



# Les mouvements de capitaux à destination des pays émergents après la crise financière

Jean-Pierre Allegret  
GATE LSE, UMR CNRS, Université de Lyon, ENS Lyon

Le système monétaire international après la crise  
Séminaire MoFiiDev - Grenoble, le 8 avril 2011

# Introduction

---

- Entrées de capitaux
  - Pressions sur la balance des paiements
    - Inflation
    - Appréciation taux de change réel
  - Risques d'instabilité financière
- Réponses de politique économique des pays récepteurs
  - Outils « traditionnels »
    - Politique budgétaire
    - Politique monétaire
    - Taux de change
  - Réponses « non traditionnelles »
    - Contrôle des capitaux

# Contrôle des capitaux

---

- Dès le début des années 90 pour faire face aux entrées massives de capitaux
  - Taxe à l'entrée : Chili 1991 ; Colombie 1993
- Dans le sillage de la crise asiatique pour faire face à l'instabilité financière
  - Contrôle entrées / sorties de capitaux en Malaisie en 1998 (septembre)
  - Le FMI admet que les contrôles soient partie prenante d'une politique de stabilité financière (IMF, 2000)
- Débat sur opportunité des contrôles disparaît avec la « Grande modération » et revient depuis la crise financière

# Structure de l'intervention

---

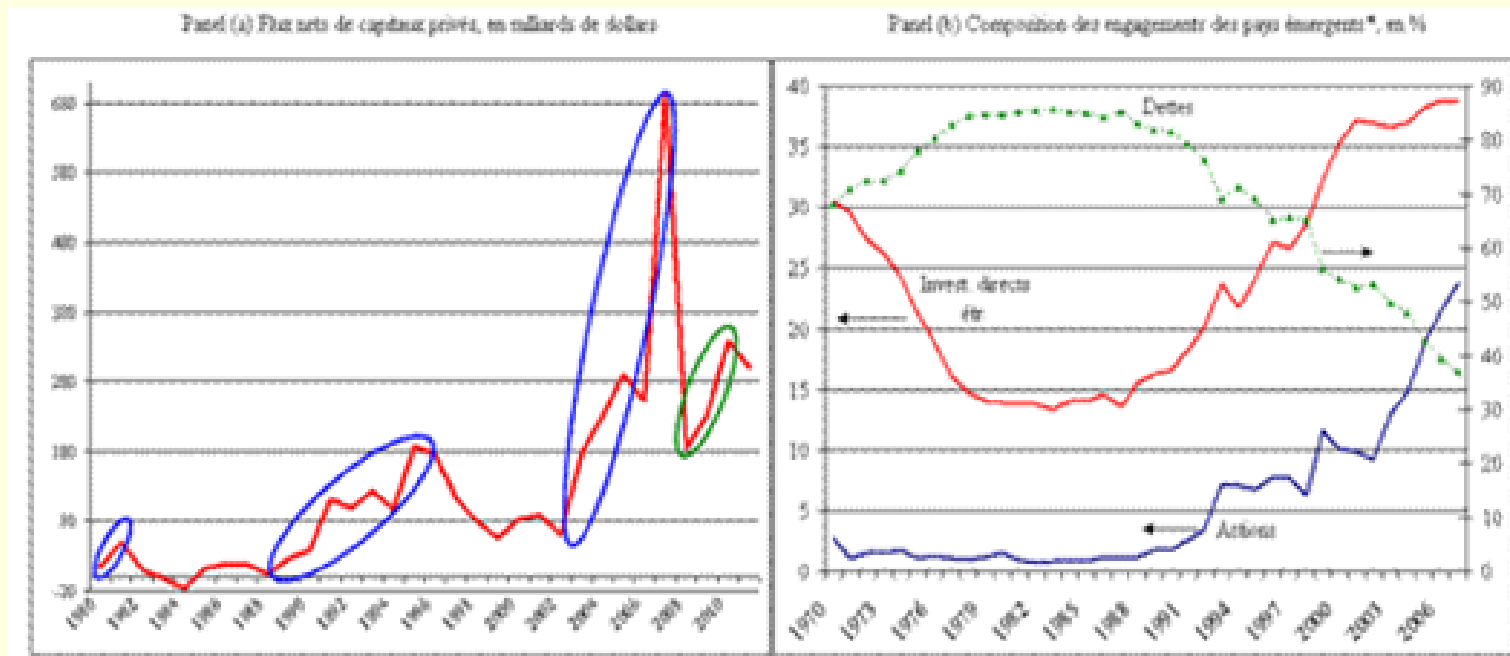
- 1- Anatomie des flux de capitaux vers les marchés émergents
  - Les flux actuels s'intègrent dans les cycles traditionnels d'entrées – sorties
  - Mais il existe des spécificités liées aux conséquences de la crise financière
- 2- Les réponses des autorités des pays récepteurs
  - Accumulation de réserves
  - Contrôle sur les capitaux
- Conclusion
  - Liens avec réformes du système monétaire et financier international



# **1- Anatomie des flux internationaux de capitaux vers les marchés émergents**

# 1.1 Un mouvement qui s'inscrit dans les différentes vagues d'entrées – sorties de capitaux

## Flux de capitaux vers les pays émergents



Sources : IMF (2010), *World Economic Outlook*, base de données, octobre ; Lane et Milesi-Ferretti (2009), *External Wealth of Nations Mark II database*, version étendue et actualisé

# Impact déstabilisant des cycles d'entrées – sorties de capitaux

---

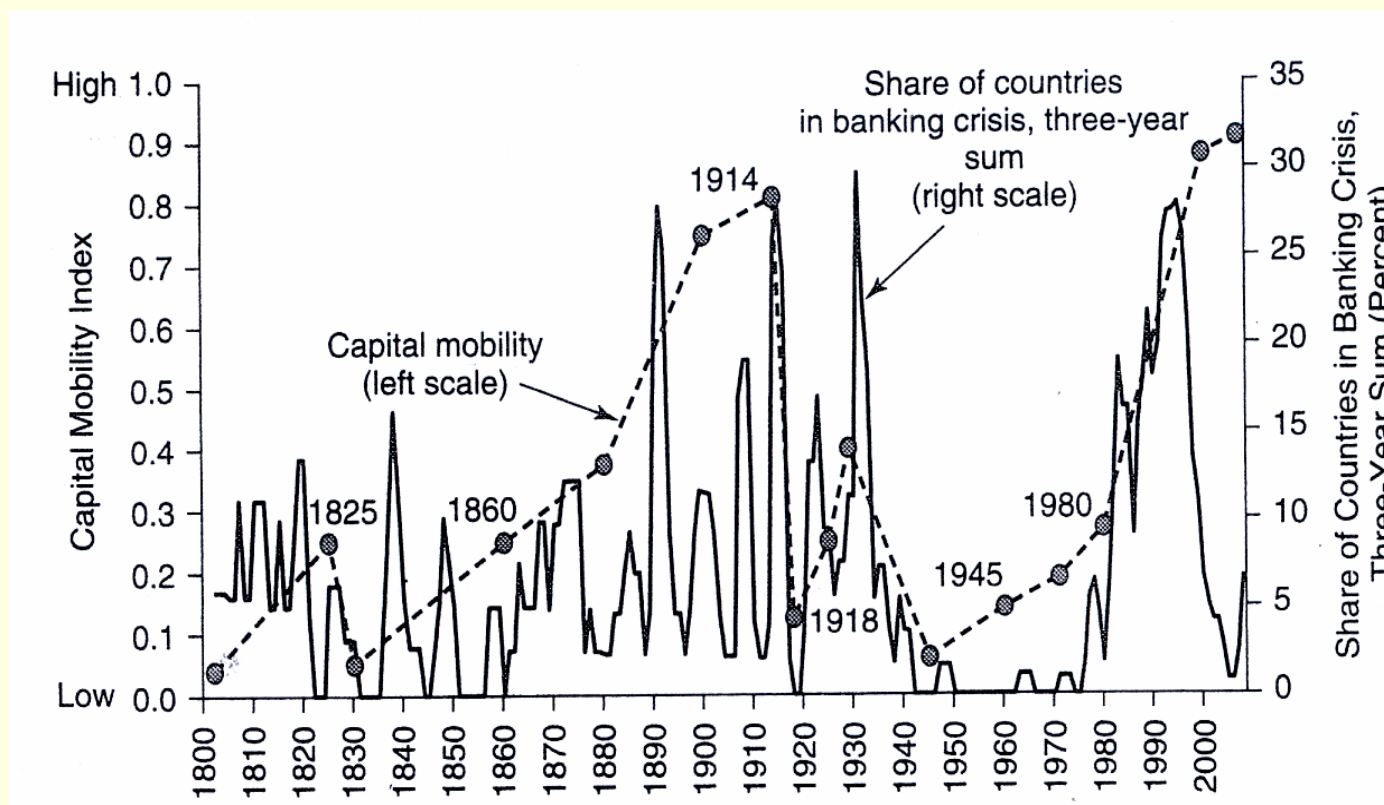
## ■ **Instabilité macroéconomique**

- effet pro-cyclique
- renversement brutal du compte courant
- appréciation de la monnaie en termes réels

## ■ **Instabilité financière**

- lien entre entrées de capitaux et occurrence des crises bancaires
  - Kaminsky et Reinhart 1999
  - Rodrik et Velasco 2000
  - Reinhart et Rogoff 2009

# Mobilité internationale des capitaux et incidence des crises bancaires à l'échelle mondiale, 1800 - 2008



Source : Reinhart et Rogoff (2009), p.156



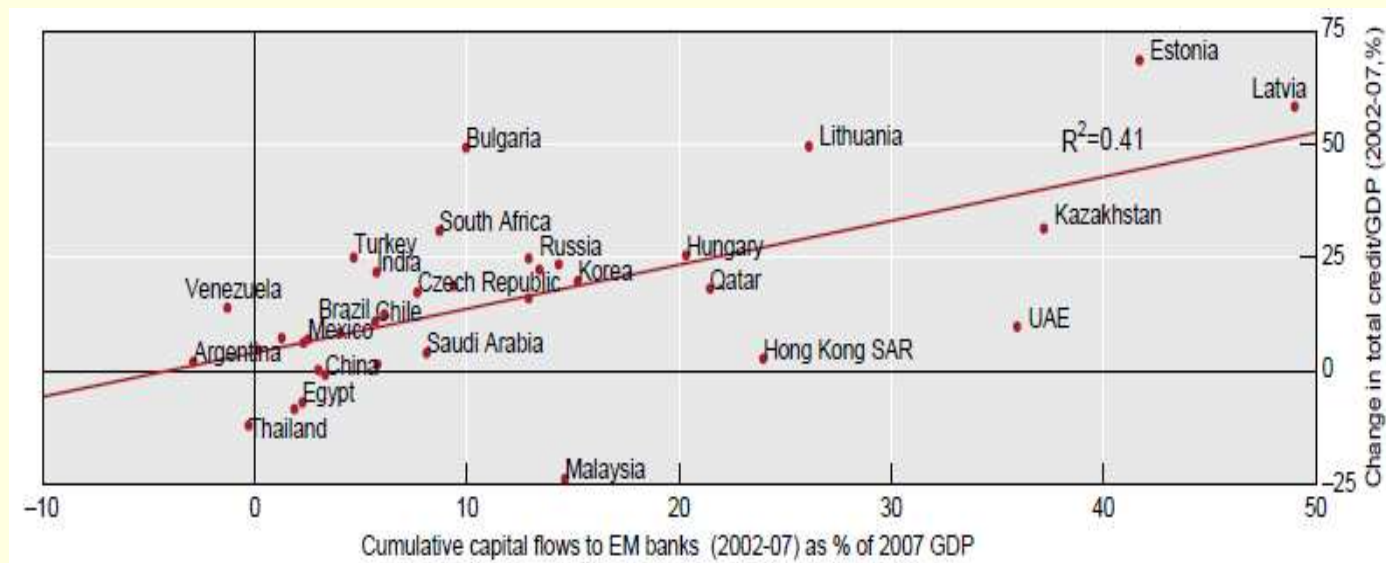
# Effet des entrées massives de capitaux sur la probabilité d'occurrence des crises bancaires pour 66 pays, 1960 - 2007

Indicateur	Pourcentage de pays
Probabilité de crise bancaire	
Conditionnelle aux épisodes d'entrées massives de capitaux	18,4
Non conditionnelle	13,2
Différence	5,2*
Part des pays pour lesquels la probabilité conditionnelle est supérieure à la probabilité non conditionnelle	60,9

•Significative au seuil de 1 %.

Source : Reinhart et Rogoff (2009), p.158

# Entrées de capitaux et croissance du crédit



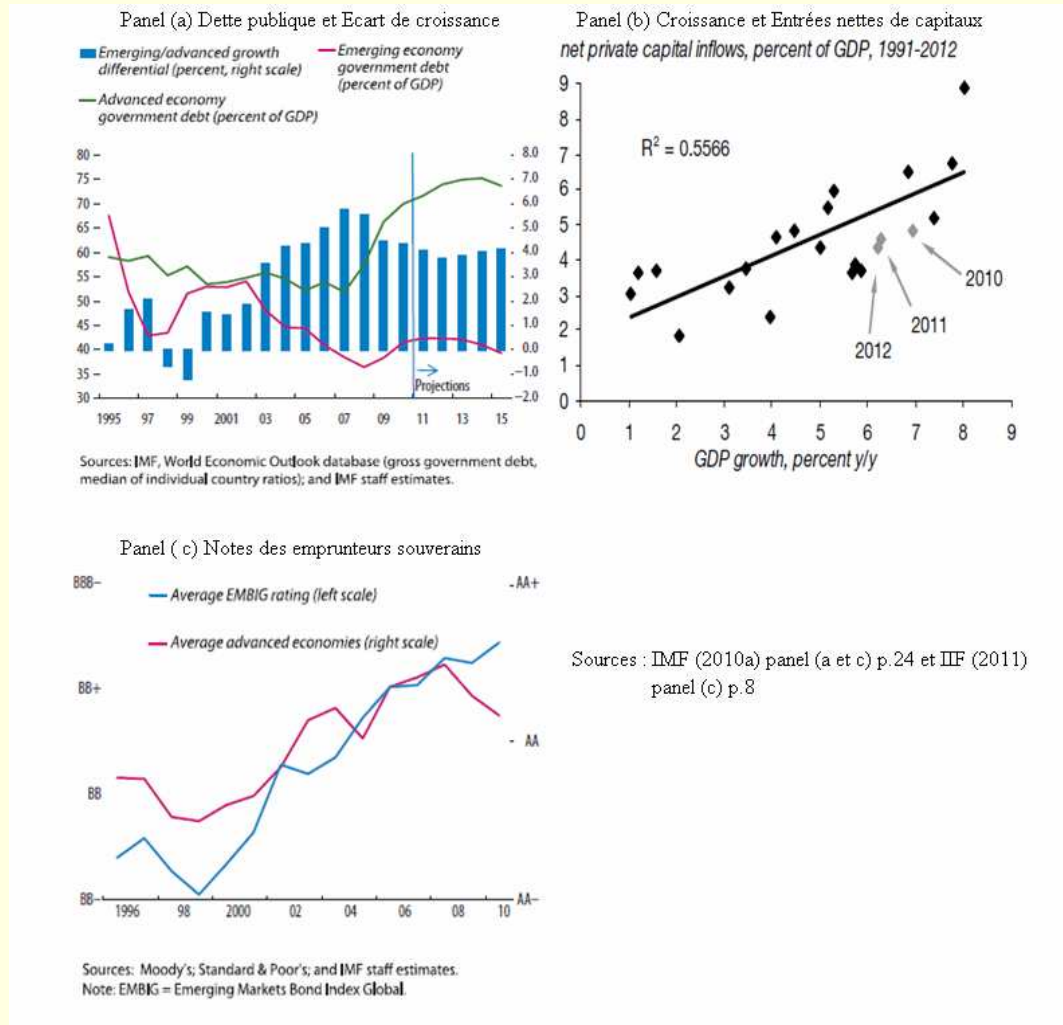
Source : Committee on the Global Financial System (2009), *Capital flows and emerging market economies*, CGFS Papers, 33, janvier, p.91

## 1.2 Un nouveau cycle lié aux ruptures dues à la crise financière

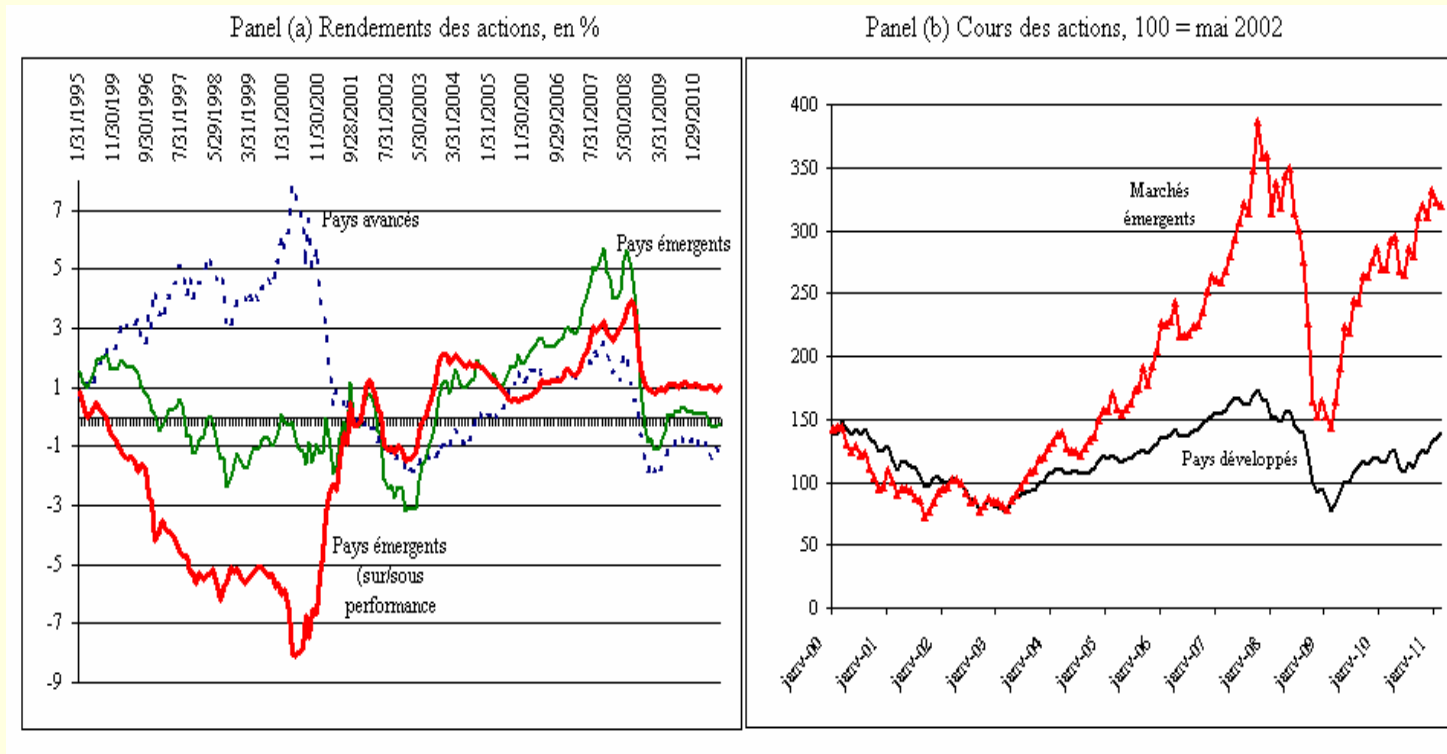
---

- La crise financière de 2007 – 2008
  - accentuation des évolutions observées au sein de l'économie mondiale depuis la fin des années 90
- Amélioration substantielle des fondamentaux de nombreux pays émergents
- Perspectives de croissance plus importantes de ce groupe de pays par rapport aux pays développés
  - **pression structurelle sur les entrées de capitaux**

# Fondamentaux et entrées de capitaux vers les pays émergents

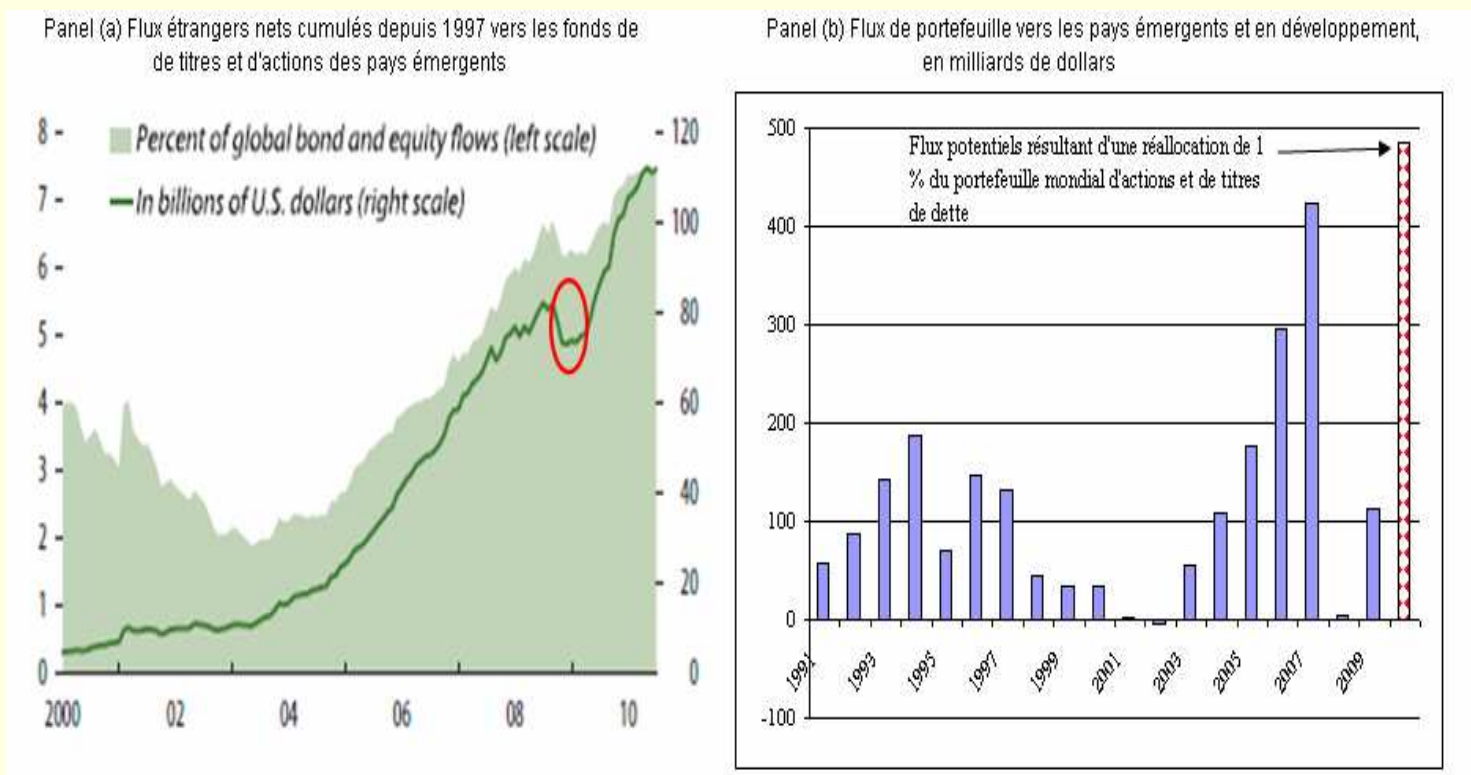


# Performances comparées des marchés boursiers



Sources : IMF (2010a) panel (a) p.24 et MSCI Barra panel (b)

# Attraction des marchés de titres des pays émergents pour les investisseurs internationaux

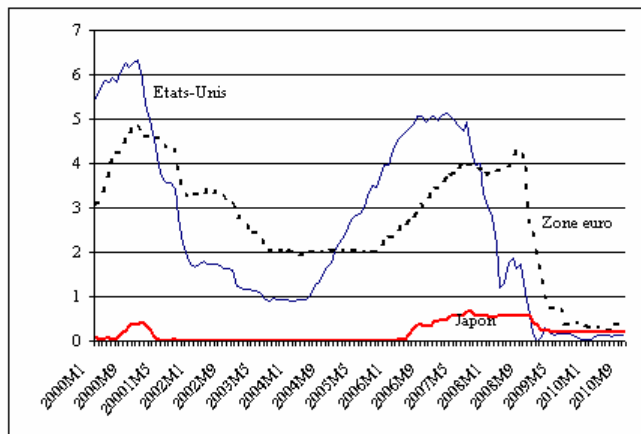


Source : IMF (2010a), p.25 et 26

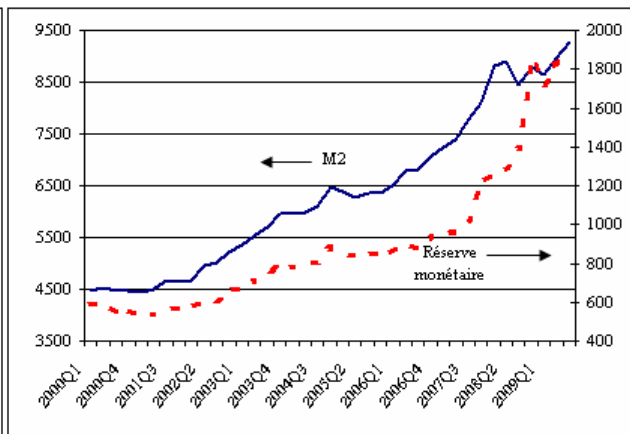
- 
- À un niveau conjoncturel
    - politiques monétaires menées dans les principaux pays développés depuis le début de la crise financière
      - taux d'intérêt très bas
      - aisance quantitative
    - réactions de politique monétaire dans les pays émergents à la fois de moindre ampleur et de plus courte durée
      - les taux d'intérêt réels à court terme sont plus élevés dans les marchés émergents relativement aux pays développés
  
  - **une partie significative des entrées de capitaux depuis 2009 s'explique par la politique monétaire menée dans les pays développés**

# Indicateurs de politique monétaire et de liquidités globales

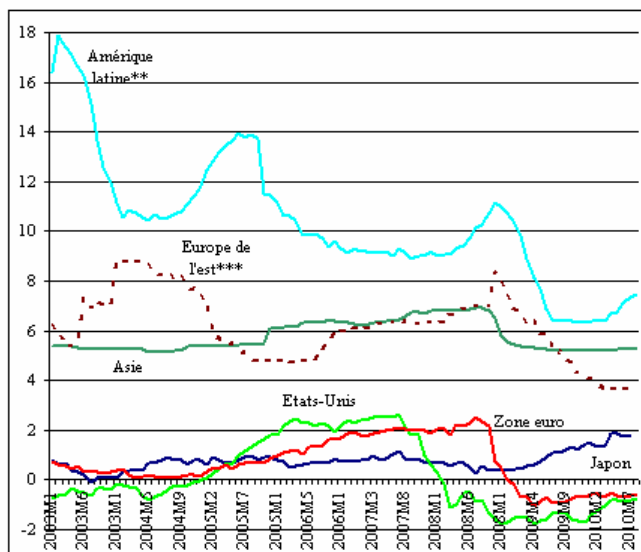
Panel (a) Taux d'intérêt des bons du trésor à trois mois, en %



Panel (b) Indicateurs de la liquidité globale, en milliards de dollars pondérés par le PIB\*



Panel (c) Taux d'intérêt réels à court terme, en %



- \* Etats-Unis, Japon, Royaume-Uni et Zone euro
- \*\* Argentine, Brésil, Chili, Colombie, Mexique et Pérou
- \*\*\* Bulgarie, Estonie, Hongrie, Lettonie, Lituanie et Pologne

Source : IMF (2010b) et IMF (2010); *World Economic Outlook*, octobre



# IMF (2010b)

---

- Les politiques monétaires menées dans les principaux pays développés
  - influence sur la stabilité financière des pays émergents
    - surévaluation des prix des actions
    - croissance excessive du crédit domestique
- Les flux internationaux de capitaux sont liés à la croissance de la liquidité globale

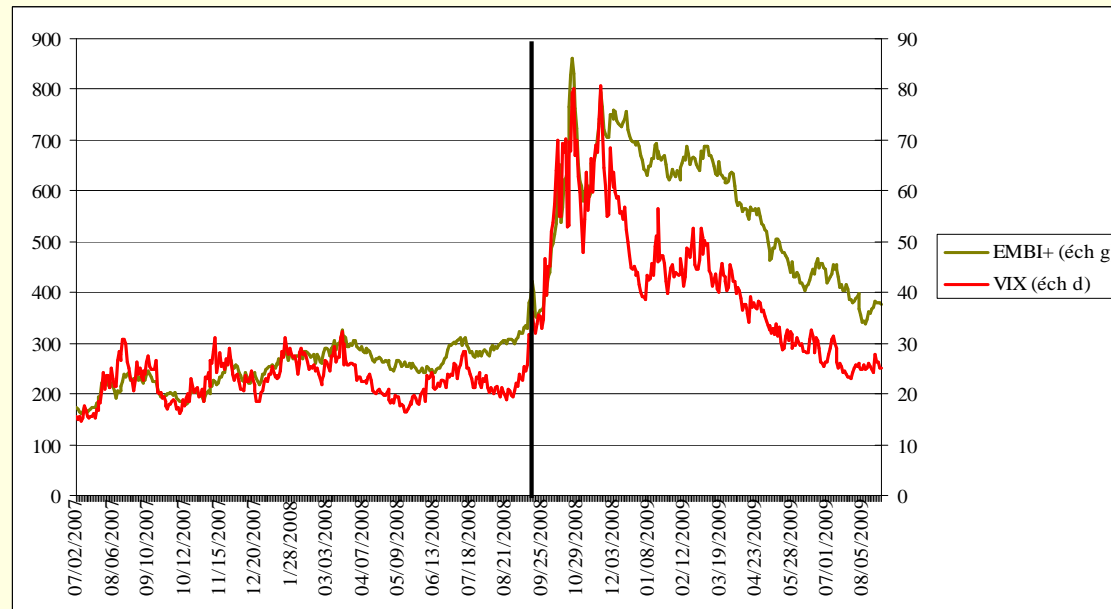
# Taux d'inflation, en %

---



Source : IMF, *International Financial Statistics*

# Influence de l'appétit pour le risque des investisseurs internationaux



Sources : Ministère argentin de l'économie et des finances publiques et Chicago Board Options Exchange

# Synthèse

---

1. Des entrées de capitaux qui s'intègrent dans les cycles entrées – sortie de capitaux
  - Des cycles qui tendent à être de plus en plus courts et instables
2. Une pression structurelle liée au basculement du centre de gravité de l'économie mondiale
  - Dans un contexte où les systèmes financiers des pays émergents n'ont pas encore la capacité à faire face à ces entrées massives
3. Des politiques monétaires différentes
  - Taux d'intérêt très bas dans les pays développés
4. Des mouvements de capitaux qui restent sensibles à l'appétit pour le risque / l'aversion au risque des investisseurs
  - Instabilité récurrente des flux de capitaux

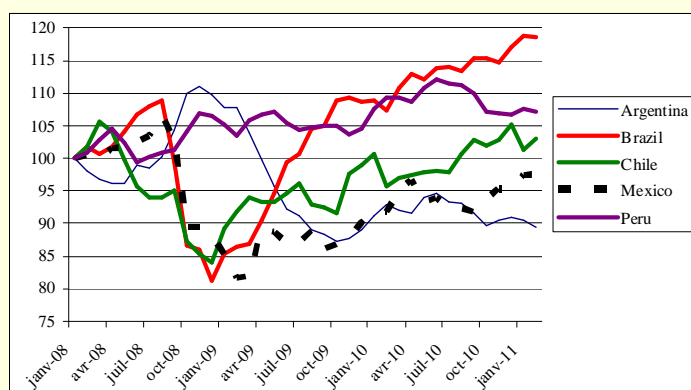


**2- Les réponses de politique économique :  
entre accumulation des réserves et contrôle  
des capitaux**

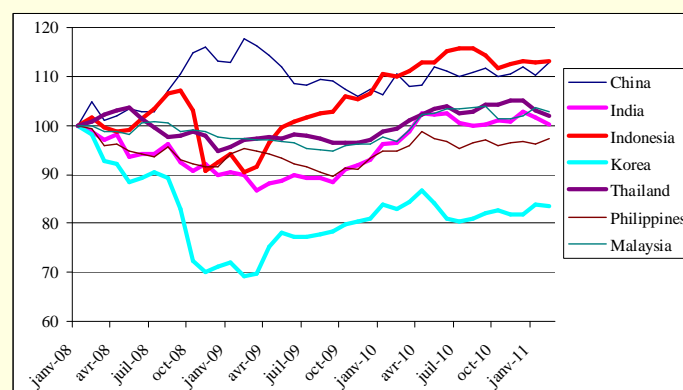
## 2.1 Entrées de capitaux et accumulation de réserves de change

Taux de change effectifs réels dans quelques pays émergents, 100 = janvier 2008

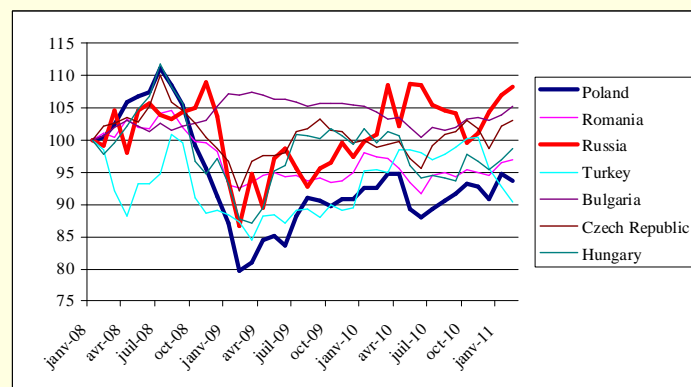
Panel (a) Amérique latine et centrale



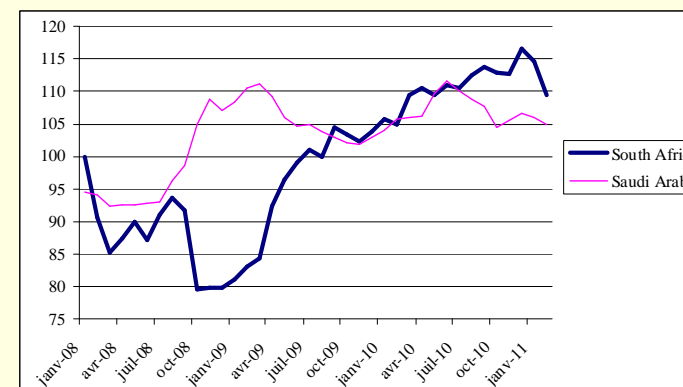
Panel (b) Asie émergente



Panel (c) Europe émergente



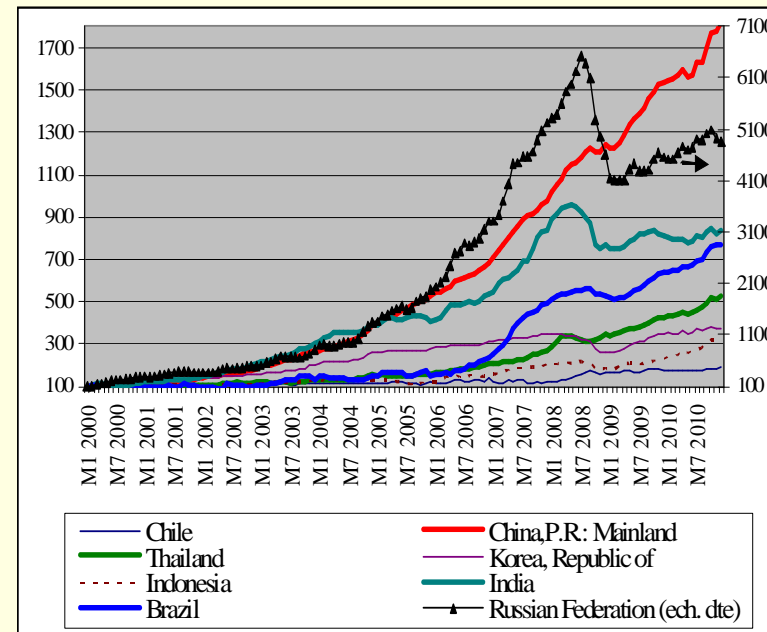
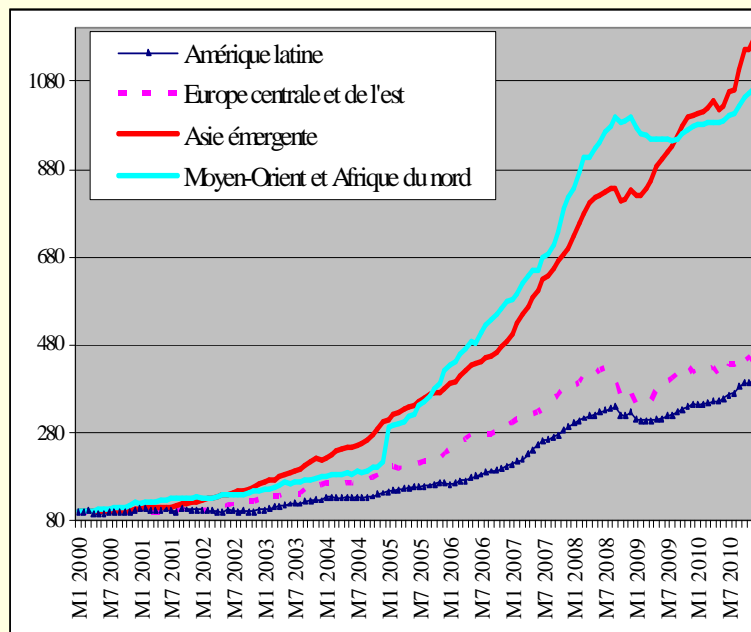
Panel (d) Afrique et Moyen-Orient



Source : Banque des Règlements Internationaux

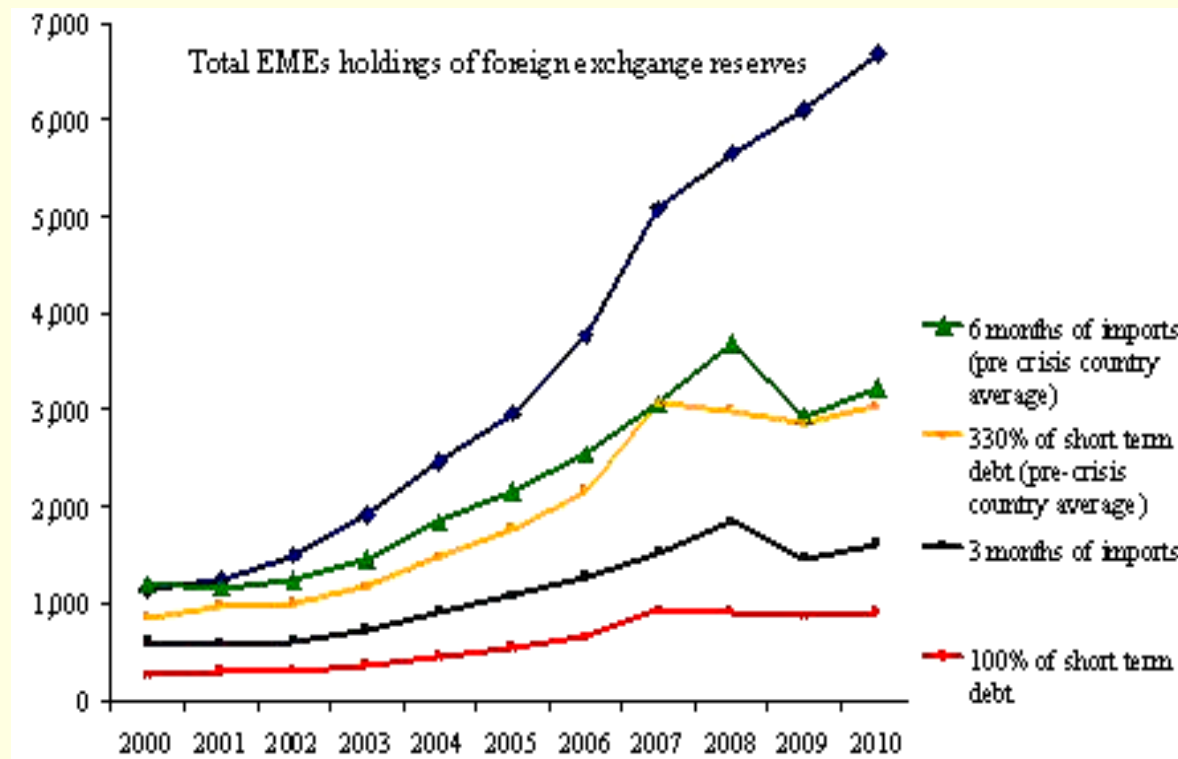
# Réserves en devises dans différentes zones émergentes, 2000 M1 = 100

Panel (a) Réserves en devises selon les zones émergentes, 2000 M1 = 100    Panel (b) Réserves en devises pour quelques pays émergents, 2000 M1 = 100



Source : IMF, *International financial statistics*

# Niveau effectif des réserves de change dans les pays émergents et niveaux prudents, en milliards de dollars



Source : Smaghi (2010)



# Pourquoi une telle accumulation ?

---

- La responsabilité des pays émergents à monnaie sous-évaluée
  - Smaghi (2010)
- La responsabilité de l'instabilité financière internationale
  - Aizenman et Sun (2009)

# Les distorsions liées à l'accumulation de réserves : le niveau domestique

---

- Sous-utilisation des ressources
  - pour les économies à excédents courants, l'accumulation de réserves par les banques centrales s'apparente à une épargne nationale intermédiée par le public
  - une intermédiation pas optimale dans la mesure où les placements effectués offrent de faibles rendements
- Accroissement très rapide des agrégats monétaires domestiques
  - tensions inflationnistes
  - boom du crédit
  - bulle des prix d'actifs

# La politique de stérilisation des réserves

---

- Coût fiscal élevé
  - Calvo (1991) : *péril de la stérilisation*
- Coût social lié à la détention de réserves de change
  - Rodrik (2006)
  - marge entre le rendement sur les actifs liquides de réserves et le coût des emprunts extérieurs pour les agents privés
  - 1 % du PIB des pays en développement en 2004

# Les distorsions liées à l'accumulation de réserves : le niveau international

---

- Expansion très importante de la liquidité mondiale
- Baisses de rendements à l'échelle internationale
- Recherche de rendements attrayants

# Effets sur les rendements des achats de bons du Trésor américains par les banques centrales étrangères, en points de base

Banque de France (2005)	125
Bernanke et al. (2004)	50-100
BIS (2006)	~ 0
Goldman Sachs (2004)	40
IXIS (2005)	75
JP Morgan (2005)	30-50
Krishnamurthy et	
Vissing-Jorgensen (2007)	20-55
Merrill Lynch (2005)	30
Morgan Stanley (2005)	100-150
PIMCO (2005)	100
Roubini et Setser (2005)	200
Truman (2005)	75
Vanguard Group (2005)	~ 0
Warnock et Warnock (2006)	90

Source : Beck et Fidora (2008), p.357

## 2.2 La résurgence des contrôles sur les flux internationaux de capitaux

---

- Résurgence des mesures destinées à contrôler les flux internationaux de capitaux

Type d'instruments		Expériences pays	Objectifs principaux
Taxes		Brésil, octobre 2010	Freiner les entrées de capitaux à court terme
		Brésil, mars 2011	Freiner les entrées de capitaux à court terme et limiter les stratégies de contournement
		Corée du sud, décembre 2010	Freiner les entrées de capitaux à court terme
		Thaïlande, octobre 2010	Freiner les entrées de capitaux à court terme
		Russie, septembre 2010	Décourager les emprunts en devises, mesure macroprudentielle
		Pérou, 2010	Freiner les entrées de capitaux à court terme
		Pérou, 2010	Réduire la vulnérabilité financière et assurer la stabilité du taux de change
		Pérou, janvier 2010	Réduire la vulnérabilité financière
Périodes minimales d'investissement		Indonésie, juillet 2010	Freiner les entrées de capitaux à court terme
Limites quantitatives		Chine, décembre 2010	Freiner le développement du marché <i>offshore</i> du yuan
		Indonésie, juillet 2010	Réduire la vulnérabilité financière
		Corée du sud, novembre 2009	Réduire la vulnérabilité financière
		Corée du sud, juin 2010	Réduire la vulnérabilité financière en décourageant les emprunts bancaires extérieurs à court terme
		Turquie, décembre 2010	Réduire la vulnérabilité financière en accumulant des réserves de change
		Philippines, octobre 2010	Favoriser les sorties de capitaux
		Afrique du sud, février 2010	Favoriser les sorties de capitaux
		Thaïlande, septembre 2010	Favoriser les sorties de capitaux
		Pérou, 2009	Freiner les entrées de capitaux à court terme
		Pérou, février 2010	Réduire la vulnérabilité financière
Réserves rémunérées	non	Pérou, septembre 2010	Favoriser les sorties de capitaux
		Pérou, juin 2010	Réduire la vulnérabilité financière et assurer la stabilité du taux de change
		Brésil, janvier 2011	Freiner les entrées de capitaux à court terme
		Turquie, décembre 2010	Freiner les entrées de capitaux à court terme
		Pérou, 2009	Freiner les entrées de capitaux à court terme

---

■ 4 types de contrôles :

- i. utilisation de taxes (Brésil, Corée du sud, Pérou, Russie et Thaïlande)
- ii. instauration de périodes minimales d'investissement (Indonésie)
- iii. les mesures quantitatives soit dans un sens restrictif (Chine, Corée du sud, Indonésie, Pérou et Turquie), soit dans un sens moins restrictif afin de faciliter les sorties de capitaux (Afrique du sud, Philippines et Thaïlande)
- iv. les réserves non rémunérées (Brésil, Pérou et Turquie)



# Edwards (1999)

---

- Contrôle « préventif »
  - imposer un contrôle (ou à durcir un contrôle déjà existant) lorsque le pays est confronté à une crise liée à un déficit des comptes extérieurs, mais sans avoir encore subi de crise de change entraînant une dévaluation de la monnaie domestique
- Contrôle « curatif »
  - le pays subit déjà la crise financière, liée notamment à une dépréciation massive de sa monnaie
  - retrouver des marges de manœuvre
- Années 90
  - les deux types de contrôle
- Caractéristique commune des contrôles post-crise financière
  - préventif
    - **mais dans un contexte d'excédents courants**
  - réduire la vulnérabilité financière associée aux entrées de capitaux
  - limiter l'appréciation de leur monnaie en termes nominal et réel

# Efficacité des contrôles

---

- I. Action sur le volume et la composition des entrées de capitaux
  - II. Maîtrise des taux d'intérêt domestiques
  - III. Contrôle de l'appréciation du taux de change réel
- Littérature des années 90 (Allegret, 2000)
    - Bilan mitigé
      - influence sur composition des entrées
      - impact de courte durée sur autonomie de la politique monétaire
      - pas d'impact sur le volume des entrées
      - pas d'influence sur le taux de change réel

# Effacité des contrôles : les enseignements de la littérature post-2000

---

- Bilan de la littérature 1995-2004 (Magud *et al.*, 2011)
  - aucun impact sur le volume
  - allongement de la maturité des entrées
  - pas d'impact sur les sorties (sauf Malaisie en 1998)
  - moins d'appréciation de la monnaie
  - plus d'indépendance monétaire

---

- Binici *et al.* (2009)

- approche désagrégée permettant de mieux apprécier les effets des contrôles
- impact sur le volume global *via* les sorties

- Gupta *et al.* (2007) et Ostry *et al.* (2010)

- présence d'un contrôle avant la crise réduit la chute de la production durant la crise
  - réduction de la vulnérabilité financière

# Contrôle des capitaux – Contrôle prudentiel

---

- Complémentarité
  - Eichengreen (1999)
- Contrôle prudentiel
  - limiter l'exposition au risque des banques commerciales à la suite de la libéralisation du compte de capital
  - réduire la vulnérabilité de l'économie domestique à des chocs externes
- Expériences années 90
- Croatie 2004 - 2008

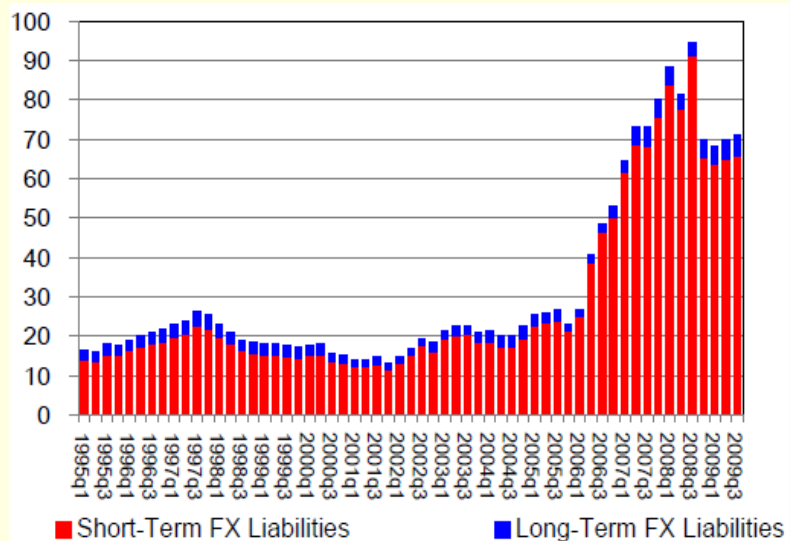
## La taxation des engagements bancaires non essentiels (*non-core liabilities*)

---

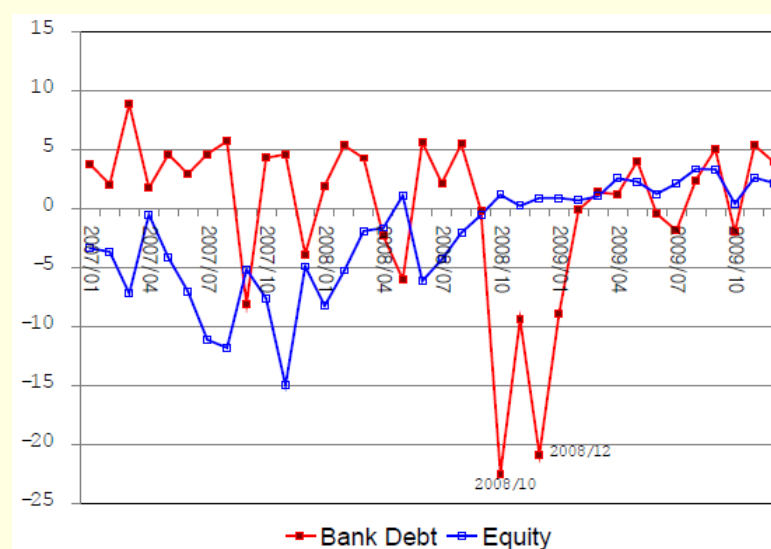
- Shin (2010)
  - Dans les périodes d'expansion financière, les banques tendent à augmenter la taille de leur bilan en utilisant le levier d'endettement
  - Endettement sur les marchés interbancaires internationaux
  - Pays émergents
    - Dettes bancaires en devises
  - Instabilité quand retournement du cycle financier
  - Externalités négatives
    - taxe
- Expérience de la Corée (2005-2008)

# Expérience de la Corée du Sud

Panel (a) Engagements en devises des branches des banques étrangères établies en Corée. En milliards de dollars



Panel (b) Flux nets de capitaux : dette banque et actions en milliards de dollars



Source : Shin (2010), p.5-6.

# Conclusion

---

- Le retour des flux de capitaux dans les pays émergents
  - défis en termes de gestion macroéconomique (contenir les pressions inflationnistes et sur le change)
  - défis du point de vue de la stabilité financière (éviter l'occurrence d'un boom du crédit ou du bulles de prix d'actifs)



- 
- Résurgence de débats anciens sur la réforme du système monétaire et financier international
    - création d'un filet mondial de sécurité financière
      - Action sur l'accumulation de réserves de change pour motif de précaution
      - Entre la moitié et les deux-tiers des réserves (Obstfeld *et al.*, 2008)
      - Limites des dispositifs du FMI (conditionnalité / automaticité / prêteur en dernier ressort)
    - action sur l'accumulation de réserves non liée à l'instabilité financière internationale
      - Coordination internationale pour réduire les déséquilibres globaux
      - Diversification des actifs de réserves / DTS / Nouvelle unité

- 
- amendement de l'article VI des Accords de Bretton Woods afin de doter le FMI des responsabilités liées à la surveillance des mouvements de capitaux et à celle du recours aux restrictions par les pays membres
    - Septembre 1997, Hong Kong
    - Recherche d'une utilisation « ordonnée » des contrôles
      - Forces centripètes et signal négatif (Allegret et Sandretto, 2000 ; Allegret et Dulbecco, 2002)
      - Cohen (2000)
        1. les types de restrictions autorisés (évaluation des différents systèmes adoptés)
        2. les circonstances dans lesquelles les autorités peuvent imposer un contrôle
        3. les procédures à mettre en œuvre