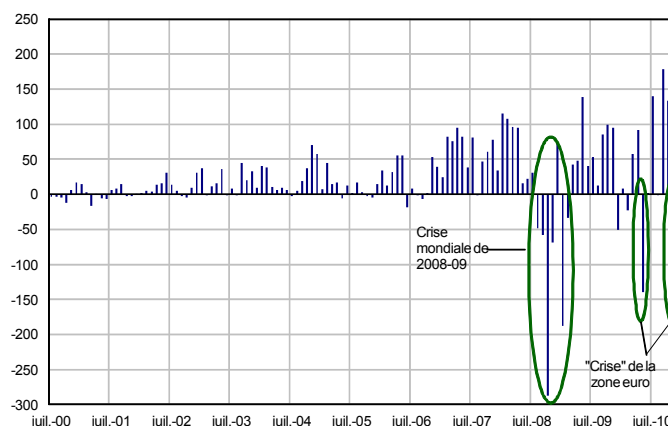


Les flux de capitaux vers les pays émergents : enjeux et modes de régulation

- Depuis 2003, les entrées de capitaux dont bénéficient les pays émergents ont crû de manière tendancielle. Cette augmentation s'explique par le potentiel de croissance significativement plus élevé de ces pays par rapport aux pays développés. Les entrées de capitaux atteignent même, depuis le printemps 2009, les sommets qui avaient été observés en 2007-2008, lorsque l'ampleur de ces flux avait conduit plusieurs pays émergents à prendre des mesures afin de mieux les réguler. Elles ont même dépassé ces sommets au troisième trimestre 2010.
- Les flux de capitaux vers les pays émergents sont largement réversibles. L'arrêt brutal des flux de capitaux qui s'est étalé d'octobre 2008 à février 2009 en est une illustration frappante, mais ils sont également restés volatils depuis lors. Leur évolution dépend notamment du degré de tolérance au risque des investisseurs. Lorsque l'aversion pour le risque diminue, les écarts de rendement nettement favorables aux pays émergents se traduisent par des entrées de capitaux élevées.
- L'instabilité des entrées de capitaux engendre des dilemmes de politique économique pour les pays émergents, notamment en contraignant les banques centrales dans la conduite de leur politique monétaire. Les entrées de capitaux récemment observées font craindre également l'apparition de bulles sur les prix d'actifs, la surévaluation du change et/ou l'accroissement excessif des réserves de change. Ces risques sont présents essentiellement en Asie et en Amérique Latine.
- L'introduction par le Brésil d'une taxe sur les entrées de capitaux de court terme (investissements de portefeuille), en octobre 2009, a ouvert un débat sur l'opportunité de mieux réguler les flux de capitaux. Le Fonds monétaire international (FMI) a récemment fait évoluer sa position en la matière, en précisant les cas où une telle régulation pouvait être pertinente en complément de mesures de politique économique. Dans l'affirmative, ceci pourrait se traduire, soit par une réglementation prudentielle plus stricte, soit par des contrôles de capitaux qui ne remettraient pas en cause l'ouverture du compte financier de la balance des paiements, soit enfin par une combinaison des deux options.

Ce document a été élaboré sous la responsabilité de la direction générale du Trésor et ne reflète pas nécessairement la position du ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie.

Flux de capitaux à destination des pays émergents (Mds USD)



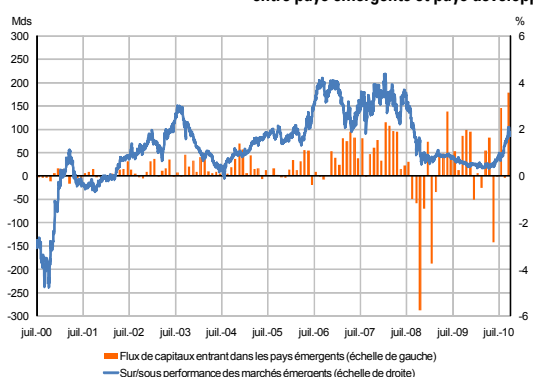
Sources : Global Insight, Reuters, calculs DG Trésor.

1. Les pays émergents bénéficient d'entrées de capitaux structurellement élevées

1.1 Les marchés émergents représentent le meilleur compromis entre le rendement et le risque depuis 2002, ce qui se traduit par une augmentation structurelle des entrées de capitaux dans ces pays

Les flux de capitaux vers les pays émergents ont augmenté de manière tendancielle depuis 2003. Ceci s'explique par un potentiel de croissance structurellement plus favorable que dans les pays développés. Il s'est matérialisé sur les marchés financiers depuis 2002 à travers un accroissement des rendements dans les pays émergents et une réduction de la volatilité de ces rendements. Le rendement ajusté pour le risque¹, qui donne une vision synthétique de l'arbitrage rendement/risque pour un investisseur, est devenu plus favorable dans les pays émergents que dans les pays développés à partir de 2002 (cf. graphique 1).

Graphique 1 : flux de capitaux et écart de rendements ajustés pour le risque entre pays émergents et pays développés



Source : FMI, calculs DG Trésor.

L'accroissement des flux de capitaux vers les pays émergents a été favorisé par une longue période de stabilité, caractérisée par l'absence de crise entre 2002 (Argentine, Turquie) et 2008 (répercussion de la crise mondiale sur les pays émergents), soit six années sans crise, ce qui n'était plus arrivé depuis plusieurs décennies. Ainsi, dans un premier temps, les pays émergents ne sont pas devenus

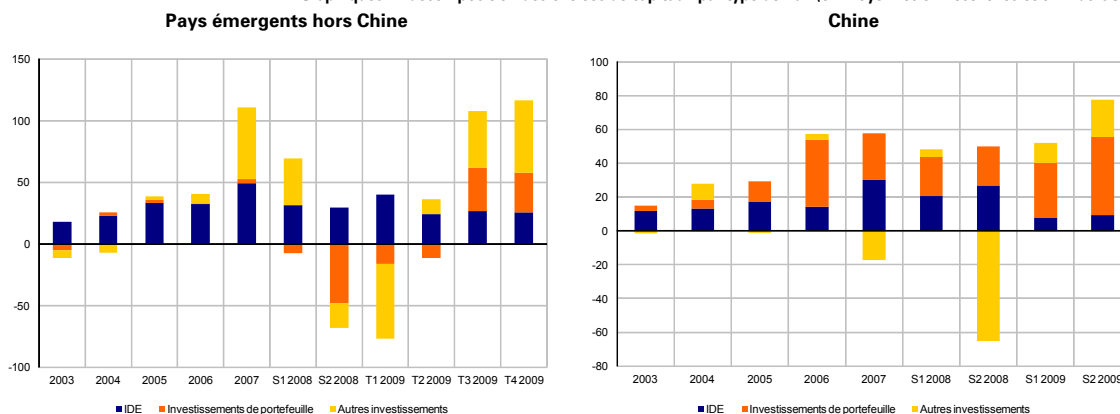
plus attractifs pour les gérants d'actifs en raison de rendements plus élevés, mais en raison d'une forte baisse du risque. Le fait que le rendement ajusté pour le risque devienne plus favorable dans les pays émergents que dans les pays développés pour la première fois depuis 1995, a attiré des capitaux vers ces marchés et a renforcé l'amélioration du rendement ajusté pour le risque (à travers une amélioration des rendements, voir 2.1). Entre 2006 et 2008, la perception d'un risque très faible - qui a été considérée le plus souvent *a posteriori* comme excessive - a engendré un découplage de plus en plus patent entre les évolutions des indices boursiers dans les pays développés et dans les pays émergents.

Un accroissement très fort de la perception du risque et des sorties de capitaux majeures ont eu lieu à partir de septembre 2008, à la suite de la faillite de *Lehman Brothers*. Cela illustre une fois encore le fait que les épisodes de fortes entrées de capitaux dans les pays émergents sont fréquemment suivis par des sorties brutales. Après la crise, qui s'est étalée du dernier trimestre 2008 au premier trimestre 2009, on peut penser qu'une bonne partie des très fortes entrées de capitaux (avec une succession de records historiques en mai 2009, juillet et septembre 2010) ont compensé les sorties de capitaux excessives liées à la crise.

1.2 Les entrées de capitaux dont bénéficient les pays émergents sont de plus en plus liées à des flux interbancaires et de portefeuille. Ils sont par nature plus instables que les investissements directs étrangers

La stabilisation de la situation macro-financière dans les pays émergents, à partir de 2002, s'est traduite par la fin des sorties de capitaux de court terme (investissements de portefeuille et autres investissements) et par un accroissement des investissements directs étrangers (IDE). Par la suite, le fort accroissement des flux de capitaux qui a été observé à partir de 2007 (2006 pour la Chine) a été principalement causé par des entrées de capitaux de court terme (cf. graphiques 2).

Graphiques 2 : décomposition des entrées de capitaux par type de flux (en moyennes trimestrielles et en Mds USD)



Sources : FMI, calculs DG Trésor.

(1) Cet indicateur corrige le rendement d'un actif par la volatilité de ces rendements, donnant une image plus fidèle et synthétique de l'arbitrage qui peut être effectué entre différentes classes d'actifs. Le rendement ajusté pour le risque de chaque zone est ici le rapport du rendement de l'indice Morgan Stanley MSCI (indice de référence sur les marchés d'actions) sur 2 ans et de l'écart-type de ce rendement sur ces deux mêmes années.

La composition des entrées de capitaux a été très différente entre la Chine et les autres pays émergents. La Chine a vu un fort accroissement des flux de portefeuille à partir de la première réévaluation du yuan, intervenue en juillet 2005. Ces entrées de capitaux ont profité d'une absence relative de risque de change et ont spéculé sur une appréciation ultérieure plus conséquente du yuan. Pour les autres pays émergents, ce sont les « autres investissements » (surtout les crédits interbancaires) qui ont représenté la majeure partie des entrées de capitaux à partir de 2007.

Depuis la crise, les flux de portefeuille ont pris plus d'importance qu'auparavant dans les pays émergents hors Chine. Les entrées de capitaux sont alimentées par les fortes émissions de dette et d'actions enregistrées ou en cours sur ces marchés (par exemple la très forte augmentation de capital en septembre 2010 de *Petrobras* au Brésil) et répondent donc à un réel besoin de financement des pays émergents. Sur le principe, elles apparaissent donc souhaitables, mais pourraient se révéler déstabilisatrices ultérieurement en raison de leur caractère réversible.

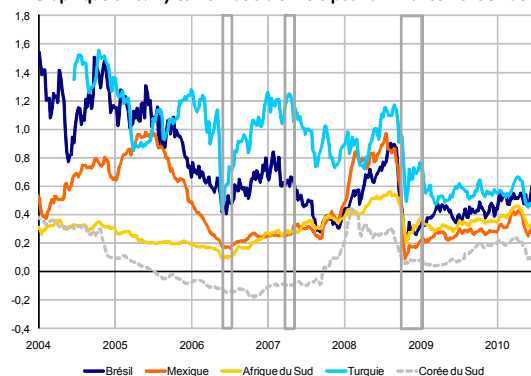
2. À l'heure actuelle, les entrées de capitaux sont pour partie liées à des stratégies de *carry trade* (activités de portage). Ceci expose les pays émergents à des fortes pressions sur le change et au risque de formation de bulles sur les prix d'actifs

Les pays émergents ne disposent pas toujours de marchés financiers suffisamment liquides et profonds pour absorber les capitaux qui y entrent. La faible capacité d'absorption de ces marchés accroît les risques de formation de bulles, de surévaluation du change et complique l'exercice de la politique monétaire.

2.1 Les stratégies d'arbitrage de type *carry trade* se révèlent profitables en raison de l'étroitesse des marchés financiers des pays émergents

Les stratégies d'investissement vers les marchés émergents sont fondées sur la recherche de rendements élevés et de risques faibles. Le *carry-to-risk ratio*², qui rapporte le rendement supplémentaire lié à un investissement dans un pays émergent à une mesure du risque sur les taux de change de ce pays, donne une estimation statistique synthétique de cet arbitrage. Cet indicateur suggère que des opérations de *carry trade* financées en dollars offrent *ex ante* un rendement corrigé du risque positif pour la quasi-totalité des devises, à l'exception du won coréen avant 2008 (cf. graphique 3). Alors que le rendement a été extrêmement fort avant la crise, en raison d'un écart de taux très important entre les pays émergents et les États-Unis³, on observe une chute au moment de la crise de 2008, qui s'explique par la remontée du risque de change *ex ante*. Sur la période récente, le rendement du *carry trade* augmente nettement, notamment pour des placements au Brésil, au Mexique et en Afrique du Sud, en lien avec le maintien de taux bas aux États-Unis, à la remontée progressive des taux au Brésil et en Turquie et à la baisse généralisée des indicateurs de risque de change *ex ante*.

Graphique 3 : *carry-to-risk ratio* à 3 mois pour un financement en dollars



Source : données FMI, calculs DG Trésor.

Les zones partiellement grisées correspondent aux périodes de décongelages de *carry trade* : mai 2006, février 2007 et septembre-octobre 2008.

Ces activités d'arbitrage présentent un risque important pour les pays émergents, dans la mesure où les comportements des investisseurs sur les marchés financiers émergents apparaissent moutonniers (*herd behavior*). Le FMI a ainsi montré que, sur une longue période, les flux de capitaux sont expliqués en partie par un accroissement du rendement, mais que les rendements sont eux-mêmes causés par les flux de capitaux⁴. Cette relation circulaire a tendance à engendrer une persistance dans l'accroissement des rendements, y compris lorsque cela se justifie de moins en moins au regard des fondamentaux.

De plus, le FMI montre dans la même étude que les rendements sont d'autant plus élevés que le marché domestique des capitaux est étroit, ce qui accroît le risque d'apparition de bulles.

(2) Le *Carry-To-Risk ratio* est calculé comme la différence de rendement à 3 mois entre les taux du pays cible et du pays de financement, divisé par la volatilité implicite tirée des options de change. On prend ici les taux interbancaires pour chaque devise considérée. Le *Carry-to-Risk ratio* mesure le rendement corrigé du risque *ex ante*, i.e. avant la mise en place de l'opération.

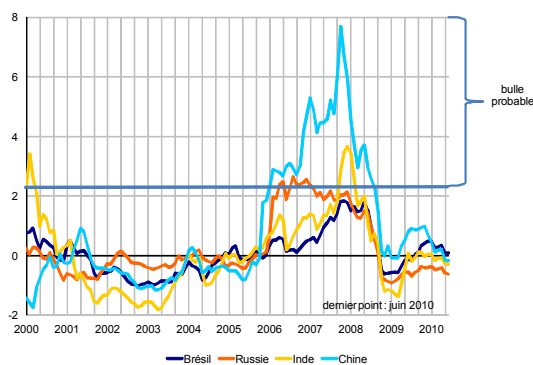
(3) À titre d'exemple, fin 2005, le taux à 3 mois était de 16 % au Brésil, 15 % en Turquie, 9 % au Mexique, contre 4 % aux États-Unis.

(4) *Global Financial Stability Report*, FMI, automne 2010.

2.2 Pour l'instant, aucune bulle ne semble s'être matérialisée sur les bourses des principaux pays émergents

Les fortes entrées de capitaux observées vers les pays émergents depuis la fin de la crise bénéficient, de manière plus marquée qu'avant la crise, aux marchés boursiers, mais il semble que ces flux n'aient pas encore engendré de bulles telles que celles apparues avant la crise sur certains marchés émergents. Le niveau de valorisation des marchés boursiers est estimé au travers du ratio cours des actions sur bénéfice des sociétés cotées (ou *price earning ratio*, PER, cf. graphique 4⁵). Comme il est normal qu'un PER augmente quand la conjoncture économique est favorable et diminue dans le cas inverse, l'indicateur utilisé est corrigé de ces évolutions conjoncturelles, pour ne refléter que les évolutions structurelles. Les indices boursiers des pays émergents se sont très fortement redressés depuis la crise de 2008-2009, mais cela ne se traduit pas par une valorisation excessivement élevée, contrairement à la période 2006-2008.

Graphique 4 : *Price Earning Ratio* (PER) corrigé du cycle en écarts-types à la moyenne historique sur la période 1998-2010



Source : Datastream, calculs DG Trésor.

En 2007, le PER chinois s'écartait de sa moyenne historique de presque huit écarts-types, ce qui laisse penser qu'une bulle existait.

L'absence de bulle, pour le moment, peut s'expliquer par trois facteurs :

- l'offre de fonds prêtables est restée la même jusqu'à la fin du premier semestre 2010, puisque les flux de capitaux observés depuis la fin de la crise, pour importants qu'ils soient, ont dans un premier temps essentiellement compensé les sorties liées à la crise. Les choses pourront se révéler différentes si les importantes entrées de capitaux du troisième trimestre 2010 se poursuivent ;
- la demande de fonds prêtables a significativement augmenté, puisque les marchés domestiques de capitaux se sont développés dès la fin de la crise, notamment les marchés destinés aux entreprises en Asie et aux banques au Brésil (*letras financeiras*). Des

émissions d'actions importantes ont également eu lieu sur les marchés boursiers de plusieurs grands pays émergents (notamment au Brésil). Ce développement des marchés de capitaux et ces émissions de titres facilitent l'absorption des flux de capitaux et réduit le risque de formation de bulles ;

- les banques centrales de la plupart des grands pays émergents ont supprimé les mesures exceptionnelles de soutien à la liquidité qui avaient été mises en place pendant la crise. Les coefficients de réserves obligatoires ont ainsi été significativement relevés en Chine, en Inde et au Brésil.

2.3 L'instabilité des flux de capitaux se traduit par une forte variabilité des taux de change des pays où les devises sont en flottement et un accroissement des réserves de changes dont la stérilisation est coûteuse

L'achat par les non-résidents d'actifs en monnaie locale représente souvent une part importante des entrées de capitaux dans les pays émergents. Or, ces flux se traduisent par des pressions à l'appréciation du taux de change, face à laquelle plusieurs types de réactions de la Banque centrale sont possibles.

La Banque centrale peut intervenir sur le change afin de retarder son appréciation, mais au prix de trois difficultés :

- les interventions de change peuvent se révéler inefficaces et favoriser la spéculation sur une appréciation ultérieure de la devise ;
- cette stratégie peut conduire à une accumulation excessive de réserves de change de la Banque centrale si celles-ci sont déjà suffisantes, ce qui est le cas pour de nombreux pays⁶. Cette accumulation de réserves comporte un coût d'opportunité, lié au faible taux d'intérêt que rapportent les actifs de réserve au regard du rendement que pourrait générer l'investissement de ces sommes dans l'économie domestique ;
- ces interventions de change, qui consistent à acheter des devises étrangères, créent mécaniquement de la monnaie. Pour éviter que cette création de monnaie n'ait à terme des effets inflationnistes, une stérilisation est nécessaire, par la vente de titres en monnaie locale par la Banque centrale⁷. Ces ventes de titres permettent d'absorber la liquidité excédentaire en monnaie locale. Toutefois, l'opération est coûteuse, puisque les titres vendus portent un taux d'intérêt souvent élevé, pour être attractifs. Or, les réserves de change qui sont détenues sont placées majoritairement dans des actifs sans risque, qui rapportent peu. Cet écart de rendement peut donc représenter un coût financier important pour la Banque centrale.

(5) Les PER corrigés du cycle sont calculés en supposant que les bénéfices observés peuvent être décomposés en une composante cyclique (observable), qui dépend d'un indicateur avancé du cycle, ici l'indicateur composite de l'OCDE, et une composante permanente (non observable). Le modèle est estimé par le filtre de Kalman. Pour plus de détails sur la méthode d'estimation, se reporter à Montagné F. (2007). « Valorisation des actions et des marchés boursiers par la méthode des multiples », *Trésor-Éco* n°22, octobre.

(6) Cf. Colliac S. et Rebillard C. (2011). « Évolution des réserves de change dans les pays émergents et stratégies d'accumulation », *Trésor-Éco*, à paraître.

(7) Cette problématique n'est pas très différente dans les régimes de changes fixes et dans les régimes de change flexibles, dans la mesure où les pays émergents interviennent fortement sur le change y compris lorsque leurs régimes de change sont flexibles.

Certes, la Banque centrale peut laisser le taux de change s'apprécier. Toutefois, ceci est à son tour susceptible de poser plusieurs problèmes :

- un premier risque est que le taux de change entre dans un cycle d'appréciation qui conduise à une surévaluation, réduisant la compétitivité du pays. En effet, l'appréciation du change accroît les rendements *ex post* des investissements des non-résidents, ce qui a tendance à engendrer une augmentation des entrées de capitaux.
- de façon plus spécifique, un cycle d'appréciation du change peut également comporter des risques pour les résidents dans la mesure où, dans un cadre pru-

dentiel trop permissif, ces derniers peuvent être conduits à prendre des positions excessives sur les dérivés de change, en pariant sur une poursuite de l'appréciation. Un retournement de tendance sur le change peut alors engendrer des pertes importantes pour ces résidents, phénomène notamment observé au Brésil à l'automne 2008. Plus largement, lors de retournements de tendance de ce type, le débouclage des positions prises sur les dérivés de change peut accentuer la dépréciation et lui donner un caractère brutal, comme dans plusieurs pays émergents à l'automne 2008 et, à nouveau, en mai 2010.

3. L'accroissement des flux de capitaux vers les pays émergents a conduit une partie d'entre eux à prendre des mesures afin de mieux les réguler, ce qui a réouvert le débat sur les contrôles de capitaux

Les pays dont le taux de change s'apprécie le plus, en réponse aux entrées de capitaux, sont ceux qui sont en déficit courant (Brésil, Afrique du Sud et Turquie notamment). Dans ces pays, dont le régime de change est flexible, les interventions de change sont largement inopérantes. La régulation des mouvements de capitaux peut alors apparaître comme une option intéressante afin de limiter les entrées de capitaux et d'en modifier la structure.

3.1 Certains pays émergents, en particulier le Brésil, ont récemment mis en place des contrôles de capitaux, tandis que d'autres pays maintiennent ce type de mesures de plus longue date

Plusieurs pays restreignent de manière structurelle les entrées de capitaux. Ils le font soit par l'intermédiaire de contrôles administratifs stipulant des limites sur l'investissement maximal que peuvent effectuer des non-résidents (Chine, Inde⁸), soit par l'intermédiaire d'un dépôt obligatoire non rémunéré à la Banque centrale (Argentine⁹).

Les contrôles administratifs relèvent d'une fermeture partielle du compte de capital. Celle-ci doit être distinguée des mesures qui pénalisent certaines entrées de capitaux tout en conservant un compte de capital ouvert. Ces dernières sont plus flexibles, plus souples à mettre en œuvre, puis à retirer. Ceci explique que les pays qui optent pour cette solution (Brésil, par exemple) ont été capables d'introduire des mesures de contrôles lorsque les flux de capitaux ont fortement augmenté en 2007-2008, de les retirer à l'orée de la crise, puis de les introduire à nouveau lorsque les entrées de capitaux ont de nouveau été très fortes.

Différentes formes de régulation des mouvements de capitaux s'offrent aux pays émergents qui souhaitent réduire les flux de capitaux entrants nets.

Certains pays ont mis en œuvre des mesures destinées à pénaliser de manière circonstancielle le rendement des stratégies d'arbitrage. Ce type de contrôles vise à contre-carrer des entrées de capitaux considérées comme temporairement élevées. Cela peut recouvrir une taxe sur les entrées de capitaux (Brésil, cf. encadré 1) ou des exigences de réserves obligatoires sur les dépôts bancaires plus élevées pour les non-résidents que pour les résidents (Pérou).

Une autre stratégie (éventuellement complémentaire) consiste à alléger des contrôles préexistants sur les sorties de capitaux, ce qui permet de favoriser l'investissement des résidents à l'étranger et, ainsi, de contrebalancer les flux entrants (Malaisie, Thaïlande, Afrique du Sud).

Une autre possibilité est de mettre fin à des mesures préférentielles dont bénéficiaient les investisseurs étrangers. Il ne s'agit pas de contrôles de capitaux, puisque le régime applicable aux non-résidents, auparavant plus favorable, est aligné sur celui des résidents. La Thaïlande a procédé ainsi en octobre 2010, en élargissant aux non-résidents sa taxe de 15 % sur les flux d'intérêts et les plus-values en capital.

Enfin, des mesures prudentielles peuvent agir sur la nature et le volume des flux de capitaux. En particulier, la limitation de l'exposition maximale des résidents sur les dérivés de change, décidée en juin 2010 en Corée et en Indonésie, a pour objectif d'éviter que des cycles auto-réalisateurs ne s'enclenchent entre les anticipations d'appréciation du change, les entrées de capitaux et le rendement *ex post* de ces investissements.

(8) En Inde, ces limites sont applicables aux titres de dette. Le ministère des finances a cependant récemment relevé le plafond annuel pour les investissements étrangers en bons du Trésor indiens de 5 à 10 Mds USD et celui pour les investissements étrangers en obligations *corporates* de 15 à 20 Mds USD.

(9) Par le passé, le Chili (système dit d'encaje) et la Colombie (2007-2008) ont été deux autres exemples de ce type de contrôles.

Encadré 1 : les contrôles de capitaux mis en place au Brésil

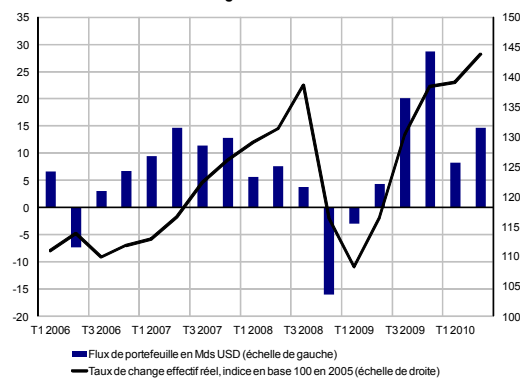
Le Brésil a fait partie des pays qui ont le plus attiré de capitaux depuis le printemps 2009. Cependant, la structure de ces entrées de capitaux pose davantage de problèmes que lors de la précédente phase de fortes entrées (2007/2008), dans la mesure où la part des flux de portefeuille est beaucoup plus forte qu'auparavant. Cela ne semble pas avoir généré de bulles sur le prix des actifs (voir 2.2), mais cela a entraîné une appréciation du real (cf. graphique 5).

Les importants flux de portefeuille entrants et l'appréciation du real qu'ils ont générée ont conduit le gouvernement brésilien à mettre en place des contrôles de capitaux. Il s'agit d'une version élargie de la taxe qui avait prévalu entre mars et octobre 2008. Elle concerne désormais l'ensemble des flux de portefeuille, autant les titres de dette que les actions, et a été établie à 2 % en octobre 2009.

Elle a été élargie aux ADRs (*American Depositary Receipts*), qui sont cotés à New York et qui sont convertibles en actions brésiliennes, avec un taux de 1,5 %, dans la mesure où l'achat d'ADRs permettait de contourner la taxe. Toutefois, les non-résidents pouvaient toujours investir au Brésil en pariant sur l'appréciation du real par le biais des prêts intra-groupes, non assujettis à la taxe car ils sont comptabilisés dans les investissements directs étrangers (IDE), par celui des prêts en devises aux résidents brésiliens ou par l'utilisation des dérivés de change. Le mouvement d'appréciation du real s'est depuis lors poursuivi^a.

Le gouvernement a donc décidé, en octobre 2010, d'alourdir de 2 à 6 % la taxe sur les achats par les non-résidents de titres de dette en monnaie locale émis au Brésil. La taxe sur les dépôts de garanties appliquée aux investissements des non-résidents sur les contrats de *futures* (dérivés de change) est passée de 0,38 % à 6,00 %. Les premiers effets de ce lourd renforcement des contrôles semblent avoir été un accroissement des *spreads* (de près de 60 point de base dans les premiers jours) et la reprise des émissions en real par le gouvernement sur les marchés euro-obligataires (non concernés par la taxe). L'effet sur le taux de change est difficile à cerner, dans la mesure où un resserrement des taux directeurs chinois intervenu le lendemain de l'annonce du renforcement des contrôles a favorisé une dépréciation modérée de l'ensemble des devises émergentes.

Graphique 5 : intensité des flux de portefeuille et évolution du taux de change réel au Brésil



Sources : Banque des Règlements Internationaux (BRI), FMI.

a. Cette appréciation provient également en partie des entrées de capitaux liées à la forte augmentation de capital de *Petrobras*.

3.2 La régulation des mouvements de capitaux fait partie des solutions qui permettent de faire face à ces fortes entrées de capitaux et à leur instabilité

Les contrôles de capitaux sont une forme de réponse à des entrées de capitaux importantes, mais ils ne sont pas la seule. En particulier, si ce sont les politiques économiques qui attirent ces capitaux, une réponse souhaitable peut être de les corriger avant de mettre en œuvre des contrôles, notamment en durcissant la politique budgétaire et/ou en abaissant les taux d'intérêt. En outre, ces entrées de capitaux peuvent favoriser des évolutions nécessaires telles qu'une appréciation du change (pour les pays en excédent courant) et/ou un accroissement des réserves de change (pour les pays, notamment d'Europe émergente, qui en ont manqué lors de la crise récente).

Selon le FMI¹⁰, des contrôles de capitaux pourraient être pertinents lorsque les circonstances suivantes viennent à être réunies :

- les taux d'intérêt ne peuvent être abaissés sans créer de tensions inflationnistes ;

- le niveau des réserves de change est adéquat et son accroissement induirait une aggravation des déséquilibres mondiaux ;
- la monnaie du pays n'est pas sous-évaluée et son appréciation détériorerait la compétitivité de son industrie à l'exportation ;
- la Banque centrale ne peut pas stériliser l'ensemble des liquidités liées à l'entrée de capitaux, que le coût en soit trop élevé ou que le marché soit trop étroit ;
- les entrées de capitaux ne sont pas causées par la politique budgétaire ;
- les entrées de capitaux sont jugées transitoires, l'efficacité des contrôles de capitaux ne se prolongeant pas au-delà du court terme.

Si la plupart de ces conditions sont réunies, l'introduction de contrôles de capitaux est une option pertinente de politique économique et, en complément, la réglementation prudentielle doit être renforcée afin de limiter l'emprunt en devises.

(10) Cf. Ostry J.D., Ghosh A.R. et alii (2010). "Capital Inflows: The Role of Controls", *IMF Staff Position Note* SPN/10/04, Février. Des travaux académiques ont par ailleurs tendu à montrer que des contrôles de capitaux peuvent se révéler pertinents, dont : Jeanne O. & Korinek A., (2010). "Excessive Volatility in Capital Flows: A Pigouvian Taxation Approach", *American Economic Review*, American Economic Association, vol. 100(2), pages 403-07, May.

Au regard de ces éléments assez consensuels, les stratégies que devraient suivre les pays émergents pourraient se résumer aux éléments suivants :

- les pays en excédent courant (Asie émergente, essentiellement) devraient laisser leur devise s'apprécier par rapport à celle des pays en déficit courant, avant d'envisager la mise en place de contrôles ;
- les pays en déficit courant doivent en priorité consolider leur budget et ne recourir qu'en dernier ressort à des contrôles de capitaux.

Enfin, un renforcement de ces contrôles par des mesures unilatérales dans certains pays comporte le risque de détourner une partie des flux vers d'autres pays émergents, qui seraient conduits à décider de mesures similaires, avec le risque d'entrer dans un cycle de restriction

exagérée aux mouvements de capitaux. Il comporte également le risque de justifier des mesures qui relèveraient plus du protectionnisme financier (par exemple des restrictions aux investissements directs étrangers) que du pilotage macroéconomique, avec le risque de mesures de rétorsions des pays partenaires. Un cadre de coordination et un corpus de normes communes permettant d'encadrer la mise en œuvre de contrôles de capitaux seraient, dans cette optique, utiles.

Fabrice BERTHAUD, Antoine BOUVERET,

Stéphane COLLIAC

Éditeur :

Ministère de l'Économie,
des Finances et de l'Industrie

Direction générale du Trésor
139, rue de Bercy
75575 Paris CEDEX 12

Directeur de la Publication :

Benoît COEURÉ

Rédacteur en chef :

Jean-Philippe VINCENT
(01 44 87 18 51)
tresor-eco@dgtresor.gouv.fr

Mise en page :

Maryse DOS SANTOS
ISSN 1777-8050

Derniers numéros parus**■ Février 2011**

n°84. Facteurs explicatifs des évolutions récentes des défaillances d'entreprises : une analyse économétrique
Cathy DOLIGNON

Janvier 2011

n°83. Impact de la crise sur l'emploi et les salaires en France
José BARDAJÍ

Décembre 2010

n°82. Convergence et déconvergence des niveaux de vie des Nouveaux États membres de l'UE
Zima KAMMOURIEH

http://www.tresor.bercy.gouv.fr/TRESOR_ECO/tresoreco.htm