entrées de flux monétaires et évaluer la capacité des pays émergents à se protéger des aléas associés à ces flux. Ce qui amènerait à s'interroger ainsi sur la stratégie et les options à la disposition d'un gouvernement pour réaliser cette mission : faut-il pour cela une approche fondée sur

157

* *Consultant économique et financier.*

des formes d'interventions spécifiques ou plutôt sur un « mix » de politiques économiques ? Mais auparavant, quelles sont les raisons qui conduisent les pays et leur gouvernements à s'intéresser de près aux effets secondaires de ce phénomène d'émergence ?

Nous allons nous attacher dans cet article à l'étude des différentes stratégies que les pays émergents ont à leur disposition pour faire face à ces risques et des moyens pour assurer un développement stable. Dans cet article, une focalisation sera faite sur l'analyse des principales formes d'interventions utilisées à travers les expériences récentes des pays émergents, en vue de tirer les leçons concernant l'efficacité et les effets des différentes politiques d'intervention. Cet article sera consacré aux différentes combinaisons de politiques économiques possibles et leurs effets sur la composition des flux de capitaux entrants ainsi que sur l'économie de ces pays. Ce qui permettra de compléter la réflexion sur la question des modalités susceptibles d'assurer la stabilité et la pérennité du développement des pays émergents.

Pourquoi les gouvernements des pays émergents doivent se préoccuper des entrées de capitaux ?

158

La croissance des flux de capitaux vers les économies émergentes a permis d'alléger la contrainte de balance des paiements, mais elle a suscité, au même moment, une problématique double : une croissance de la monétarisation et de l'inflation, mais aussi une appréciation du taux de change réel.

Quelles que soient leurs vertus, les flux financiers internationaux préoccupent généralement les autorités publiques, qui craignent que leur volatilité ne vienne déséquilibrer leurs économies nationales et leurs systèmes financiers domestiques. En effet, les conséquences macro-économiques et autres effets négatifs que ces flux financiers peuvent avoir sur les pays émergents risquent d'annuler les effets positifs et la contribution au développement qu'ils leur procurent, voire même constituer un danger pour leur avenir.

Il est évident que ce genre d'éventualités doit rester une source de préoccupation permanente pour les pays qui reçoivent des flux financiers de l'étranger. Et cela pour plusieurs raisons.

— Tout d'abord, dans le cas des pays qui disposent d'un système de contrôle et de régulation des marchés financiers d'une efficacité limitée, les importants volumes de capitaux qui y sont échangés accroissent les risques de bulles spéculatives et de dysfonctionnements, ce qui peut conduire à une crise généralisée du système financier.

— Pour les pays qui ont réformé récemment leurs politiques économiques dans le sens d'une intégration poussée, l'appréciation des taux

de change réels, qui résulte de l'entrée de capitaux, pourrait conduire à l'érosion de la profitabilité du secteur exportateur et remettre en question les effets des réformes économiques. Cette hausse des prix réels pourrait conduire à l'accroissement des coûts, réduire les effets de la libéralisation des échanges et conduire à une perte de confiance dans la crédibilité et l'efficacité des réformes entreprises. La préoccupation majeure est liée au risque du caractère cyclique de ces flux de capitaux qui peut fausser les niveaux du taux de change réel avec de sérieux coûts économiques.

— Dans les pays qui suivent des programmes de stabilisation économique, avec des taux de changes fixes agissant comme éléments de référence et de stabilisation pour les prix intérieurs, les autorités peuvent être concernées par les effets monétaires de l'entrée d'importants flux de capitaux. Cette expansion monétaire pourrait comporter par ailleurs des risques inflationnistes, à travers la hausse des prix des biens durables.

— Si ces flux de capitaux sont volatiles ou transitoires, leur réversibilité peut avoir un coût d'ajustement important du fait des coûts de réallocation des ressources, des effets des faillites possibles et autres imperfections du marché. En effet, si ces flux ont une grande composante transitoire, les pays-hôtes devraient éviter des processus d'ajustements pouvant être remis en cause en cas de sortie brutale des capitaux, surtout si ces ajustements génèrent des coûts qui sont irréversibles en cas de changement du sens des mouvements de capitaux.

— Il existe toujours des risques dans le maintien d'un déficit constant du compte courant à un niveau important en pourcentage du PIB. Cette accumulation de dette extérieure peut accroître la prime de risque pour le pays et réduire, par conséquent, l'accès futur aux marchés internationaux de capitaux.

— Du point de vue de la politique économique, les gouvernements des pays-hôtes peuvent être soumis à des pressions de la part des secteurs exportateurs (voire de certains secteurs importateurs) afin de limiter et même d'annuler les effets de l'appréciation du taux de change résultant de l'entrée des capitaux. Dans certains cas, les gouvernements sont amenés à prendre des actions pour protéger et compenser certains secteurs contre les risques de change (*exchange rate protection*).

— Dans les pays qui ont des systèmes de change fixes, les autorités doivent se préoccuper des effets de monétisation des flux de capitaux et de la difficulté à avoir un contrôle efficace de la politique monétaire.

Cet ensemble de menaces sur la stabilité économique des pays d'accueil a été assez important pour amener les autorités de ces pays à mettre en place des politiques d'ajustement et à prendre des décisions visant à réduire les effets négatifs des entrées massives de capitaux. D'une manière générale, les autorités des pays émergents ont eu ten-

dance à décourager les mouvements spéculatifs de capitaux, en cherchant à réduire les imperfections qui encouragent ces investissements ou en contrôlant les effets secondaires des flux financiers à travers différents types d'interventions. Ces diverses actions répondent, en effet, au désir de trouver un équilibre entre la croissance des investissements et le développement économique suscité par ces capitaux, avec comme impératif la réduction ou la compensation de leurs effets déstabilisateurs sur l'économie.

Les différentes formes d'ajustements macroéconomiques pour atténuer les effets des entrées de capitaux

Récemment encore, nombre de pays en voie de développement ont cherché à s'ouvrir aux flux internationaux de capitaux, tout en cherchant à préserver leur économie de tout à-coup de change trop brutal et/ou de toute poussée inflationniste. Pour ce faire, ils ont la possibilité de faire appel soit à des méthodes d'intervention directes ou indirectes, soit à une combinaison des deux simultanément.

En effet, comme nous l'avons vu, les entrées de capitaux représentent une croissance de la demande d'actifs financiers interne au pays qui les accueille, qui, en l'absence d'interventions des autorités monétaires, a tendance à provoquer une appréciation de la monnaie locale. Les autorités monétaires sont généralement réticentes à laisser s'apprécier le taux de change, soit par leur volonté de maintenir un régime de change fixe, soit par leur perception que ces flux de capitaux constituent un phénomène temporaire, soit encore par une combinaison de ces deux motivations. Au-delà de la réticence à laisser s'apprécier le taux de change, il existe une réelle inquiétude quant à la nature de la volatilité des flux de capitaux entrants, ce qui pourrait augmenter la vulnérabilité du secteur financier.

Ces incertitudes ont conduit les autorités, dans les différents pays ayant connu des entrées massives de capitaux, à réagir en utilisant une grande variété de politiques économiques¹. Ces ajustements macroéconomiques peuvent être :

- des contrôles quantitatifs des volumes d'entrées de capitaux ;
- des méthodes indirectes, qui prennent trois grandes formes principalement : des interventions stérilisées ou non stérilisées de politiques monétaires (opérations d'*open market*, politique de réserves, gestion des dépôts publics et des différents fonds), des politiques budgétaires restrictives, des politiques de taux de change (réévaluation ou plus grande flexibilité des taux de change).

1. Cf. G. Calvo, L. Leiderman et C. Reinhart (1993 et 1994) et Schadler & al. (1993).

Plusieurs des politiques mises en place dans différents pays consistent en un mix de plusieurs types d'interventions.

Tableau 1 :
Typologie des mesures d'ajustement face aux entrées de capitaux

| Technique d'ajustement | Mode de fonctionnement | Effets recherchés | Commentaires |
|---|---|--|---|
| Interventions sur marché monétaire | Opérations d'open market Réduction du multiplicateur monétaire | Eponger les liquidités créées par devises étrangères, afin de limiter la création de la monnaie | Marge de manœuvre limitée par la substitution entre actifs domestiques et étrangers |
| Ajustement budgétaire | Politique budgétaire restrictive | Neutraliser la croissance de la demande agrégée créée par l'entrée de capitaux | L'objectif final est de construire une économie plus résistante aux chocs externes |
| Passage au change flottant | Elargir la marge de fluctuation de la monnaie nationale | Réduire l'intérêt d'apporter des flux de capitaux à court terme | Niveau de risque de change des investisseurs va augmenter |
| Libéralisation du compte courant | Libéraliser le compte courant | Alléger pression sur l'économie, en déplaçant la consommation vers les biens échangeables | Technique favorise le maintien d'un taux de change réel plus élevé |
| Autorisation des sorties de capitaux | Conduire les investissements locaux à investir dans les titres d'autres pays | Triple effet : compenser les entrées de capitaux ; signal aux investisseurs ; meilleure diversification des actifs | Mesure pourrait réduire le risque de renversement des flux de capitaux |
| Réduction du risque de renversement de capitaux | Limiter le montant des capitaux étrangers autorisés à sortir dans une période de temps donnée | Réduire le dommage potentiel d'une sortie brutale de capitaux | Réduit les investissements de portefeuilles et l'accès aux financements extérieurs |
| Orientation des investissements | Agir sur les formes de placements des investisseurs dans le but d'amortir les chocs économiques | Renforcer la capacité de résistance de l'économie | Agir sur les investisseurs étrangers en cas d'entrée de capitaux et sur les domestiques en cas de sortie |
| Contrôles quantitatifs directs | Restrictions sur les capitaux entrants : plafonnement de l'endettement extérieur, réserves minimales pour crédit international, plafonnement des investissements directs étrangers, taxe sur les flux de capitaux | Réduire le montant d'entrées de capitaux (surtout les flux de court terme) | Mesures fonctionnent seulement dans une perspective de court terme et ne permettent pas un contrôle effectif des flux de capitaux sur le long terme |

Quelle doit être la forme d'intervention face aux entrées de capitaux ?

Certains économistes, comme J. Williamson, ont préconisé plusieurs mesures pour réagir face à cette entrée massive de capitaux. Citons en quelques-unes : permettre qu'une appréciation du taux de change nominal s'effectue suite à l'entrée de capitaux en acceptant les forces du marché et opérer une intervention sans stérilisation ; poursuivre une politique budgétaire restrictive afin de réduire le taux d'absorption des capitaux étrangers ; baisser également les taux d'intérêt pour limiter l'attrait du marché local pour les capitaux spéculatifs ; maintenir quelques contrôles sur les mouvements d'entrées de capitaux, quand les flux de capitaux qui entrent sur le marché deviennent excessifs ; élargir la marge de fluctuation du taux de change afin de permettre une appréciation temporaire de celui-ci sans altérer la confiance des exportateurs en la compétitivité du taux de change à moyen terme ; éliminer toutes les subventions à l'investissement de nature à attirer les investissements étrangers.

Une autre école de pensée, comme celle des économistes néoclassiques, considère que les autorités monétaires ne doivent pas récuser l'hypothèse selon laquelle les marchés savent ce que doit être la meilleure position et que les autorités doivent faire confiance aux marchés pour respecter les limites en termes d'endettement et de crédit. De même, selon cette école, les autorités ne doivent pas se préoccuper de la taille des mouvements d'entrée de capitaux ou du déficit de compte courant qui peut lui être associé. Cependant, il faut signaler que les marchés financiers constituent le lieu où l'effet de contagion est le plus fort et où les acteurs peuvent réagir brutalement en cas de perte de confiance, ce qui peut déclencher ainsi une crise grave.

Toutefois, si l'on privilégie le fait que le gouvernement a la charge de prémunir l'économie contre l'entrée excessive de flux de capitaux, il faudra donc choisir parmi les différentes mesures d'intervention citées plus haut. Mais l'expérience montre qu'une politique fondée sur une seule de ces mesures ne réussit pas. Pour être efficace, une politique doit combiner plusieurs de ces mesures en programme unique (cf. tableau 2).

Tableau 2 :
*Politiques économiques mises en place par les pays émergents
à la suite des entrées de capitaux*

| PAYS | Argentine | Chili | Indonésie | Malaisie | Mexique | Philippines | Thaïlande |
|---------------------------------------|-----------|-------|-----------|----------|---------|-------------|-----------|
| Politique budgétaire | Oui | Oui | Non | Oui | Non | Non | Oui |
| Réévaluation | Non | Oui | Oui | Non | Non | Non | Non |
| Flexibilité des taux de change | Non | Oui | Oui | Oui | Non | Oui | Non |
| Interventions stérilisées | Non | Oui | Oui | Oui | Oui | Oui | Oui |
| Contrôle entrées de capitaux | Non | Oui | Oui | Oui | Non | Non | Non |
| Libéralisation sorties capitaux | Non | Oui | Oui | Oui | Oui | Oui | Oui |
| Libéralisation accélérée des échanges | Non | Non | Oui | Oui | Oui | Non | Oui |

Sources : Banque Mondiale - World Debt Tables, 1994.

Effets des diverses politiques économiques mises en place : quelques exemples

L'examen des différentes réponses macroéconomiques aux entrées massives de capitaux met en évidence l'importance de la façon avec laquelle chaque politique interagit pour amplifier ou réduire le volume des flux financiers, modifier leur composition et/ou affecter leurs conséquences économiques. Par exemple :

— La combinaison d'une faible incertitude sur les taux de change (comme c'est le cas lors d'un rattachement explicite ou implicite de ceux-ci au niveau d'une autre devise), des interventions stérilisées (qui tendent à empêcher les taux d'intérêt domestiques à court terme de converger vers le niveau des taux internationaux) et sans entraves excessives opposées aux entrées de capitaux (comme les contraintes quantitatives ou de taxation) aurait tendance à maximiser le volume des entrées de capitaux de court terme². Cette conjonction d'un taux de

2. Cette combinaison de politiques économiques caractérise l'expérience mexicaine dans la gestion des entrées de capitaux au cours de la période 1990-94.

change à un niveau de risque faible, voire inexistant, et de taux d'intérêt relativement élevés favorise les investisseurs intéressés par des placements de court terme. Cependant, pour les investisseurs attirés par le long terme, il existe toujours un risque de change qui est dû au fait que, dans des perspectives plus lointaines, la probabilité d'un réalignement ou d'un changement dans le régime de change est de plus en plus forte. De plus, les investissements de plus long terme, comme les investissements directs, ont tendance à être moins sensibles aux évolutions des taux d'intérêt. Par conséquent, il ne serait pas surprenant de constater que le maintien pendant une longue période de ce genre de combinaison de politiques économiques finirait par biaiser la composition des flux financiers en faveur de capitaux d'un horizon de court terme.

— En outre, l'association d'interventions stérilisées et de mesures de contrôle des entrées de capitaux pourrait conduire à un affaiblissement de l'efficacité individuelle de chacune de ces deux politiques. Les différentiels de taux d'intérêt (qui peuvent être relativement importants) accompagnant généralement la stérilisation pourraient inciter les agents économiques à contourner ces contrôles de capitaux (par exemple, les entreprises et les banques auraient recours à des techniques de financements extérieurs). Du fait qu'ils réussissent généralement à éviter ces contrôles, ils contribuent à compenser certains des effets restrictifs des mesures de stérilisation.

— Dans la même perspective, la suppression du contrôle exercé sur les sorties de capitaux, dans le but de réduire les flux qui entrent pourrait produire des contre-effets si les taux d'intérêt domestiques sont relativement élevés par rapport aux taux internationaux et/ou si cette action est interprétée comme un signal positif pour l'avenir de l'environnement économique. En effet, plusieurs pays comme le Chili, la Malaisie ou la Thaïlande ont libéralisé les sorties de capitaux au moment même où ils s'engageaient dans des efforts substantiels de stérilisations (cf. tableau 2).

Efficacité des principales politiques d'ajustements : leçons des différentes expériences

La plupart des pays émergents ont mis en place différentes mesures de politique économique pour compenser les effets monétaires et réels des entrées massives de capitaux de l'étranger. Les résultats obtenus de même que le niveau de succès ont été différents selon les pays. S'agissant du bilan de ces expériences, un certain nombre d'éléments peuvent être dégagés.

— Les principaux pays qui ont reçu des capitaux étrangers ont réussi à éviter une croissance permanente et significative de leur taux d'infla-

tion. Par exemple, les pays d'Asie ont pu maintenir un niveau d'inflation stable, même si dans le cas de la Malaisie l'inflation semble croître au cours des dernières années. Ce pays se singularise par le niveau d'inflation le plus faible. Dans des pays comme l'Argentine ou le Mexique, l'inflation a dans l'ensemble été décroissante au cours des trois à quatre dernières années, malgré les difficultés mexicaines consécutives à la dévaluation de fin 1994.

— En termes d'évolution des taux de change réels, les pays émergents ont connu des évolutions contrastées. Certains comme le Chili, l'Indonésie ou la Malaisie ont évité une appréciation significative des taux de change réels ; au moment où d'autres, comme l'Argentine, la Corée du Sud, ou le Mexique (jusqu'à fin 1994), ont connu des performances dans ce domaine ; des pays comme la Thaïlande sont restés entre ces deux positions extrêmes.

— Les pays qui ont reçu les plus importants volumes de capitaux par rapport à leur PIB n'ont pas été ceux qui ont connu la plus grande appréciation de leurs taux de change. En fait, les plus grands destinataires de flux financiers (Thaïlande, Malaisie ou Chili) ont affronté une dépréciation (ou une faible hausse) de leurs devises. Il est important de noter que la Thaïlande a été marquée par une croissance moindre de son taux de change que la Corée du Sud alors qu'elle a reçu un volume nettement plus important de capitaux.

— Les pays qui ont procédé à une réduction des dépenses publiques, en pourcentage du PIB, sont aussi ceux qui ont connu la plus faible appréciation des taux de change réels, comme la Malaisie, le Chili ou l'Indonésie. En revanche, les pays qui ont connu une croissance de leurs dépenses publiques/PIB, comme l'Argentine, la Corée du Sud, le Mexique, ou les Philippines, ont vu leurs taux de change suivre la même courbe positive ; et cela malgré le fait qu'ils n'ont pas été les plus grands destinataires de fonds.

Quelques recommandations en termes de politique économique à mettre en place

Sur la base des ajustements économiques nécessaires pour faire face aux effets négatifs des entrées de capitaux et à partir de l'expérience des différents pays qui ont cherché à la gérer, nous pouvons émettre un certain nombre de remarques générales.

— Tout d'abord, la Banque centrale a un rôle essentiel à jouer pour éviter certains des effets secondaires des flux financiers provenant de l'étranger.

— Pour obtenir les effets bénéfiques des flux de capitaux et réduire autant que possible un certain nombre de leurs effets négatifs, la politi-

que budgétaire restrictive semble être un moyen d'une grande efficacité (limitation des appréciations de taux de change réel). En effet, la croissance de l'épargne du secteur public semble être la stratégie la plus efficace, susceptible de protéger les taux de change réels à long terme.

— De plus, les pays qui ont augmenté leur niveau d'épargne publique ont été capables de laisser plus d'espace à la croissance des investissements du secteur privé, qui sont financés par les entrées de flux de capitaux. Cette situation semble être perçue favorablement par l'ensemble des investisseurs internationaux.

— Sur le court terme, un mix de mesures budgétaires et monétaires semble être plus efficace pour gérer les effets des entrées de capitaux qu'une simple politique budgétaire. En effet, la politique budgétaire manque généralement de flexibilité suffisante pour agir sur la volatilité des capitaux à court terme. Cependant, une grande volatilité des flux d'investissements de portefeuilles impose des contraintes de moyen et long termes qui obligent à aligner la politique budgétaire sur les éléments fondamentaux de l'économie.

— En outre, laisser les taux d'intérêt domestiques baisser jusqu'à des niveaux cohérents avec les prévisions sur l'évolution des taux d'intérêt internationaux semble être nécessaire pour réduire les entrées massives de capitaux à court terme. Comme le montrent les expériences colombienne et indonésienne, laisser s'ajuster les taux d'intérêt réduit l'attrait des flux financiers nouveaux et élimine les pertes « quasi-budgétaires » de la Banque centrale.

— L'utilisation des interventions stérilisées a montré qu'elles ne sont pas très efficaces comme mécanisme de protection contre l'appréciation du taux de change réel, en particulier sur le long terme. De plus, cette politique pourrait avoir les effets inverses des objectifs assignés, car elle conduirait à une hausse des taux d'intérêt domestiques, ce qui risquerait de stimuler l'entrée de nouveaux flux de capitaux. Finalement, cette politique n'est pas tenable à long terme, car elle aggrave le déficit de la Banque centrale. Et cela risquerait de devenir une source d'attaques spéculatives sur les taux de change.

— Les obstacles dressés face aux entrées massives de capitaux, par l'imposition de contraintes quantitatives, le plafonnement des financements extérieurs des banques ou des autres grands emprunteurs (grandes entreprises) ou la stérilisation à travers la vente aux grands investisseurs des titres de la Banque centrale semblent être des moyens efficaces sur le court terme, tant qu'ils ne causent pas une croissance des taux d'intérêt domestiques et des entrées de capitaux nouveaux. Cependant, étant donné l'intégration et la globalisation croissantes des marchés financiers, ainsi que la sophistication des intermédiaires, ce genre de politiques semble ne pas être efficace sur le long terme. De même, ce

type de contrainte pourrait se révéler préjudiciable à l'économie dans son ensemble, à cause de ses effets négatifs sur l'efficacité de l'allocation des ressources, ainsi que sur le montant total des flux de capitaux en direction des pays émergents, outre le fait que cela pourrait être perçu négativement par les investisseurs internationaux.

Dans l'ensemble, si les flux de capitaux internationaux qui convergent vers les pays émergents sont régis d'une manière efficiente, ils pourraient générer une forte croissance économique. Cependant, une mauvaise conduite de la politique économique par les pays bénéficiaires risquerait de provoquer une inversion des flux, à défaut de les renforcer.

Par conséquent, il ne faut pas perdre de vue qu'il existe une marge étroite entre le fait qu'un pays tire le maximum de bénéfices des entrées des capitaux et les risques de perte de contrôle sur les grands objectifs de politique économique. L'utilisation des techniques appropriées de gestion macroéconomique semble être très importante pour atteindre un niveau stable et durable d'entrée de capitaux et permettre le développement de l'investissement productif et la croissance économique à long terme. Même s'il n'existe pas un système unique d'ajustement face aux risques de déstabilisation qui accompagnent le phénomène des marchés émergents et aux effets secondaires des entrées de capitaux, les autorités ont à leur disposition une gamme importante de mesures de politiques économiques qui se différencient par leur portée et par les mécanismes utilisés. Toutefois, ces mesures macroéconomiques doivent être complétées par des réformes du secteur financier et une série d'actions au niveau microéconomique dans le but de réduire les barrières à l'entrée des capitaux et favoriser l'investissement.

On peut, en effet, distinguer entre les mesures qui cherchent à limiter les entrées excessives de capitaux et les réformes structurelles pour supprimer ou, au moins, réduire les dysfonctionnements et autres barrières provoquant l'instabilité du développement des pays émergents. Les expériences récentes montrent que les pays qui ont le mieux réussi à limiter ces effets l'ont pu, largement grâce à des réformes économiques en profondeur et sur une longue période.

Tableau 3 : Les différentes formes d'interventions stérilisées et leur efficacité

| <i>Les formes de stérilisation</i> | | | |
|------------------------------------|---|---|---|
| | Opérations d'Open Market | Taux de réserves obligatoires | Gestion des dépôts d'Etat et autres fonds publics |
| Technique | Vente par la Banque centrale de titres publics (bons du Trésor ou ses propres titres d'endettement) | Manipulation du niveau des réserves obligatoires dans le but de réduire le multiplicateur monétaire | Transfert des dépôts du secteur public et/ou des fonds de pension du système bancaire vers la Banque centrale |
| Spécificités | Réduire l'expansion monétaire sans imposer une charge fiscale plus lourde sur le système bancaire Pourrait entraîner des coûts importants pour la Banque centrale et accroître fortement la marge entre taux d'intérêt domestiques et internationaux L'intensité de ces politiques varie considérablement entre pays et dans le temps | Forme de taxe sur le système bancaire, que les banques ont tendance à la reporter sur leurs clients L'ajustement se fait en grande partie à travers les taux d'intérêt sur les crédits. Par conséquent, l'impact de ces mesures pourrait aller dans une direction opposée à celle voulue au départ | Si dépôts sont comptés comme une partie du stock monétaire, le transfert vers la Banque centrale fonctionne comme une croissance des réserves obligatoires. Si non, ce transfert est apparenté à une opération d'assèchement de liquidités par open market Mode de stérilisation n'augmente pas les taux d'intérêt à court terme autant qu'une stérilisation par vente d'obligations |
| Pays utilisateurs | Mexique (Cetes et Tesobonos), Chili, Colombie, la Corée du Sud, Indonésie, Philippines | Costa Rica, Malaisie, Sri Lanka, Colombie, Chili, Pérou,... | Indonésie, Malaisie, Mexique, Taiwan ou Thaïlande |

Effets de la stérilisation sur les taux d'intérêt et sur les flux de capitaux

| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 |
|--|--|---|---|---|--|
| Accumulation de réserves internationales importante, laissant supposer un important degré d'intervention de la Banque centrale dans le but d'annuler l'appréciation des taux de change | Niveau de dépréciation de la devise locale se ralentit et, dans certains cas, une certaine réévaluation s'opère. Ce qui confirme l'ampleur des entrées de capitaux | Emissions de titres par les Banques centrales se sont accrues fortement dans une période de temps relativement courte | Taux d'intérêt à court terme augmentent en général durant l'épisode de stérilisation Cette croissance a lieu malgré l'entrée massive de capitaux | Marge entre taux d'intérêt domestiques et taux internationaux a été maintenue à un niveau élevé du fait des politiques de stérilisation | Les interventions stérilisées pourraient encourager le déplacement dans la composition des flux de capitaux des emplois de long terme vers des placements de court terme |