

DE LA LIBÉRALISATION À LA GESTION DES FLUX DE CAPITAUX INTERNATIONAUX

BRUNO CABRILLAC*

CLÉMENT MARSILLI**

SOPHIE RIVAUD***

La dislocation du système monétaire international (SMI) de Bretton Woods et son remplacement par un nouveau SMI, qualifié parfois de Bretton Woods II ou de non système, ont constitué une rupture. Le paradigme dominant devient celui des changes flottants et d'une libéralisation complète des mouvements de capitaux qui permettent, conformément au triangle d'incompatibilité de Mundell (1960), une politique monétaire autonome. Pour les pays développés, la transition vers ce nouveau paradigme a été longue : ce n'est qu'en 1994 que sont levées les dernières mesures de contrôle des changes en France.

En revanche, les pays en développement et notamment les pays émergents se sont engagés à des degrés divers dans cette transition, mais ne l'ont pas achevée. En outre, dans les deux premières décennies suivant l'effondrement de Bretton Woods, les flux nets de capitaux vers les pays émergents et en développement étaient négatifs. Ce phénomène, contraire aux lois économiques et connu sous le nom de paradoxe de Lucas (1990), explique aussi la rémanence de mesures de contrôle des changes qui visaient essentiellement à dissuader les expor-

269

* Directeur général adjoint des études et des relations internationales, Banque de France.

Contact : bruno.cabrillac@banque-france.fr.

** Chef du pôle de suivi des flux de capitaux et des économies émergentes, Banque de France.

Contact : clement.marsilli@banque-france.fr.

*** Cheffe de service adjointe du Service des relations monétaires internationales, Banque de France.

Contact : sophie.rivaud@banque-france.fr.

Les auteurs remercient Marie-Hélène Ferrer pour ses commentaires et ses suggestions. Cet article reflète les idées personnelles de ses auteurs et n'exprime pas nécessairement la position de la Banque de France.

tations de capitaux par les résidents, tandis que des exemptions et des mesures incitatives favorisaient les investissements directs étrangers (IDE) qui étaient vus comme un élément clé pour le rattrapage. Les premières mesures de libéralisation des flux de capitaux dans les pays émergents, notamment à l'égard des non-résidents, alors que les taux de change restent étroitement gérés, sont l'une des causes des crises de balance des paiements qui culminent avec la crise asiatique de 1997. Bien que ce diagnostic soit partagé, des conclusions différentes en sont tirées : le FMI (Fonds monétaire international), s'il montre une nouvelle prudence quant à la rapidité de la libéralisation du compte financier, continue en revanche de soutenir l'utilité de progresser vers des changes purement flottants¹ et préconise, en conséquence, la mise en place d'une politique monétaire autonome fondée sur le ciblage d'inflation. La plupart des pays émergents poursuivent leur transition vers la libéralisation, mais restent saisis par la peur du flottement et continuent à gérer leurs taux de change.

Mais le contexte change progressivement : au début des années 2000, les flux de capitaux nets vers les pays émergents s'inversent et deviennent significativement positifs. Pour ces économies, l'intérêt de bénéficier de ces flux de capitaux, malgré leur volatilité et leur sensibilité à des facteurs totalement exogènes aux économies récipiendaires (affectant les économies des pays sources ou d'autres économies émergentes, par effet de contagion), conduit à poursuivre, voire à accélérer la libéralisation du compte financier, tandis que la prépondérance des changes fixes ou flottants encadrés amène à une accumulation de réserves des changes, qui dans certains pays prend des proportions excessives. La crise financière de 2008 marque un véritable point de rupture. À la différence des crises émergentes des années 1990, le retournement des flux de capitaux est essentiellement lié à la situation des pays d'origine, à la fuite vers la sécurité, et apparaît particulièrement peu discriminant, touchant même les pays ayant les meilleurs fondamentaux. La réponse à la crise, notamment les politiques monétaires très accommodantes et non conventionnelles mises en place dans les pays émetteurs de monnaie internationale, engendre rapidement d'importants flux de capitaux vers les pays émergents, même si leur composition change. C'est dans ce cadre qu'émerge progressivement l'idée d'une transition longue fondée sur des régimes de changes flottants gérés, permettant à la fois une gestion du taux de change et des flux de capitaux. Il s'agit de protéger les pays récipiendaires des effets d'un cycle financier mondial qui peut conduire à l'accumulation de risques pour la stabilité financière et à des politiques économiques procycliques. Matérialisant ce consensus de la communauté financière internationale, la « vue institutionnelle » adoptée par le FMI en 2012

intègre la gestion des flux de capitaux dans la boîte à outils des politiques économiques qu'il recommande, dans des cas très précis toutefois. Ce faisant, le FMI accepte également l'idée que la transition vers le régime cible (libéralisation du change et des mouvements de capitaux) n'est pas linéaire, ce qui peut apparaître en contradiction avec les engagements pris par les pays ayant adhéré au Code de libéralisation des flux de capitaux de l'OCDE.

La crise économique et financière liée à la pandémie du Covid-19, bien que de nature inédite, a eu l'effet habituel sur les flux de capitaux vers les pays émergents, entraînant un renversement spectaculaire. Si ce renversement apparaît plus sévère qu'en 2009, il intervient surtout dans un contexte différent, dans la mesure où les pays émergents n'ont pas à faire face seulement à la baisse de la demande et au rapatriement des capitaux des pays développés, mais aussi au choc de la pandémie dans leur propre pays. Toutefois, il est encore trop tôt pour affirmer que cette crise marque un nouveau point de rupture dans le processus, heurté, de libéralisation des flux de capitaux internationaux.

*CES QUARANTE DERNIÈRES ANNÉES, LES FLUX
DE CAPITAUX À DESTINATION DES ÉCONOMIES
ÉMERGENTES ONT CONNU D'IMPORTANTES MUTATIONS
EN VOLUME ET EN COMPOSITION*

271

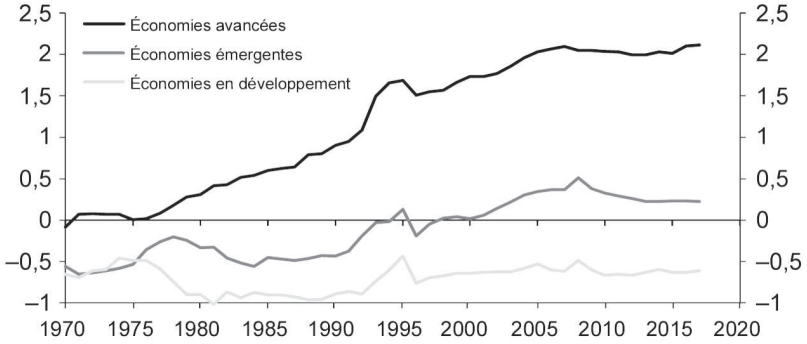
Durant les quarante dernières années, la libéralisation du compte financier – documentée par Chinn et Ito (2006), via la création d'un indice composite – a fortement progressé dans les économies avancées ; on peut considérer qu'il est totalement libéralisé dès le milieu des années 1990, en parallèle de l'adoption de changes flottants purs. Malgré quelques incidents ponctuels, parfois spectaculaires comme dans le cas de la Grèce et de Chypre en 2011-2012, ce processus de libéralisation est irréversible. En revanche le processus d'ouverture du compte financier dans les économies émergentes et en développement a connu une progression moins rapide, marquée par des phases d'arrêt, voire de retour en arrière. Toutefois les flux de capitaux privés à destination des pays à faible revenu demeurent encore faibles. Ainsi, l'analyse se concentrera plus particulièrement sur les économies émergentes.

Les flux nets de capitaux vers les pays émergents, contrepartie comptable des soldes courants, ont connu des évolutions heurtées : négatifs à la fin des années 1980 (paradoxe de Lucas), puis fortement positifs dans la première décennie de ce siècle dans le contexte d'une forte augmentation des réserves de change, puis très volatils depuis la crise de 2009.

La progression moins linéaire de l'ouverture du compte financier et la dichotomie entre les flux de capitaux et le compte courant dans les

économies émergentes ces quarante dernières années s'inscrit dans un contexte marqué par les effets de crises économiques ou financières, faisant apparaître quatre phases distinctes : (1) 1970-1990, (2) 1990-1997, (3) 1999-2007 et (4) 2011-2020.

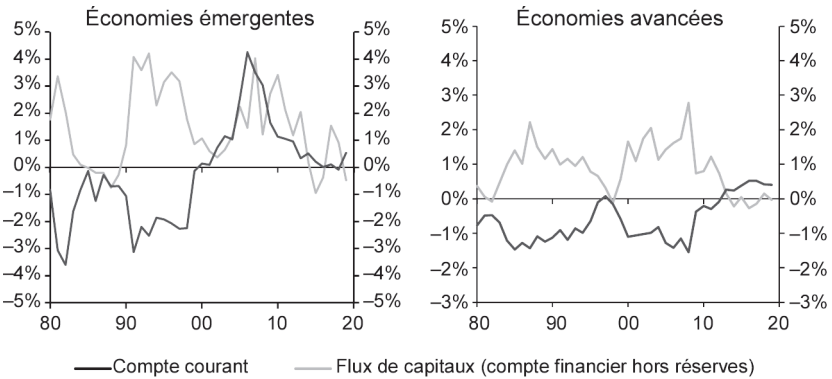
Graphique 1
Indice d'ouverture financière de Chinn-Ito



Sources : <http://web.pdx.edu/~ito/Chinn-Itowebsite.htm> ; calcul des auteurs.

272

Graphique 2
Les deux versants de la balance des paiements :
compte courant et compte financier
(en % du PIB)



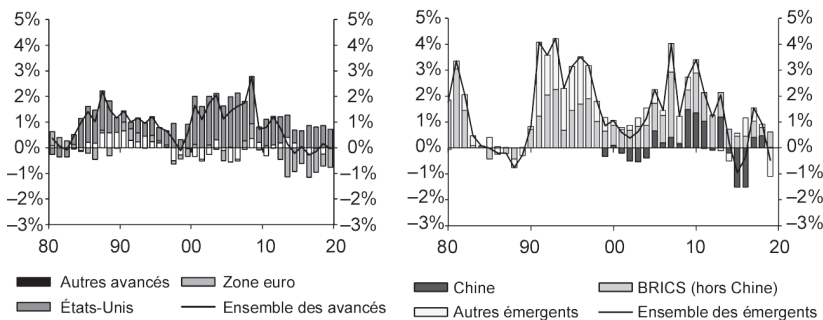
Sources : FMI (bases IFS et WEO)² ; calculs des auteurs.

1970-1990 : des économies émergentes toujours très fermées

Jusqu'à la fin des années 1970, les flux de capitaux entrants dans les pays émergents et en développement étaient constitués dans une très large proportion d'investissements directs, généralement des investissements productifs (notamment pour l'exploitation des ressources

naturelles). Dans les années 1980, le développement des prêts bancaires internationaux aux économies émergentes marqua une rupture. L'Amérique latine a été le principal bénéficiaire de ces flux qui prenaient souvent la forme de prêts bancaires à court terme, généralement en dollars (parfois dans d'autres devises internationales)³ et parfois intragroupe. Ils étaient utilisés pour financer les déficits publics ou soutenir la consommation privée, et n'ont que peu bénéficié à l'investissement. Le resserrement monétaire de la Federal Reserve (Fed) américaine en 1983, décidé afin de maîtriser l'inflation domestique, fit augmenter le coût de la dette en devise et initia une spirale négative dans les pays débiteurs. De multiples crises de balance des paiements en résultèrent, qui donnèrent lieu à de nombreux programmes d'aide du FMI, et furent à l'origine de la « décennie perdue » en Amérique latine (Turner, 1991 et 1995).

Graphique 3
Flux nets de capitaux
(hors réserves de change, en % du PIB)



Sources : FMI (bases IFS et WED) ; calculs des auteurs.

1990-1997 : l'ouverture progressive et partielle des économies émergentes

La décennie 1990 fut marquée par l'ouverture progressive des comptes financiers des économies émergentes, et l'expansion des flux de capitaux des économies avancées vers ces pays⁴. L'instabilité de ces investissements, en partie liée aux évolutions des politiques monétaires des pays émetteurs, fut à l'origine d'importantes crises de balance des paiements dans les pays récipiendaires.

La séquence de baisse des taux opérée par la Fed de 1989 à 1994 a participé à une reprise des flux de capitaux en direction de ces pays. Les flux bancaires, en particulier, ont fortement augmenté vers les « Tigres et les Dragons asiatiques », ces pays émergents en croissance rapide. L'endettement brut et net en devises du secteur privé, bancaire et non

financier a beaucoup progressé, soit qu'il ait financé des déficits courants, soit qu'il ait eu pour contrepartie une augmentation des réserves. Ce risque de change était souvent anesthésié par un régime de changes fixes de fait ou de droit vis-à-vis du dollar. Cet ancrage a entraîné, du fait d'un différentiel d'inflation élevé, une forte surévaluation des monnaies locales. Ce déséquilibre était aggravé par un décalage de maturité sur les bilans en devises, notamment dans le secteur bancaire. Cette expansion s'est poursuivie jusqu'à la survenue successive en 1997 de crises dans les pays d'Asie du Sud-Est (mais également en Russie au Brésil et jusqu'en Australie, ce qui marque le degré de contagion croissant de ces crises émergentes). Auparavant, en 1994, le Mexique avait aussi connu une sévère crise de balance des paiements à la suite du resserrement de la politique monétaire américaine (Camdessus, 1995), les secousses s'étaient étendues à une grande partie de l'Amérique latine. Enfin, les épisodes argentin et turc ferment en 2000 le bal des grandes crises financières des pays émergents qui ont marqué cette décennie.

*1999-2007 : forte progression des flux de capitaux
vers les pays émergents*

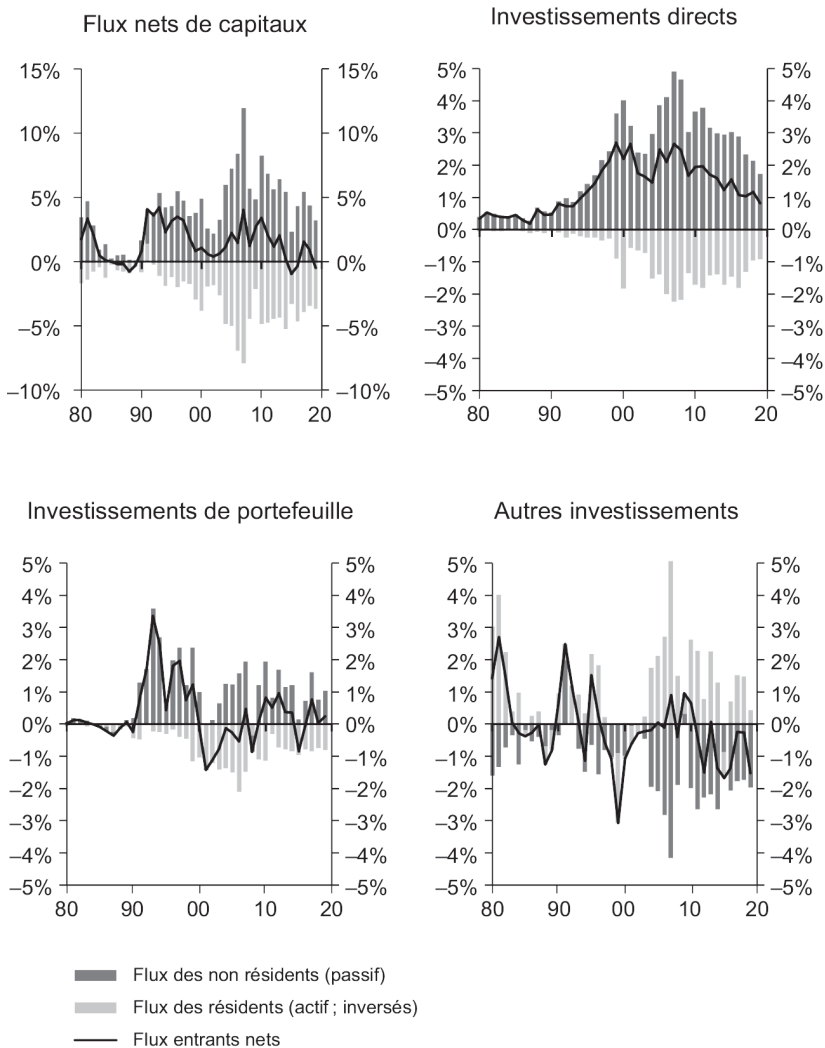
274

Durant la première décennie du XXI^e siècle, la croissance soutenue de l'économie mondiale et de la finance internationale a initié une nouvelle dynamique des flux de capitaux. La progression des crédits bancaires transfrontaliers, entrants et sortants – enregistrés dans les autres investissements du compte financier –, a en particulier atteint des niveaux records (Avdjiev *et al.*, 2018). Les banques ont également étendu leur activité, jouant un rôle d'intermédiaires financiers de filiales étrangères des multinationales (Cetorelli et Goldberg, 2012). L'explosion des capitalisations boursières et des émissions de titres de dette ont donné lieu à une progression sans précédent des investissements de portefeuille. Les investissements directs ont aussi augmenté, mais évoluant également selon la fiscalité en vigueur dans les différents pays et les possibilités d'optimisation fiscale. Si les pays avancés ont été les principaux concernés par cette dynamique (90 % de l'augmentation des flux), celle-ci a également touché les pays émergents.

Dans les grandes économies émergentes, la croissance des marchés de change (comptant, terme et dérivés) a permis le développement des couvertures de change et a ainsi accru la résilience des systèmes financiers, moins sensibles aux chocs externes ; ainsi le resserrement monétaire de la Fed de 2004 n'a pas modifié les dynamiques à l'œuvre. Dans ce contexte, les flux de capitaux ont augmenté, notamment en provenance des économies avancées. Les rendements attractifs des économies émergentes, soutenus par la poursuite du rattrapage, matérialisés par l'appréciation des taux de change réels, mais également par la baisse de

l'incertitude politique ont notamment stimulé les investissements de portefeuille des non-résidents. Ces mouvements mirent fin au paradoxe de Lucas, observé depuis l'après-guerre et mis en évidence en 1990 (Lucas, 1990), d'une faiblesse des flux financiers des pays avancés (y compris en matière de transition démographique) en direction des pays en développement, où les rendements sont plus élevés et la démographie est plus dynamique, en contradiction avec la théorie économique classique.

Graphique 4
Flux financiers internationaux des économies émergentes,
par type de flux

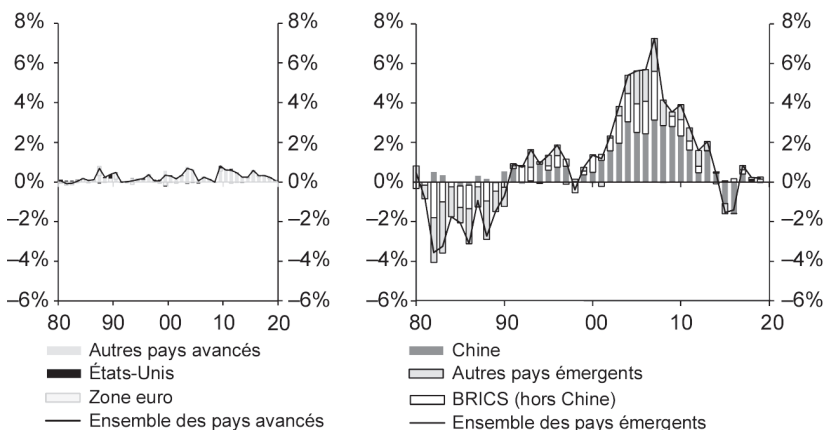


Sources : FMI (bases IFS et WEO) ; calculs des auteurs.

Les flux nets de capitaux sont donc devenus significativement positifs, tandis que les flux bruts augmentaient aussi considérablement. Dans ce contexte, les entrées de capitaux exerçaient une pression à la hausse sur le taux de change, mettant en cause le modèle de croissance tirée par les exportations d'une grande partie des pays émergents, tandis que l'ampleur et la volatilité de ces flux entraînaient des risques de stabilité financière. Beaucoup de pays émergents ont ainsi choisi de résister à la réévaluation de leur devise et d'accumuler des réserves de change⁵, sans que l'on puisse toujours faire la part entre les motifs de précaution et des considérations plus mercantilistes de maintien de la compétitivité (Rodrik, 2006). Pour les tenants du motif de précaution, cette accumulation de réserves par les pays émergents était perçue comme un véritable filet de sécurité, nécessaire afin de résister à d'éventuelles difficultés de financement externe, comme cela fut le cas lors de la décennie précédente. Elle répond également aux réticences à recourir aux aides du FMI après l'expérience douloureuse de 1997-1998 en Asie (Feldstein, 1999). L'ouverture financière et l'accroissement du passif de la position extérieure allaient donc de pair avec l'augmentation des réserves (Obstfeld *et al.*, 2008). Le niveau de réserves est un élément clé de la confiance des investisseurs (Reddy, 2002), et atteindre un niveau suffisant d'auto-assurance constituait une recommandation de politiques économiques du FMI pour prévenir les crises de balance des paiements.

276

Graphique 5
Évolution des réserves de change
(en % du PIB)



Sources : FMI (bases IFS et WEO) ; calculs des auteurs.

Ces entrées massives de capitaux procycliques, qui n'étaient pas totalement régulées par l'appréciation du taux de change, ont accentué

le dilemme de politique économique de la plupart des pays émergents à cette époque. Le desserrement des contraintes financières, induit par les entrées de capitaux dans des économies déjà en surchauffe, entraînait des pressions inflationnistes, mais la politique monétaire ne pouvait pas réagir sous peine d'une accélération des entrées de capitaux. Les interventions de change stérilisées entraînaient une suraccumulation de réserves qui faisaient peser un risque sur la banque centrale et avaient un coût élevé. C'est dans ce contexte qu'ont commencé à s'élaborer des stratégies et des instruments de régulation des entrées de capitaux.

La crise financière de 2008-2009 a entraîné une chute des flux bruts de capitaux et un tarissement des flux nets vers les pays émergents qui, dans une première phase, a touché presque tout le monde émergent. L'absence de discrimination a souligné le caractère dominant dans ce retournement des facteurs dit « *push* », c'est-à-dire exogènes et sans lien avec les fondamentaux des pays d'accueil.

2011-2020 : la transition s'installe dans la durée

Une fois l'onde de choc de la crise absorbée, les flux de capitaux des économies avancées n'ont pas retrouvé une vigueur comparable à la décennie 2000. En revanche, les flux nets de capitaux vers les économies émergentes sont redevenus significativement positifs assez rapidement, notamment grâce aux politiques monétaires très accommodantes mises en place aux États-Unis, au Japon, au Royaume-Uni, puis en zone euro. Si les flux bancaires bruts et nets n'ont jamais retrouvé leurs niveaux d'avant-crise, ce n'a pas été le cas pour les investissements directs et de portefeuille. Les flux bruts des non-résidents et en conséquence les flux nets vers les pays émergents sont cependant de plus en plus dépendants des cycles réels et financiers dans les pays développés. Ils ont ainsi vacillé face aux durcissements des conditions de financements externes que la sortie des politiques monétaires non conventionnelles a induits à partir de 2013. Plusieurs épisodes de sorties massives de capitaux, essentiellement de non-résidents, ont ainsi émaillé la décennie. Parmi les épisodes de stress financier, la période dite du « Taper Tantrum »⁶ en mai 2013, puis le « *sell-off* » d'avril 2018 apparaissent particulièrement liés au resserrement monétaire de la Fed : suppression progressive du programme d'assouplissement quantitatif en 2013, et réduction du bilan en 2018. Cette vulnérabilité à la politique monétaire américaine et au cycle financier mondial qu'elle influence est l'objet de l'analyse de Rey (2015), qui note le passage du triangle d'incompatibilité de Mundell à un dilemme où, en régime de liberté des flux de capitaux, le cycle financier global contraindrait la politique monétaire, quel que soit le régime de change.

Néanmoins la crise économique chinoise, qui a fait suite aux turbulences des marchés boursiers en 2015, a également affecté les flux de

capitaux vers et en provenance de l'ensemble des économies émergentes. À court terme, la décision de la Banque Populaire de Chine de flexibiliser partiellement le change, en août 2015, qui s'est traduite par une dépréciation significative du yuan, a donné lieu à d'importantes sorties de capitaux durant deux trimestres⁷ ; à moyen terme, les incertitudes sur l'avenir du modèle de croissance chinois et asiatique et plus généralement sur les grandes chaînes de valeurs mondiales ont pesé sur les flux d'investissements directs en direction de la Chine, mais également de l'ensemble des pays émergents.

Plus récemment, la crise du Covid-19 a engendré un retrait historique des investisseurs des économies émergentes, que l'International Institute of Finance a estimé à 100 Md\$ pour le seul mois de mars 2020. La fermeture des frontières et la mise en place de mesures de confinement, laissant anticiper une crise économique majeure, ont incité les investisseurs à revoir massivement leurs expositions aux économies émergentes. Cette défiance a également donné lieu à une dépréciation généralisée des devises émergentes, qui s'est par la suite focalisée sur certains pays jugés particulièrement vulnérables à la crise sanitaire et économique.

*OUVERTURE DU COMPTE FINANCIER :
DES CERTITUDES SUR LA CIBLE,
DES INCERTITUDES CROISSANTES SUR LA TRANSITION*

*Un impact économique positif à long terme d'une ouverture
du compte financier associée à des changes flexibles...*

Des années 1980 à la fin des années 1990, la libéralisation du compte financier était vue par les organisations internationales et par nombre d'économistes comme un facteur de progrès économique – étant la suite naturelle de la libéralisation du compte courant et de la flexibilité des changes. Elle permettait une politique monétaire autonome, plus efficace pour stabiliser le cycle. Les effets positifs directs d'une plus grande libéralisation du compte financier relèvent d'une meilleure allocation des ressources, accompagnée d'une plus grande diversification des risques. Les effets positifs directs associés à la diversification des risques tendent toutefois à se réduire avec la mondialisation : la corrélation des risques macroéconomiques, comme des prix d'actifs financiers, étant de plus en plus forte.

Les effets positifs indirects peuvent également être importants. Les flux de capitaux participent au développement du secteur financier local via une augmentation de la profondeur et de la liquidité des marchés et une hausse des montants intermédiés par le système

bancaire. Ils peuvent aussi permettre une plus grande discipline des politiques macroéconomiques (Bartolini et Drazen, 1997 ; Eichengreen, 2000 ; Gourinchas et Jeanne, 2006) et encourager le développement d'un cadre institutionnel et juridique plus proche des meilleurs standards. Ces effets positifs indirects dépendent néanmoins du type de flux ; les IDE intègrent en outre des transferts de technologie, le partage du savoir-faire, de pratiques de management et de gouvernance, et le développement du capital humain via la formation du personnel. Les IDE permettent aussi une hausse de la concurrence sur le marché domestique notamment dans les secteurs abrités pouvant conduire à des gains de productivité supplémentaire.

Pour accompagner la transition vers des changes flottants et réduire la dépendance du contrôle de l'inflation à l'ancre externe que constitue le taux de change, une partie des pays émergents ont adopté, souvent avec l'accompagnement du FMI, des régimes de ciblage de l'inflation, généralement avec des mesures améliorant l'indépendance des institutions monétaires. Les résultats de ces transformations sont globalement positifs, les pays ayant adopté un régime de ciblage d'inflation ont généralement un niveau d'inflation, une volatilité de l'inflation et un *pass-through* du taux de change à l'inflation plus faibles que les pays n'ayant pas adopté un tel régime. Les anticipations d'inflation semblent de même mieux ancrées dans ces pays. Agénor et Pereira (2019) soulignent toutefois qu'en dépit de ces effets positifs, la construction de la crédibilité de la banque centrale de ces pays reste un travail en cours. En effet, certaines banques centrales peuvent continuer à afficher une préférence forte pour une stabilité du change ou un soutien de l'activité (notamment lorsque celles-ci impliquent des décisions contradictoires avec l'objectif d'inflation). Ces décisions sapent alors leur crédibilité acquise, qui prend du temps à être restaurée. Finalement, ils préconisent l'utilisation d'un régime de ciblage d'inflation dans un cadre intégré pour atteindre les différents objectifs poursuivis (utilisations des mesures macroprudentielles pour les objectifs de stabilité financière, intervention stérilisée de change, voire contrôles de capitaux pour les objectifs de stabilité du change, et règle budgétaire pour éviter les problèmes de dominance fiscale). Cette approche intégrée des politiques économiques est reprise par le FMI dans ses recommandations (cf. *infra*).

Toutefois, les crises de la fin des années 1990 ainsi que de nombreuses études économiques ont remis en cause cette relation univoque, s'accompagnant d'un plus grand scepticisme sur les bénéfices des changes purement flottants. Un nouveau consensus a émergé, jugeant la libéralisation du compte financier comme produisant un bénéfice mitigé (*mixed blessing*) et conduit à une approche prudente dans les

recommandations de libéralisation du compte financier (Gopinath, 2017). Pour Kose *et al.* (2009), les bénéfices de la libéralisation sont essentiellement liés aux bénéfices indirects et n'apparaissent que lorsque les institutions (notamment de régulation financière) sont suffisamment développées.

*...mais une possible fragilisation
à court et moyen terme des économies
(endettement en devise, volatilité et procyclicité des flux)*

Le consensus actuel tend, à long terme, vers des changes flexibles et une libération totale du compte financier. Bien que le débat économique perdure (Obstfeld, 2020), les changes totalement flottants demeurent largement considérés comme le meilleur instrument permettant d'absorber les chocs externes. Toutefois, les conditions, la durée et le caractère linéaire de la transition paraissent plus incertains.

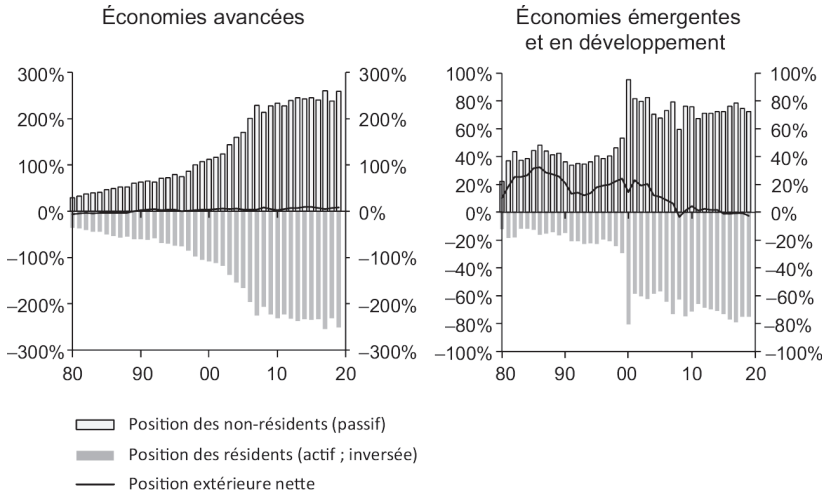
Les flux de capitaux peuvent en effet affecter négativement les économies par le biais de différents canaux.

Via un impact sur le taux de change (canal financier) : les fluctuations des taux de change peuvent affecter l'économie par les exportations et les importations (le canal commercial) et par les effets de valorisation des actifs et des passifs libellés en devises (le canal financier). Ce dernier effet est particulièrement puissant dans les économies émergentes qui, du fait « péché originel », ne peuvent pas emprunter dans leur monnaie (Eichengreen *et al.*, 2003), et dont le passif de la position extérieure est essentiellement en devises. Le canal financier peut potentiellement fonctionner dans un sens opposé au canal commercial : une dépréciation du change peut stimuler les exportations nettes d'une économie mais elle est susceptible aussi d'augmenter la valeur du passif par rapport à l'actif en renchérissant la charge de la dette. Cette dégradation du bilan conduit à un durcissement des conditions financières, pénalisant *in fine* l'investissement et l'activité. L'augmentation du degré d'intégration financière (cf. graphique 6 *infra*) et l'exposition en devises des pays ont donné une importance particulière au canal financier (Bénétrix *et al.*, 2015). En outre, la part du commerce libellé en dollar a pu amoindrir l'impact du change sur le canal commercial (Gopinath et Stein, 2018).

Via une augmentation des risques de stabilité financière : dans le cas de changes flexibles, les afflux de capitaux ont pour effet d'apprécier la monnaie locale et le prix des actifs (financiers et immobiliers notamment), ce qui peut entraîner une hausse du crédit par différents canaux : (1) l'appréciation des prix des actifs et de la monnaie augmente la valeur du collatéral des emprunts auprès de non-résidents ou dans une autre

de devise, ce qui accroît donc la capacité des agents à s'endetter contre ce collatéral ; (2) l'effet richesse traditionnel alimentant la consommation et le crédit ; (3) la réduction du risque de défaut perçu par les prêteurs et relâche la contrainte de crédit des établissements bancaires. Lorsque cette expansion du crédit est importante et que les banques domestiques n'ont plus suffisamment de dépôts, elles s'endettent alors sur les marchés internationaux pour satisfaire la demande interne de crédit. Ces financements reposant sur un endettement externe, avec potentiellement une exposition en devises, deviennent risqués lorsqu'ils ne sont plus régulés naturellement par les évolutions du change (l'appréciation dissuade les flux de capitaux).

Graphique 6
Positions extérieures nettes
(en % du PIB)

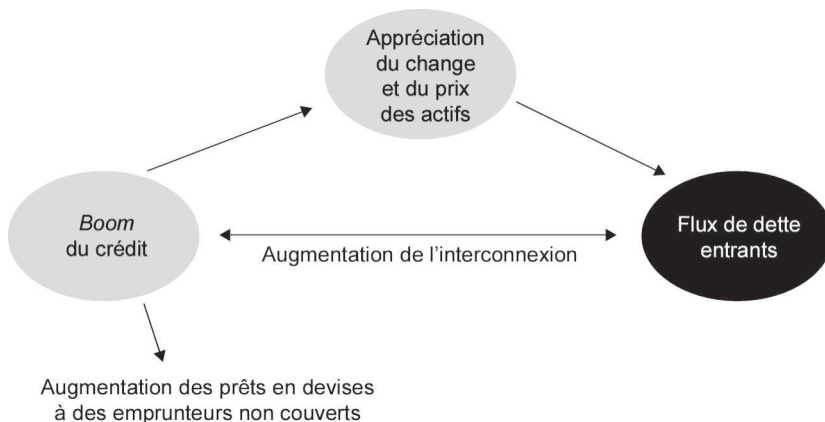


Sources : FMI ; calculs des auteurs.

En cas de changes fixes (voire semi-gérés), ou en cas d'interventions de change non stérilisées, ce mécanisme d'instabilité est renforcé par l'absence de régulation liée aux mouvements du change (effets de l'appréciation sur les flux de capitaux), en dépit des effets richesse résultant de la revalorisation des actifs à la suite des entrées de capitaux.

Les études empiriques montrent généralement une relation forte entre les flux bruts entrants (hors IDE) et les *booms* du crédit (Igan et Tan, 2015 ; Blanchard *et al.*, 2016). En revanche, l'influence des entrées d'IDE sur la croissance du crédit ne serait pas significative (Igan et Tan, 2015) et pourrait être négative si les IDE entrants se substituent à l'intermédiation bancaire (Blanchard *et al.*, 2016).

Schéma 1
Le rôle des mesures macroprudentielles
dans la résilience des flux de capitaux



Sources : FMI (2017) ; adaptation des auteurs.

*LA BOÎTE À OUTILS DE LA GESTION DES FLUX
DE CAPITAUX*

282

Ces outils de gestion de flux de capitaux s'appliquent principalement aux flux de portefeuilles et aux autres flux. Les IDE, moins volatils, n'engendrant *a priori* pas de risque pour la stabilité financière et dont les effets sont largement positifs, bénéficient d'un traitement différencié par les pays qui cherchent au contraire à encourager ce type de flux. Au-delà même de l'exemption de toutes mesures de contrôle à l'entrée ou à la sortie, ces flux bénéficient ainsi dans beaucoup de pays émergents d'incitations diverses, notamment fiscales. De nombreux pays ont cependant gardé des mesures restreignant les IDE entrants dans des secteurs jugés stratégiques ou de souveraineté. La tendance depuis le début des années 1990 à une réduction du champ de ces restrictions s'est interrompue dans la dernière décennie et s'est récemment inversée.

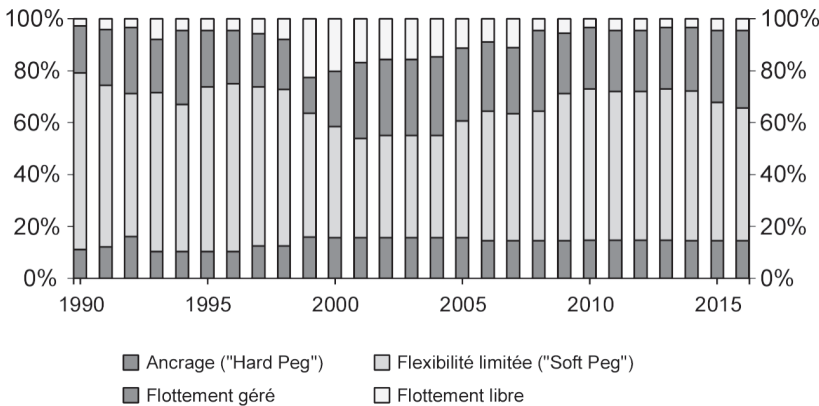
La flexibilité du taux de change

Avec la libéralisation des comptes financiers, la plupart des pays ont adopté un régime de change plus flexible au cours du temps, afin de préserver une certaine indépendance de leur politique économique et notamment monétaire⁸ (Obstfeld, 2020). Néanmoins l'adoption d'un régime de changes flottants n'a pas abouti dans la quasi-totalité des pays émergents. Comme pour les flux commerciaux, la variation du taux de change est censée faciliter les ajustements de prix relatifs permettant un retour à l'équilibre et évitant les spirales spéculatives. Mais comme pour

le commerce, la pertinence de la variation du change pour absorber les chocs externes fait débat. Certains économistes avancent une baisse de l'élasticité prix du commerce et une prépondérance du canal financier, en raison de la prépondérance des échanges commerciaux et financiers libellés en dollars (*dominant currency practice*) pour expliquer soit une inefficacité des variations du change sur les échanges, voire dans certains cas d'effet dommageable sur l'économie lorsque l'endettement en devise est conséquent (Gopinath, 2017). Son efficacité pour contrer les afflux de capitaux a également été remise en cause (empiriquement). Rajan (2018) indique qu'une appréciation du taux de change peut amplifier plutôt que limiter les afflux de capitaux. De plus, comme le montre Rey (2015), les taux de change flexibles ne sont plus une condition suffisante pour garantir l'indépendance de la politique monétaire dans un monde où le cycle financier mondial prend de plus en plus d'importance. La capacité et la crédibilité de la banque centrale à ancrer les anticipations inflationnistes sont aussi un élément clé pour briser les spirales spéculatives. L'expérience mitigée de l'introduction du ciblage d'inflation dans les économies en développement conduit donc à une certaine prudence. Ces économistes recommandent alors la recherche d'une certaine stabilité du change dans les réponses de politiques économiques.

Graphique 7
Évolution des régimes de change des économies émergente
(en % du nombre total de pays membres du FMI)

283



Source : FMI (base AREAER)⁹.

Les politiques macroéconomiques

La procyclicité des flux de capitaux peut compliquer les politiques macroéconomiques. Jusqu'au début des années 2000, les flux de capitaux, de par leur niveau modéré en comparaison au PIB, n'étaient intégrés au processus décisionnel qu'en cas de retrait soudain et massif des investis-

seurs étrangers : les sorties brutales de capitaux pouvant conduire à un resserrement de politique monétaire (pour limiter les sorties) et à une consolidation budgétaire (pour réduire les besoins de financement externes). Ces politiques récessives accablaient généralement d'un poids supplémentaire des pays déjà sous tension. L'ampleur, sans précédent, du cycle financier mondial des années 2000 modifie le dilemme de politique économique de la plupart des pays émergents : les fortes entrées de capitaux dues au relâchement de la politique monétaire dans les pays avancés génèrent une hausse de la liquidité et de l'inflation, surtout si l'économie a déjà atteint son potentiel et dans le cas où la réévaluation du change est freinée. La réponse de politique monétaire entraîne alors une hausse des taux d'intérêt stimulant à son tour les entrées de capitaux.

L'utilisation des réserves de change

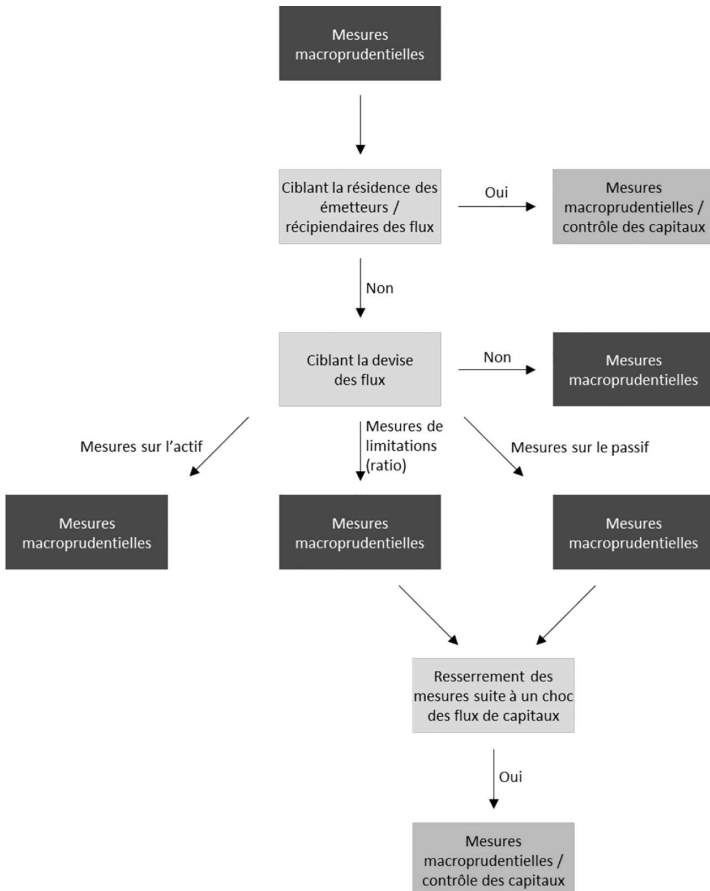
Les pays qui ont un endettement en devises non couvert seront particulièrement vulnérables à l'effet du change via le canal financier, en particulier lorsque la structure de dette présente des échéances courtes. Pour se protéger contre ce risque et continuer à gérer leur taux de change, même dans un régime flottant (ou semi-géré), nombre de pays émergents ont accumulé d'importantes réserves de change. Particulièrement en Asie, où l'intervention du FMI a été vécue comme un traumatisme à la fin des années 1990, et où les autorités ont développé l'auto-assurance pour faire face à des crises potentielles de balance des paiements, conduisant parfois à une accumulation « excessive » des réserves de change (Jeanne et Rancière, 2006). Le FMI a donc introduit dans sa surveillance bilatérale un suivi de l'adéquation du niveau des réserves, dans une recommandation édictée en 2011 et modifiée à plusieurs reprises depuis, dont la dernière fois en 2016 (FMI, 2016). L'institution a, pour ce faire, construit une métrique qui complète celles fournies par la littérature et qui est fondée sur une estimation empirique des risques de retournement des flux de capitaux. Cette épargne de précaution a un coût important en termes de rendements totaux (risques de dépréciation des réserves sur le long terme avec l'effet Balassa-Samuelson, et rendements plus faibles que les actifs sans risques domestiques). En cas de stérilisation des interventions de change pour éviter l'augmentation des liquidités, ce coût est immédiat et plus élevé (Rodrik, 2006). Enfin, l'accumulation de réserves de change freine l'appréciation du taux de change et donc encourage les entrées de capitaux.

L'efficacité de l'utilisation des réserves de change dans le cas d'attaques spéculatives a parfois été remise en cause : l'effet de signal d'interventions massives pouvant encourager plus que dissuader la spéculation à la baisse des monnaies attaquées, comme on l'a constaté dans toutes les crises émergentes et une nouvelle fois en 2009 et 2020.

Les mesures macroprudentielles

Les mesures macroprudentielles visent en premier lieu à réduire les risques de liquidité et de solvabilité du secteur financier. Les mesures macroprudentielles diffèrent dans leur objectif : certaines tendent à accroître la résilience du système financier, alors que d'autres visent à limiter la procyclicité de l'offre de crédit, en limitant l'endettement des agents non financiers. Afin de distinguer les mesures macroprudentielles (MPM) des contrôles de capitaux (CFM) et d'isoler les mesures qui sont à la fois des mesures macroprudentielles et des contrôles de capitaux (CFM/MPM, *capital flow measures/macprudential measures*), le FMI propose le cadre d'analyse suivant.

Schéma 2
Le rôle des mesures macroprudentielles
dans la gestion des flux de capitaux



Les mesures macroprudentielles permettent de limiter l'expansion du crédit. Celles-ci sont également considérées comme des contrôles de capitaux lorsqu'elles ciblent les non-résidents où lorsqu'elles visent à limiter l'endettement en devise (mesures sur le passif ou augmentation de ratio) après un épisode d'entrées importantes de capitaux. Le premier type de mesure vise à limiter les entrées de capitaux, le deuxième type de mesure vise aussi à limiter l'endettement en devise pour réduire le plus possible le risque de change et les effets négatifs associés au canal financier.

Toutefois les mesures macroprudentielles peuvent être contournées dans un univers globalisé, les agents non financiers pouvant se financer directement par des banques internationales, en l'absence de contrôle des capitaux. Des mesures de coopérations telles que celles mises en place par l'ESRB (European Systemic Risk Board), demandant une réciprocité des mesures nationales¹⁰, peuvent s'avérer particulièrement utiles pour renforcer l'action des mesures macroprudentielles. Enfin, la boîte à outils macroprudentielle reste limitée pour réguler les risques liés aux financements de marché et donc aux flux de portefeuilles.

Le FMI propose dans son chapitre 3 du *World Economic Outlook* du printemps 2020 une étude des effets de ces mesures macroprudentielles sur la vulnérabilité des économies émergentes vis-à-vis du cycle financier mondial (FMI, 2020). Les conclusions de l'étude révèlent trois points intéressants :

- la réglementation macroprudentielle soutient la croissance du PIB face aux chocs financiers mondiaux défavorables, mais ralentit également l'activité économique lorsque les conditions financières mondiales sont favorables. Néanmoins aucun effet négatif sur la croissance moyenne du PIB n'est mis en évidence ;
- la réglementation macroprudentielle permet à la politique monétaire de répondre de manière plus contracyclique aux chocs financiers mondiaux, parce qu'elle en préserve les canaux de transmission ;
- la réglementation macroprudentielle d'un pays a tendance à renforcer la résilience des pays partenaires.

Les contrôles de capitaux

Les mesures de contrôles de capitaux, telles que définies par le FMI (FMI, 2019), intègrent différents périmètres, qui peuvent être complémentaires ou se substituer : les mesures ciblant la résidence, en discriminant les flux des résidents et des non-résidents, et les mesures de contrôle non discriminantes à l'endroit de la résidence, mais qui limitent les flux en fonction de leur dénomination en devise. Le FMI précise dans sa taxonomie des flux de capitaux qu'il existe des mesures pouvant être classées à la fois comme des contrôles de capitaux et aussi comme des

mesures macroprudentielles (cf. *supra*) : ce sont des mesures conçues pour limiter les flux de capitaux et réduire les risques financiers systémiques résultant de ces flux. Il existe principalement deux types de contrôles de capitaux : les contrôles de capitaux directs ou administratifs et les contrôles de capitaux indirects basés sur des mécanismes de marché :

- les contrôles de capitaux directs ou administratifs restreignent les transactions en capital et/ou les paiements et transferts de fonds par le biais d'interdictions absolues, de limites quantitatives explicites ou d'une procédure d'approbation (qui peut être fondée sur des règles ou discrétionnaire). Les contrôles administratifs visent généralement à affecter directement le volume des transactions financières transfrontalières concernées. Une caractéristique commune de ces contrôles est qu'ils imposent des obligations administratives au système bancaire pour contrôler les flux ;

- les contrôles indirects ou basés sur des mécanismes de prix découragent les mouvements de capitaux en les rendant plus coûteux. Ces contrôles peuvent prendre diverses formes, comme une taxation explicite ou implicite des flux financiers transfrontaliers, des systèmes de taux de change multiples et d'autres mesures principalement fondées sur les prix (ratio de réserves obligatoires différenciées par exemple)¹¹. Selon leur type spécifique, les contrôles basés sur des mécanismes de marché peuvent affecter uniquement le prix ou le prix et le volume d'une transaction donnée.

La littérature empirique sur l'efficacité des contrôles de capitaux se concentre sur deux effets :

- l'efficacité des contrôles pour modifier le volume ou la composition des flux. Ostry *et al.* (2012) trouvent un effet significatif des contrôles de capitaux sur la composition des flux entrants (passage des flux bancaires et de portefeuille à des flux d'IDE) et sur l'endettement du secteur bancaire domestique en devise ;

- l'efficacité des contrôles pour préserver la stabilité financière, l'indépendance de la politique monétaire et la stabilité des changes. Ostry *et al.* (2012) observent que lorsque des contrôles de capitaux et des mesures prudentielles étaient en place pendant la phase de *boom* avant la crise financière de 2008, les économies ont été plus résilientes. Pasricha *et al.* (2018) mettent en évidence l'efficacité des contrôles de capitaux pour préserver l'indépendance de la politique monétaire. En revanche, Forbes *et al.* (2015) n'identifient qu'un effet sur le taux de change nominal lors de levées de contrôles de capitaux sur les sorties.

LES RECOMMANDATIONS INSTITUTIONNELLES

Il existe à ce jour deux cadres multilatéraux de gestion des flux de capitaux, de nature et de contenu très différents : le premier est

développé par le Comité de l'investissement de l'OCDE¹², alors que le second est mis en œuvre par le FMI¹³.

Mis en place en 1961, le Code de l'OCDE de libéralisation des mouvements de capitaux est un instrument multilatéral juridiquement contraignant qui vise à encourager les pays membres à tendre progressivement et sans retour en arrière vers une libre circulation des capitaux. Cet objectif est demeuré inchangé depuis sa création. Il repose sur les principes suivant :

- le *statu quo* : les pays ayant adhéré au Code ne peuvent réintroduire des mesures de contrôles de capitaux (sauf s'ils demandent une dérogation en cas de crise de balance des paiements pour des raisons économiques et financières temporaires). Cet « effet de cliquet » permet aux pays de ne progresser que dans le sens de la libéralisation ;
- le démantèlement : les pays ayant adhéré au Code s'engagent à progressivement supprimer les mesures de contrôles de capitaux. Tant que des mesures sont en place, le pays doit se soumettre à un examen périodique dans lequel il doit justifier le maintien des restrictions.

Dans l'esprit et la lettre du Code, la libéralisation des flux doit s'effectuer de façon unilatérale (sans négociations ou concessions bilatérales ou multilatérales), et non discriminante (les restrictions et leurs levées doivent s'appliquer à tous les pays membres du Code), selon un principe de transparence.

288

À la différence de la doctrine du FMI, le Code a très peu évolué depuis sa création ; des changements ont été apportés afin de l'affiner et l'enrichir au cours du temps, mais ceux-ci n'ont conduit à des mutations substantielles qu'en 2012, lorsque l'adhésion au Code a été ouverte à des pays non membres de l'OCDE et, dans une moindre mesure, en 2019 lors de la conclusion de la dernière revue qui a clarifié le traitement des mesures macroprudentielles en devises¹⁴ (dont le nombre a fortement augmenté après la crise de 2008) et le traitement des demandes de dérogation au Code (le droit de réintroduire temporairement des contrôles de capitaux) en raison de fortes entrées de capitaux et non plus uniquement de sorties¹⁵.

Compétences du FMI et évolution doctrinale depuis Bretton Woods

Le FMI n'a pas de mandat explicite concernant le compte financier de la balance des paiements et sur les politiques économiques y étant afférentes (selon l'article XXX (30) des *Articles of Agreement*). Lors de la création du FMI en 1944, les pays avaient des régimes de change fixe (système de Bretton Woods) et les contrôles de capitaux (autorisés explicitement dans l'article IV des *Articles of Agreement*) étaient une pratique généralisée (les comptes financiers étaient relativement fermés ; cf. indicateur d'ouverture financière de Chinn-Ito). Les missions

du FMI se concentraient alors sur la convertibilité des monnaies pour les transactions courantes, notamment pour le commerce international. Dans le compte financier, les flux officiels étaient alors supérieurs aux flux privés ; la période se caractérisant par un fort reflux de la globalisation financière. Pour autant, les mérites de la liberté de circulation des capitaux n'étaient pas ignorés, comme le montre l'adoption en 1961 du Code de l'OCDE de la libération des mouvements de capitaux dont le nom annonce clairement l'objet.

Dans les années 1970 à 1980, le système monétaire international a radicalement changé. Avec l'effondrement du système de Bretton Woods et l'abandon de la parité or du dollar, un grand nombre de pays ont flexibilisé leur régime de change. La plupart des économies avancées ont libéralisé progressivement leur compte financier et les flux de capitaux privés ont pris de l'ampleur. Le rôle du FMI a alors évolué¹⁶ : les amendements aux règles régissant le FMI reconnaissent la liberté pour les pays de définir leur régime de change et reconnaissent que le but fondamental du SMI est de favoriser aussi les échanges de capitaux. Dans ce contexte, la nouvelle norme promue par le FMI devient, conformément au triangle de Mundell, caractérisée par un taux de change flottant, l'ouverture du compte financier et l'autonomie de la politique monétaire. Pourtant, les pays émergents restent, parfois très réticents, notamment à laisser flotter leur monnaie¹⁷, comme le montre l'article de Calvo et Reinhardt (2002), qui a fait date. Toutefois, le FMI entend promouvoir la libéralisation des comptes financiers, conformément à la libéralisation des comptes courants, vue comme favorable à la croissance et au développement. Cet effort est associé à une défiance croissante du FMI et d'une grande partie des économistes à l'égard des systèmes de changes fixes (Obstfeld et Rogoff, 1995). Cette libéralisation était toutefois envisagée comme progressive, ne pouvant être mise en place qu'une fois les institutions et notamment la crédibilité de la banque centrale, les politiques macroéconomiques et réglementaires suffisantes pour assurer une certaine stabilité financière.

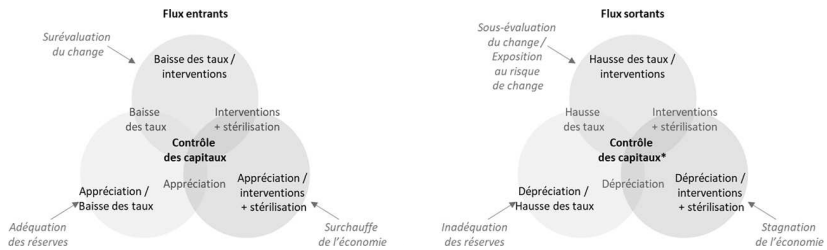
Dans les années 1990 en conformité avec cette évolution doctrinale, le FMI a essayé de se doter d'une juridiction sur le compte financier. La libéralisation du compte de capital aurait été incluse dans la surveillance bilatérale. Le processus de libéralisation devait être linéaire et ne devait pas souffrir de retour en arrière, en cas de crise économique, sauf exception dument justifiée. Ces dispositions étaient similaires à celles du Code de l'OCDE. Mais cette réforme a été abandonnée en 1999, à la suite des crises émergentes, notamment asiatique, et aux fortes critiques sur cette politique de libéralisation qui menée de façon prématurée pouvait fragiliser les économies émergentes (Krugman, 1998). À la fin des années 1990, le FMI tire les leçons des crises de balance des paiements des pays

émergents, toutes associées à des régimes de changes semi-fixes ou fortement gérés, mais auxquels ont résisté les régimes de changes fixes crédibles (comme la caisse d'émission de Hong Kong) pour prôner des solutions polaires en matière de régime de change, seules compatibles avec une libéralisation du compte financier associée à des flux de capitaux croissants. En 2001, Stanley Fischer, alors directeur général adjoint du FMI, confirme ce point de doctrine (Fischer, 2001). Cependant, l'effondrement de la caisse d'émission argentine en 2002 a tempéré la confiance du FMI dans ce type de régime de change. Il considère qu'il n'y a désormais plus d'alternative à la flexibilité des changes pour accommoder au mieux la libéralisation des flux de capitaux.

La grande crise financière de 2008 a marqué une rupture dans les recommandations du FMI à l'égard des flux de capitaux et dans la formalisation de ces recommandations. Faisant suite à de nombreux travaux et aux prises de positions « hétérodoxes » de la part des économistes du FMI (Ostry *et al.*, 2010), ainsi qu'aux discussions internationales dans le cadre du G20¹⁸, dans lesquelles la voix des émergents est devenue non seulement audible mais incontournable sur le sujet, le conseil d'administration du FMI endosse formellement en 2012 sa « vue institutionnelle » sur la gestion des flux de capitaux (FMI, 2012). Celle-ci doit servir de guide pour la surveillance bilatérale et les recommandations quant aux réponses de politiques économiques appropriées en cas d'afflux massifs de capitaux (ou de retrait brutal) et quant à la libéralisation de leur compte financier.

290

Schéma 3
Réponses de politiques économiques à une variation des flux de capitaux préconisées par la vue institutionnelle



* Situation où un pays est en crise ou peut connaître une crise imminente.

Sources : FMI (2016) ; adaptation des auteurs.

Dans cette « vue institutionnelle », le FMI clarifie les conditions d'utilisation des contrôles de capitaux par les pays. Un pays peut utiliser des contrôles de capitaux pour compléter les ajustements de politiques macroéconomiques lorsque (1) les marges de manœuvre de politiques

économiques sont limitées, (2) les ajustements nécessaires de politique économique prennent trop de temps et (3) lorsque l'afflux de capitaux pose un risque d'instabilité du système financier. La « vue institutionnelle » précise que les contrôles de capitaux doivent être « transparents, ciblés et temporaires, et de préférence non discriminants ».

En 2013 et en 2015, le FMI a été amené à préciser sa politique sur les contrôles de capitaux mis en place pour des raisons macroprudentielles. Il nomme ainsi « CFM/MPM » ses contrôles, qui ne doivent être mis en place que s'il est impossible d'utiliser d'autres mesures macroprudentielles, qui ne soient pas des contrôles de capitaux et qui pourraient permettre d'atteindre le même objectif (cf. *supra*).

Le cadre actuel de la libéralisation des flux de capitaux

Le cadre institutionnel actuel est donc défini, d'une part, par la vue institutionnelle du FMI et, d'autre part, par le Code de l'OCDE (révisé en 2019). En dépit des nombreux points de convergence, une différence fondamentale, et non encore résolue, subsiste : le Code de l'OCDE n'admet pas de retour en arrière dans le processus d'ouverture du compte financier, tandis que la vue institutionnelle inclut la gestion des flux de capitaux dans la boîte à outils des politiques économiques (cf. *supra*). Bien que la nature différente des deux cadres limite les inconvénients de cette incohérence, celle-ci peut toutefois conduire le FMI à recommander des mesures contraires aux engagements pris par les pays adhérents au Code.

291

Tableau
Le cadre institutionnel

	Vue institutionnelle du FMI	Code de l'OCDE
Nature juridique	Cadre de référence du FMI, surveillance bilatérale	Légalement contraignant (existence de réserves et dérogations)
Membres	« Universel » (couvre les 189 membres)	Adhérents seulement, y compris pays non membres de l'OCDE depuis 2012
Objectif, prérequis	Aucun prérequis sur l'ouverture du compte financier	Obligation d'atteindre et de maintenir un certain degré de libéralisation de son compte financier
Flexibilité	Des contrôles de capitaux peuvent persister en dehors des périodes de stress pour les pays ayant des niveaux de développements financiers et institutionnels plus faibles.	Des difficultés économiques doivent être démontrées pour justifier la mise en place de contrôles de capitaux

Vers une nouvelle évolution du cadre de la libéralisation des flux de capitaux

La vue institutionnelle du FMI ne remet en cause ni la cible (des taux de changes flexibles et la libéralisation complète du compte financier)

ni l'efficacité du taux de change flottant pour réguler des flux de capitaux. Mais pour prendre en compte les critiques croissantes liées à l'inefficacité, voire au caractère dommageable pour les économies endettées en devises des fortes variations du change – notamment alimentées par les travaux de la nouvelle cheffe économiste du FMI Gita Gopinath – et afin de mieux prendre en compte les interactions de politiques économiques entre elles, une approche plus intégrée (dénommée *Integrated Policy Framework*, IPF) est développée, depuis 2019, par le FMI.

L'ambition de l'IPF est plus large que simplement un cadre de gestion des flux de capitaux, il s'agit d'affiner les recommandations de politiques économiques du FMI en matière de croissance et de stabilité financière, notamment en prenant mieux en compte la plus grande intégration macroéconomique et financière des économies. L'IPF étudie conjointement le rôle des politiques monétaire, de change, macroprudentielle et de gestion des flux de capitaux ainsi que leurs interactions lorsque les économies (émergentes) sont soumises à des chocs externes. Cette approche marque un changement par rapport aux recommandations actuelles de politiques économiques du FMI : la politique monétaire doit être utilisée pour répondre aux déséquilibres internes, la flexibilité du taux de change aux déséquilibres externes et la politique macroprudentielle aux questions de stabilité financière. En termes de modélisation, les économies sont différenciées selon trois thématiques principales : (1) le commerce, en intégrant la problématique de la facturation en dollar (*dominant currency pricing*), (2) le secteur financier, en prenant en compte la dollarisation des passifs (*currency mismatches*), l'appétence des investisseurs au risque « émergent » et l'impact des décisions politiques sur la prise de risque, et (3) la « crédibilité » des politiques économiques menées notamment pour la politique monétaire et la politique de change. Le modèle développé est, par ailleurs, « microfondé » et intègre les spécificités d'une petite économie ouverte (ce qui est souvent adapté pour les économies émergentes)¹⁹.

Les résultats sont encore préliminaires, mais plusieurs exemples de recommandations de politiques économiques ont été formulés, qui s'écartent des standards jusque-là en vigueur :

– dans le cas d'un marché des changes peu profond associé à un endettement en dollar important, les interventions de change peuvent être utilisées en complément de la politique monétaire ;

– en revanche, si le marché des changes est profond, mais que l'endettement en dollar reste important, les interventions de change n'apparaissent plus efficaces ; des mesures de contrôle des capitaux peuvent être employées pour limiter *ex-ante* le *currency mismatch* (et l'effet d'une forte volatilité du change).

Ce travail est encore en cours au sein du FMI et vise à apporter une réponse au débat interne à l'institution, entre des positions contradictoires entre les tenants de la flexibilité des taux de change et ceux plus favorables à une certaine gestion des changes.

CONCLUSION

La crise déclenchée par la Covid-19 pourrait bousculer les évolutions de long terme liées à la libéralisation des flux de capitaux, en les accélérant ou en les freinant. S'il est trop tôt pour en percevoir toutes les conséquences, plusieurs éléments peuvent être relevés :

– le renversement des flux de capitaux vers les pays émergents a été très brutal pendant les premiers mois de la crise, atteignant des niveaux historiques, alors même que la pandémie frappait plutôt les pays développés, illustrant, comme en 2009, l'importance des facteurs externes pour les économies émergentes, dans ce cas : la forte aversion au risque et la très grande incertitude sur l'évolution de la situation économique mondiale. Ce fait constitue, en première analyse, un argument en faveur d'une gestion plus active des flux de capitaux pour se protéger des chocs exogènes et d'une plus grande coopération internationale dans cette gestion, associant notamment les créanciers. Cette coopération passe, depuis la crise de 2008-2009, par des initiatives bilatérales et multilatérales. Les banques centrales des pays avancés ont mis en place des lignes de *swap* et des facilités de *repo* à destination de certains pays émergents. Le FMI a également développé des lignes de liquidité précautionnelles après la crise de 2008-2009 (ligne flexible de crédit, ligne de crédit de précaution), puis après celle de 2020 avec la création de la ligne de liquidité de court terme. Ces instruments de liquidité ont aussi pour rôle de prévenir les mouvements de panique sur les marchés financiers et de contrer pour partie les effets dévastateurs des sorties brutales de capitaux et de dépréciation de la devise des pays émergents ;

– la crise de 2020 a également suscité une initiative inédite : les créanciers internationaux publics ont décidé de mener une action coordonnée sous l'égide du G20 en adoptant un moratoire sur la dette des pays en développement du 1^{er} mai au 31 décembre 2020²⁰ (ISDD). Les créanciers privés se sont associés, sur une base volontaire, à l'ISSD. Après la crise de 2009, des initiatives ayant le même objectif de stabilité financière, demandant notamment aux établissements bancaires de maintenir leurs expositions et instaurant une plus grande coopération entre superviseurs, avaient été mises en place en Europe émergente dans le cadre de l'initiative de Vienne 1 et 2. La participation des créanciers privés pourrait être sollicitée dans le même esprit aujourd'hui ;

– la crise a nourri une certaine contestation de la globalisation même si, à la différence de 2009, ce n'est pas la globalisation financière qui est particulièrement visée. Cette contestation touche en effet les chaînes de valeurs internationales et peut contribuer à accélérer la mise en place de barrière aux investissements directs pour des raisons de souveraineté ou d'intérêts nationaux. Quoique relevant d'une logique différente, ce type de mesures se solde par des contrôles de capitaux de fait. Comme en 2009, le SMI a plutôt bien résisté jusqu'à maintenant à cette nouvelle crise, en tout cas il n'a pas contribué à l'amplifier, il ne devrait donc pas fondamentalement être remis en cause, ni dans son essence. La longue transition des pays émergents vers le modèle dominant des changes flottants et de l'ouverture du compte financier devrait donc se poursuivre.

NOTES

294

1. À cette époque, le FMI prône les solutions polaires (*corner solutions*). Les systèmes de changes fixes, particulièrement crédibles, notamment appuyés sur une caisse d'émission sont alors considérés comme une alternative crédible aux changes purement flottants. L'effondrement de la caisse d'émission en Argentine en 2002 tempérait l'attrait de ce type de système.
2. Les graphiques réalisés à partir de la base IFS du FMI (<https://data.imf.org/?sk=4c514d48-b6ba-49ed-8ab9-52b0c1a0179b>) intègrent l'ensemble des données disponibles. Ainsi, à titre d'exemple, en 2018, le panel comprend 121 pays, dont 89 économies émergentes ou en développement et 32 avancées.
3. Les banques proposaient des taux plus bas que les obligations à long terme (y compris des financements de la Banque mondiale ou du FMI) dans la même devise (Lessard et Williamson, 1985).
4. Le rapport du groupe de travail du comité CGFS de la BRI de 2008-2009 dédié à ce sujet est une très bonne synthèse de l'évolution des flux de capitaux des économies émergentes (BRI, 2009).
5. Entre 2000 et 2007, les principales économies émergentes avaient accumulé plus de 2 000 Md\$.
6. Le *Taper Tantrum* fait référence à la suppression progressive du programme d'assouplissement quantitatif, évoquée par Ben Bernanke, alors président de la Fed, lors de son discours en mai 2013.
7. Les sorties de capitaux dont fait état le compte financier chinois apparaissent limitées, mais sont en fait beaucoup plus importantes lorsqu'on incorpore le poste « erreurs et omissions », qui est devenu, depuis 2015, l'un des éléments essentiels de la balance des paiements.
8. Suivant le triangle d'incompatibilité de Mundell, un pays ne peut pas à la fois bénéficier de la liberté de mouvement des capitaux, d'un taux de change fixe et d'une politique monétaire autonome.
9. L'agrégat « économies émergentes » du FMI intègre également les économies en développement.
10. Par exemple : la mise en place d'une mesure macroprudentielle en France visant les entreprises non financières devra s'appliquer également aux banques de l'Union européenne prêtant à ces entreprises françaises.
11. Un ratio de réserve obligatoire offrant des rémunérations plus faibles voir nulles peut être appliqué à une proportion des entrées (ou des positions nettes) en devises. Les établissements bancaires sont alors tenus de déposer ces montants à la banque centrale où ils reçoivent une rémunération plus faible voire nulle. Les ratios de réserves obligatoires non rémunérés peuvent être utilisés pour limiter les entrées de capitaux en réduisant leurs rendements effectifs, et ils peuvent être différenciés pour décourager certains types de transactions. Ces ratios différenciés peuvent également chercher à limiter les sorties de capitaux en les rendant plus sensibles aux taux intérieurs. Par exemple, en cas de pression à la baisse sur la monnaie nationale, un ratio de réserve obligatoire non rémunéré de 100 % imposé aux banques doublerait les revenus d'intérêts perdus en passant de la monnaie nationale à la monnaie étrangère.

12. Le Code de l'OCDE sur la libéralisation des mouvements de capitaux.
13. La forme du cadre institutionnel proposé par le FMI a fortement évolué dans le temps : il s'est agi de recommandations éparées, puis de la vue institutionnelle et désormais de l'*Integrated Policy Framework*.
14. Ainsi le Comité d'investissement de l'OCDE a décidé d'évaluer au cas par cas l'introduction de ratios de réserve obligatoire et de ratios de liquidité différenciés par devise, ainsi que les mesures ciblant la maturité résiduelle plutôt que la maturité initiale afin d'évaluer la conformité au code de libéralisation.
15. Le Comité a décidé d'étudier les demandes croissantes de dérogation des pays invoquant l'article 7 b du Code (offrant la possibilité aux membres de réintroduire des contrôles de capitaux temporairement en raison de « perturbations économiques et financières sérieuses ») en cas d'entrées massives de capitaux. Le Comité a décidé d'étudier ces demandes sur la base de mesure quantitative pour évaluer l'importance des flux entrants et d'évaluer l'impact de ces flux au regard de la capacité des économies à les absorber ou à utiliser des mesures de politiques économiques autres que des contrôles pour y faire face.
16. Modification des *Articles of Agreement* en 1978.
17. Seul le Mexique était reconnu en 2018 par le FMI comme ayant un régime de change purement flottant.
18. Qui conduisent à l'adoption par le G20, en octobre 2011, des « Conclusions cohérentes sur la gestion des flux de capitaux ».
19. Nous n'avons pas les détails, mais on peut imaginer un modèle type DSGE par pays s'inspirant certainement des travaux de Gita Gopinath sur le « *dominant currency pricing* » et peut-être de ceux présentés à la conférence SUERF/PSE/CEPII « *Rethinking Capital Controls and Capital Flows* » en 2016 comme, par exemple, le papier présenté par Rebucci (2016).
20. Initiative sur la suspension du service de la dette (ISSD) annoncée le 15 avril.

BIBLIOGRAPHIE

- AGÉNOR P. R. et DA SILVA L. A. P. (2019), *Integrated Inflation Targeting-Another Perspective from the Developing World*, BIS CEMLA report, février.
- AVDJIEV S., HARDY B., KALEMLI-ÖZCAN S. et SERVEN L. (2018), « Gross Capital Flows by Banks, Corporates and Sovereigns », *BIS Working Papers*, n° 760.
- BARTOLINI L. et DRAZEN A. (1997), « Capital-Account Liberalization as a Signal », *American Economic Review*, vol. 87, n° 1, pp. 138-154.
- BÉNÉTRIX A., LANE P. et SHAMBAUGH J. (2015), « International Currency Exposures, Valuation Effects and the Global Financial Crisis », *Journal of International Economics*, Elsevier, vol. 96, n° S1, pp. 98-109.
- BLANCHARD O. et ACALIN J. (2016), « What Does Measured FDI Actually Measure? », Peterson Institute for International Economics, *Policy Briefs*, n° PB16-17.
- BLANCHARD O., OSTRY T., GHOSH A. et CHAMON M. (2016), « Capital Flows: Expansionary or Contractionary? », *American Economic Review (Papers and Proceedings)*, vol. 106, n° 5, pp. 565-569.
- BRI (Banque des règlements internationaux) (2009), « Capital Flows and Emerging Markets », *CGFS Papers*, n° 33, <https://www.bis.org/publ/cgfs33.pdf>.
- BUSSIÈRE M., SCHMIDT J. et VALLA N. (2016), International Financial Flows in the New Normal: Key Patterns (and Why We Should Care) », *CEPII Policy Brief*, 10 mars.
- CALVO G. A. et REINHART C. M. (2002), « Fear Of Floating », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 107, 2 mai, pp. 379-408.
- CAMDESSUS M. (1995), « La crise financière mexicaine, ses origines, la réponse du FMI et les enseignements à en tirer », *Revue d'économie financière*, n° 33, pp. 35-45.
- CERUTTI E. M., CLAESSENS S. et LAEVEN L. (2015), « The Use and Effectiveness of Macroprudential Policies: New Evidence », FMI, Working Paper, n° 15/61, <https://ideas.repec.org/p/imf/imfwpa/15-61.html>.

- CETORELLI N. et GOLDBERG L. S. (2012), « Banking Globalization and Monetary Transmission », *The Journal of Finance*, vol. 67, n° 5.
- CHINN M. D. et ITO H. (2006), « What Matters for Financial Development? Capital Controls, Institutions and Interactions », *Journal of Development Economics*, vol. 81, n° 1, octobre, pp. 163-192.
- EICHENGREEN B. (2000), « Taming Capital Flows », *World Development*, vol. 28, n° 6, pp. 1105-1116.
- EICHENGREEN B., HAUSMANN R. et PANIZZA U. (2003), « The Pain of Original Sin », août.
- FELDSTEIN M. (1999), « A Self-Help Guide for Emerging Markets », *Foreign Affairs*, vol. 78, n° 2, pp. 93-109.
- FISCHER S. (2001), « Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct? », 6 janvier.
- FMI (Fonds monétaire international) (2012), *The Liberalization and Management of Capital Flows: an Institutional View*.
- FMI (2016), *Guidance Note on the Assessment of Reserve Adequacy and Related Considerations*, juin.
- FMI (2017), *Increasing Resilience to Large and Volatile Capital Flows – The Role of Macroeconomic Policies*.
- FMI (2019), *Capital Flow Management Measures a Taxonomy*.
- FMI (2020), *Dampening Global Financial Shocks in Emerging Markets: Can Macroeconomic Regulation Help?*, IMF World Economic Outlook, chapitre 3, avril.
- FORBES K. J. et WARNOCK F. E. (2012), « Capital Flow Waves: Surges, Stops, Flight and Retrenchment », *Journal of International Economics*, vol. 88, n° 2, pp. 235-251.
- FORBES K.J., FRATZSCHER M. et STRAUB R. (2015), « Capital-Flow Management Measures: What Are They Good For? », *Journal of International Economics*, Elsevier, vol. 96, n° 51, pp. 76-97.
- GOPINATH G. (2017), « Rethinking International Macroeconomic Policy », Harvard and NBER, octobre.
- GOPINATH G. et STEIN J. (2018), « Trade Invoicing, Bank Funding and Central Bank Reserve Holdings », *American Economic Review Papers and Proceedings*, n° 108, pp. 542-546.
- GOURINCHAS P. O. et JEANNE O. (2006), « The Elusive Gains from International Financial Integration », *Review of Economic Studies*, vol. 73, n° 3, pp. 715-741.
- IGAN D. et TAN Z. (2015), « Capital Inflows, Credit Growth and Financial Systems », *IMF Working Paper*, WP/15/193.
- JEANNE O. et RANCIERE R. (2006), « The Optimal Level of International Reserves for Emerging Market Economies: Formulas and Applications », *IMF Working Papers*, n° 06/229.
- KOSE A., PRASAD E., ROGOFF K. et WEI S.-J. (2009), « Financial Globalization: a Reappraisal », *IMF Staff Papers*, vol. 56, n° 1.
- KRUGMAN P. (1998), « Time to Get Radical ».
- LAMBERT F., RAMOS-TALLADA J. et REBILLARD C. (2011), « Capital Controls and Spillover Effects: Evidence from Latin-American Countries », Banque de France, *Working Papers*, n° 357.
- LESSARD D. R. et WILLIAMSON J. (1985), « Financial Intermediation Beyond the Debt Crisis », *Policy Analysis in International Economics*, n° 12.
- LUCAS R. (1990), « Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries? », *The American Economic Review*, vol. 80, n° 2, Papers and Proceedings of the Hundred and Second Annual Meeting of the American Economic Association, mai, pp. 92-96.
- MILESI-FERRETTI G.-M. et TILLE C. (2011), « The Great Retrenchment: International Capital Flows during the Global Financial Crisis », CEPR-CES-MSH, *Economic Policy*, vol. 26, n° 66, avril, pp. 285-342.
- MUNDELL R. (1960), « The Monetary Dynamics of International Adjustment under Fixed and Flexible Exchange Rates », *Quarterly Journal of Economics*, n° 74.
- OBSTFELD M. (2020), « Harry Johnson's « Case for Flexible Exchange Rates » – 50 Years Later », *NBER Working Paper*, n° 26874.
- OBSTFELD M. et ROGOFF K. (1995), « The Mirage of Fixed Exchange Rates », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 9, n° 4.

- OBSTFELD M., SHAMBAUGH J. C. et TAYLOR A. M. (2008), « Financial Stability, the Trilemma and International Reserves », *NBER Working Paper*, n° 14217.
- OSTRY J. D., GHOSH A. R., CHAMON M. et QURESHI M. S. (2012), « Tools for Managing Financial-Stability Risks from Capital Inflows », *Journal of International Economics*, vol. 88, n° 2, pp. 407-421.
- OSTRY J. D., GHOSH A. R., HABERMEIER K., CHAMON M., QURESHI M. S. et REINHARDT D. B. S. (2010), « Capital Inflows: the Role of Controls », *IMF Staff Position Note*, n° 4.
- PASRICHA G., FALAGIARDA M., BIJSTERBOSCH M. et AIZENMAN J. (2018), « Domestic and Multilateral Effects of Capital Controls in Emerging Markets », *Journal of International Economics*, vol. 115, novembre, pp. 48-58.
- RAJAN R. (2018), « Mundell-Fleming Lecture: the Spillovers from Easy Liquidity and its Implications for Multilateralism », 19th Jacques Polak Annual Research Conference « International Spillovers and Cooperation », novembre, Washington.
- RAMOS-TALLADA J. (2013), « Le FMI et la gestion des flux de capitaux : la longue route vers une approche pragmatique », Banque de France, *Bulletin de la Banque de France*, n° 192, pp. 95-110.
- REBUCCI R. (2016), « Optimal Capital Controls and Real Exchange Rate Policies: a Pecuniary Externality Perspective », *Journal of Monetary Economics*, vol. 84, décembre, pp. 147-165.
- REDDY Y. V. (2002), « India's Foreign Exchange Reserves – Policy, Status and Issues », Special Lecture delivered at the National Council of Applied Economic Research, New Delhi, 10 mai.
- REY H. (2015), « Dilemma not Trilemma: the Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence », *NBER Working Paper*, n° 21162, mai, révisé en février 2018.
- RODRIG D. (2006), « The Social Cost of Foreign Exchange Reserves », *International Economic Journal*, vol. 20, n° 3, pp. 253-266.
- TURNER P. (1991), « Capital Flows in the 1980s: a Survey of Major Trends », *BIS Economic Papers*, n° 30.
- TURNER P. (1995), « Capital Flows in Latin America: a New Phase », *BIS Economic Papers*, n° 44.

