

## Chapitre 6

# TIRER LE MEILLEUR PARTI DES FLUX DE CAPITAUX INTERNATIONAUX

## Introduction et résumé

**La mondialisation financière a des avantages et des inconvénients**

L'intégration financière mondiale favorise en principe la croissance à long terme grâce à une meilleure allocation internationale de l'épargne et de l'investissement. Mais elle peut aussi compliquer la gestion macroéconomique, comme plusieurs pays émergents en font actuellement l'expérience, en raison de la transmission internationale plus rapide des chocs ainsi que des risques accrus de surchauffe, de cycles de flambée suivie d'un effondrement du crédit et des prix des actifs, et d'inversions brutales des entrées de capitaux.

**Ce chapitre examine comment les politiques publiques pourraient influencer sur la mondialisation financière**

Ce chapitre a un double but : d'abord, analyser les moteurs à long terme de l'intégration financière mondiale et des flux internationaux de capitaux ; ensuite, évaluer les vulnérabilités qui en résultent. Il examine en particulier comment les politiques publiques peuvent contribuer à tirer le meilleur parti des flux de capitaux internationaux à la fois en favorisant l'intégration financière mondiale et en limitant les risques qui y sont liés, conformément à l'objectif du G20 de promouvoir une croissance mondiale forte, durable et équilibrée. Une attention particulière est accordée au rôle potentiel des politiques structurelles – définies au sens large de manière à inclure le développement des marchés financiers, la qualité générale des réglementations ainsi qu'une réglementation des marchés de produits propice à la concurrence et des politiques du marché du travail favorables à l'emploi – et à la façon dont elles pourraient compléter des politiques macroéconomiques saines ainsi que les réformes financières, prudentielles et macroprudentielles en cours ; lesquelles, même si cet aspect n'est pas exploré ici, jouent un rôle clé dans la réduction des vulnérabilités financières (voir encadré 6.1). Les principales conclusions de l'analyse sont les suivantes<sup>1</sup> :

**Des réformes structurelles pourraient contribuer à orienter les flux de capitaux vers les économies émergentes**

- Les politiques structurelles en place sont d'importants déterminants à long terme des flux de capitaux, car elles ont un effet relativement prononcé sur les positions extérieures nettes et brutes. Des réformes structurelles favorables à la croissance pourraient aider à atténuer les déséquilibres mondiaux en réduisant les sorties nettes de capitaux des pays affichant des positions extérieures nettes fortement positives, tout en étayant la croissance à long terme de ces pays. C'est le cas en particulier des pays émergents où les marchés financiers ne sont pas

1. Ce chapitre repose sur une analyse empirique dont une description précise est présentée dans trois documents de travail de référence: Furceri et al. (2011a, b et c).

### Encadré 6.1. Comment les pays devraient-ils réagir à des entrées de capitaux importantes ?

Alors que globalement les capitaux vont plutôt des pays en développement et émergents vers les pays avancés, un certain nombre de pays émergents sont actuellement confrontés à des entrées de capitaux importantes. Au vu des données les plus récentes (mais qui ne sont parfois disponibles que jusqu'au troisième trimestre 2010), les entrées brutes semblent avoir retrouvé ou dépassé leur niveau antérieur à la crise dans plusieurs pays, dont l'Afrique du Sud, l'Argentine, le Brésil, la Colombie, l'Indonésie et le Mexique, où elles représentent déjà quelque 5 % du PIB, ainsi qu'au Chili et en Turquie où elles atteignent 8 à 9 % du PIB. Des entrées de capitaux aussi massives posent un véritable défi macroéconomique à ces pays, parce qu'elles créent des risques d'appréciation excessive du change et de flambées du crédit suivies d'un effondrement, mais aussi d'une interruption soudaine de ces flux.

Il ressort de l'analyse présentée dans ce chapitre que des réformes structurelles, tout en favorisant les flux transfrontaliers globaux, pourraient limiter la fragilisation résultant des entrées de capitaux en améliorant leur composition, avec davantage d'investissements directs et moins d'endettement. Toutefois, il faut généralement du temps pour que tous les effets des réformes structurelles se matérialisent et elles ne peuvent être que des compléments d'autres mesures ayant un effet plus immédiat sur les entrées importantes de capitaux et leurs conséquences.

À court terme, les politiques macroéconomiques ont un rôle essentiel à jouer. Laisser le taux de change s'apprécier et resserrer la politique budgétaire pourrait permettre de modérer la hausse de la demande et les pressions inflationnistes générées par les entrées de capitaux tout en diminuant l'attrait des entrées de capitaux. Mais ces principes généraux doivent être adaptés aux spécificités nationales, lesquelles risquent en pratique de limiter la marge de manœuvre : il se peut que le taux de change soit déjà surévalué, ou que l'orientation de la politique budgétaire soit déjà stricte. Choisir l'orientation de la politique monétaire est une tâche encore plus complexe parce que des taux d'intérêt plus élevés risquent d'attirer plus d'entrées de capitaux alors qu'une orientation plus accommodante risque de nourrir les pressions inflationnistes et les bulles sur les marchés d'actifs. Plusieurs facteurs doivent donc être pris en compte pour la réponse de la politique monétaire et notamment le risque de bulles sur les marchés d'actifs ou du crédit et le risque de désancrage des anticipations d'inflations. Quelle que soit la latitude en matière de politique macroéconomique, il y a sûrement une place pour des mesures macro et microprudentielles visant de manière générale à freiner les prises de risques excessives mais aussi à cibler des secteurs ou des catégories d'actifs spécifiques, selon la nature précise des entrées de capitaux et des risques qu'elles créent.

Accumuler des réserves en devises pour stabiliser le taux de change s'avère le plus souvent onéreux et pas toujours efficace ; il convient donc de s'en abstenir sauf si les réserves sont insuffisantes d'un point de vue d'autoassurance, bien que ce concept ait évolué (voir encadré 6.3). L'accumulation de réserves peut aussi se justifier quand la monnaie nationale est déjà largement surévaluée et expose le secteur exportateur à de sérieux risques.

La question du contrôle des mouvements de capitaux est de plus en plus débattue (voir par exemple Ostry *et al.*, 2010 : FMI, 2010b : FMI, 2011), plusieurs pays y ayant actuellement recours, alors même que leur efficacité n'apparaît toujours pas clairement établie et qu'ils créent des distorsions si on les maintient indéfiniment. En tout état de cause, ils ne doivent être considérés qu'en dernier ressort, et comme solution temporaire, et doivent de préférence être soumis à une surveillance multilatérale comme celle qui s'exerce dans le cadre du *Code de libération des mouvements de capitaux* élaboré par l'OCDE.

suffisamment développés et limitent la capacité des économies à absorber les capitaux intérieurs et étrangers, mais aussi des pays émergents et avancés où des distorsions internes diminuent le rendement du capital corrigé des risques.

**Une combinaison de mesures structurelles et macroéconomiques est de nature à réduire les vulnérabilités**

- Des entrées massives de capitaux sont associées à un risque plus élevé de flambées du crédit, de crises financières et d'arrêts brutaux des flux de capitaux, mais les politiques macroéconomiques et structurelles peuvent compléter les nécessaires réformes financières et prudentielles en cours, en limitant ces vulnérabilités. Des politiques macroéconomiques appropriées, consistant notamment à laisser le taux de change s'apprécier ou à durcir la politique budgétaire, peuvent aider à réduire l'ampleur du cycle du crédit durant une phase d'entrées massives de capitaux. Il apparaît aussi que des politiques structurelles favorables à la croissance, tout en suscitant des entrées nettes plus abondantes, peuvent en modifier la composition au profit de sources de financement qui sont normalement jugées plus stables et plus productives. Une réglementation des marchés de produits plus propice à la concurrence, une protection de l'emploi moins stricte, des institutions de meilleure qualité et une plus large ouverture du compte de capital vont généralement de pair avec une augmentation de la part de l'investissement direct étranger (IDE) dans les entrées de capitaux et avec une diminution de la part des prêts. Une telle composition est susceptible de réduire la probabilité d'une flambée du crédit mais aussi de crises bancaires, monétaires et de balance des paiements.

**Le contrôle des mouvements de capitaux peut aussi éventuellement jouer un rôle**

- Certaines formes de contrôle des mouvements de capitaux pourraient également jouer un rôle, à condition d'être conçu de manière à réduire au minimum les distorsions qui en résulteraient pour les investissements à long terme et les activités courantes des entreprises ; néanmoins, il serait préférable de les soumettre à une surveillance multilatérale du type de celle qui s'exerce dans le cadre du *Code de libération des mouvements de capitaux* élaboré par l'OCDE.

**Il faut traiter le problème de la forte accumulation de réserves de change dans certains pays**

- Les réserves internationales peuvent aider les pays à se protéger des crises financières dues à des sorties de capitaux, mais dans certains pays l'accumulation de réserves de change a atteint des niveaux allant bien au-delà du comportement moyen observé par le passé et lié à des objectifs de lissage du financement des échanges et d'autoassurance contre les sorties de capitaux ; cette accumulation est devenue un important facteur des flux de capitaux en provenance des pays émergents et à destination des pays à haut revenu. Dans la mesure où un excès de réserves dénote un manque de confiance dans les dispositifs internationaux de sécurité financière, leur amélioration, qui est déjà à l'ordre du jour du G20, est indispensable.

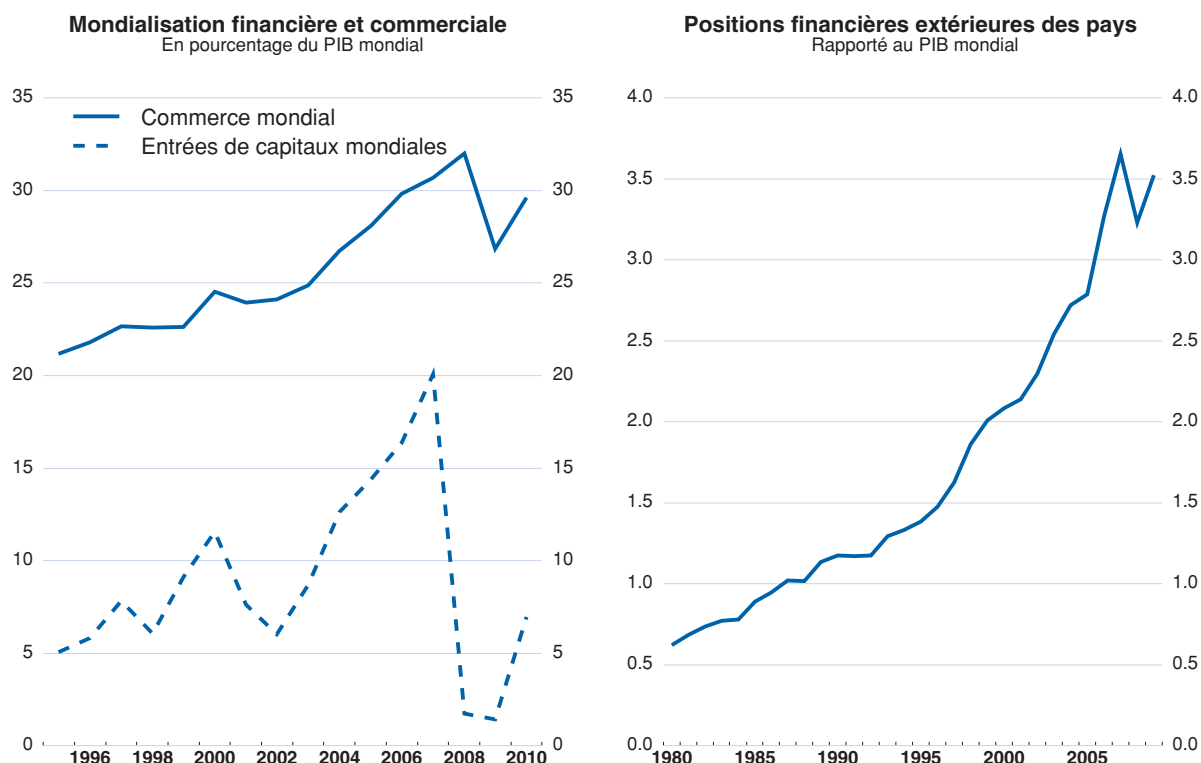
## **Principaux déterminants de l'intégration financière mondiale**

### ***Les flux financiers ont repris après la crise***

**Les flux financiers se sont effondrés pendant la crise**

Après avoir atteint des points hauts historiques à la mi-2007, les flux internationaux de capitaux se sont effondrés pendant la crise financière (graphique 6.1). Du milieu de 2007 à septembre 2008, la contraction a touché

Graphique 6.1. Mondialisation financière



Note : Voir la note de bas de page 2 pour plus de détails sur les statistiques des flux de capitaux. Les positions financières extérieures des pays sont estimées à l'aide des données trimestrielles disponibles. Mesurée par la somme absolue des actifs et engagements extérieurs bruts de tous les pays (tirées de Lane et Milesi Ferretti 2007 et de FMI-BOPS après 2004) en pourcentage du PIB mondial (tiré des Perspectives de l'économie mondiale du FMI).

Source : Statistiques de la balance des paiements du FMI ; base de donnée des Perspectives de l'économie mondiale du FMI, Lane et Milesi-Ferretti (2007) ; base de données n° 89 des Perspectives économiques de l'OCDE ; calculs de l'OCDE.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932424928>

principalement les flux bancaires internationaux des pays de l'OCDE (voir Milesi-Ferretti et Tille, 2010 pour une description plus détaillée). Mais la faillite de Lehman Brothers en septembre 2008 a provoqué un repli plus généralisé des flux de capitaux internationaux, démontrant la complexité et la rapidité de la transmission internationale des chocs financiers ainsi que la fragilité financière qui résulte de l'accroissement de ces flux.

### Leur reprise n'est pas générale

Les flux de capitaux reprennent partiellement depuis le printemps 2009, mais de façon très disparate. Ils sont principalement alimentés par un rebond des investissements de portefeuille des pays avancés dans les pays émergents, qui ont fait montre d'une grande résilience face à la crise mondiale et qui sont apparus sous-représentés dans les portefeuilles internationaux (voir en particulier Suttle *et al.*, 2010). C'est pourquoi en 2010, même si les flux transfrontaliers globaux sont restés bien inférieurs à leurs niveaux d'avant la crise, plusieurs pays – notamment le Chili, la Corée, le Mexique et la Turquie dans la zone OCDE et quelques grandes économies émergentes – ont été confrontés à de fortes entrées de capitaux.

### **L'intégration financière internationale dans les années 2000 et ses principaux facteurs**

**L'intégration financière mondiale s'accélérait avant la crise sous l'effet...**

L'intégration financière internationale s'est accélérée dans la décennie précédant la crise. Le montant annuel des flux transfrontaliers bruts a augmenté considérablement pour passer d'environ 5 % du PIB mondial au milieu des années 90 à quelque 20 % en 2007<sup>2</sup>. En conséquence, le degré d'ouverture financière internationale (mesuré par la somme des actifs et engagements extérieurs des pays en pourcentage du PIB) a plus que doublé au cours de cette période, pour passer de 150 % à 350 % du PIB mondial en 2007, avec une nette accélération durant les années 2000 (graphique 6.1). Cette accélération de l'intégration financière mondiale a reflété une combinaison de divers facteurs conjoncturels et structurels :

**... de l'innovation et du développement financiers...**

- La poursuite de l'innovation et du développement financiers aussi bien dans les économies émergentes que dans les économies développées a accéléré l'intégration financière mondiale. Le vif essor des activités bancaires internationales, couplé à l'extension des intérêts étrangers dans les institutions financières, et la tendance croissante de ces dernières à se financer sur les marchés de capitaux internationaux ont joué un rôle important, surtout dans la période antérieure à la crise. Selon la BRI, le montant des avoirs et des engagements extérieurs des banques, exprimé en pourcentage du PIB mondial, est passé de quelque 30 % en 1990 à environ 60 % en 2007, l'essentiel de cette hausse ayant eu lieu dans les années 2000 (voir Milesi-Ferretti et Tille, 2010). Ces activités étaient surtout concentrées dans les économies avancées.

**... d'une plus grande ouverture des comptes de capital...**

- La réduction des contrôles de capitaux à l'échelle mondiale a également joué un rôle majeur dans cette évolution (voir l'encadré 6.2 sur les problèmes de mesure de l'ouverture du compte de capital). Sur la base des indicateurs disponibles, les pays de l'OCDE à revenu élevé se situent

2. Les séries de flux internationaux utilisées ici proviennent du compte financier des *Statistiques de la balance des paiements du FMI (FMI-BOPS)*. En termes stricts, selon le *Manuel de la balance des paiements du FMI*, les flux désignés tout au long du chapitre par les termes « flux de capitaux » devraient être appelés « flux financiers ». Les flux transfrontaliers annuels sont mesurés par l'acquisition d'actifs à l'étranger (achats étrangers d'actions et de titres d'emprunt, prêts et dépôts transfrontaliers et investissement direct étranger [IDE]), les transactions étant comptabilisées en termes nets et séparément pour les actifs et passifs financiers (autrement dit, les transactions nettes sur actifs financiers représentent les acquisitions d'actifs moins les réductions d'actifs, et non les actifs moins les passifs). L'IDE est défini d'après la *Définition de référence de l'OCDE des investissements directs internationaux*. Dans ce chapitre, les entrées ou sorties brutes de capitaux se réfèrent soit au crédit (entrées brutes, c'est-à-dire accroissement net des passifs) soit au débit (sorties brutes, c'est-à-dire achat net d'actifs), tandis que les sorties « nettes » de capitaux désignent la différence entre les entrées brutes et les sorties brutes. Les stocks d'actifs et de passifs utilisés ici sont tirés de l'étude Milesi-Ferretti (2007) avant 2004 et des positions d'investissement international FMI-BOPS après 2004. Ils reflètent à la fois les flux annuels cumulés d'actifs et de passifs et les effets de valorisation, y compris les variations de change.

### Encadré 6.2. Problèmes de mesure du degré d'ouverture du compte de capital

#### La mesure du degré d'ouverture du compte de capital dans les différents pays est une tâche difficile

La mesure du degré d'ouverture du compte de capital utilisée dans ce chapitre et dans les documents de travail de référence est l'indice Chinn-Ito calculé à l'aide des composantes principales extraites des mesures désagrégées des restrictions du compte de capital et du compte des opérations courantes décrites dans le rapport annuel du FMI sur les régimes et restrictions de change (*Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions, AREAER*) (voir Chinn et Ito, 2008). Il s'agit de l'indicateur le plus couramment utilisé dans les études empiriques récentes. Il est disponible pour 120 pays avancés et émergents dans les années 2000 (pour environ 75 pays dans les années 70). L'indice varie de -2 à +2.5, des valeurs plus élevées dénotant une plus grande ouverture. Des séries de données plus désagrégées ont été construites récemment à partir de la même source ; ainsi, l'étude de Schindler (2009) contient des informations plus désagrégées sur les restrictions portant sur les entrées et sorties de capitaux et sur les niveaux relatifs des contrôles par catégories d'actifs.

Les limites de ces indicateurs et d'autres mesures fondées sur l'AREAER sont résumées dans Kose *et al.* (2006). Premièrement, l'AREAER se focalise sur les restrictions associées aux opérations de change et ne traduit pas nécessairement totalement le degré d'ouverture du compte de capital. De plus, en tant que mesure *de jure*, cet indicateur ne prend pas en compte le degré d'application des mesures de contrôle des capitaux, qui peut varier au fil du temps. Troisièmement, certaines réglementations non recensées comme des contrôles peuvent agir de la sorte. Tel peut être le cas, par exemple, des réglementations prudentielles limitant l'exposition des banques nationales au risque de change.

#### Utilisation du Code de l'OCDE de la libération des mouvements de capitaux

Autre source potentielle d'information sur le degré d'ouverture du compte de capital : la position des pays à l'égard du Code de l'OCDE de libération des mouvements de capitaux (OCDE, 2010). Cette source offre une couverture beaucoup plus complète des restrictions portant sur le compte de capital et concernant les investissements directs, la liquidation d'investissements directs, les opérations immobilières, les opérations sur titres sur les marchés de capitaux, les opérations sur les marchés monétaires, les instruments négociables et les créances non matérialisées par un titre, les titres d'organismes de placement collectif, les crédits directement liés à des transactions commerciales internationales ou à la prestation de services internationaux, les crédits et prêts financiers, les cautionnements, garanties et lignes de crédit de substitution, les comptes de dépôts, les opérations en monnaie étrangère, l'assurance-vie, les mouvements de capitaux de caractère personnel, les mouvements matériels de capitaux et la cession de fonds bloqués appartenant à des non-résidents. Toutefois, étant donné le caractère jusqu'ici limité du nombre de pays couverts, le Code n'a pas encore été exploité. Avec un plus grand nombre de pays couverts, le Code ou un instrument international similaire pourrait donc servir d'étalon pour évaluer le degré de libéralisation atteint par chaque pays à l'égard des mouvements de capitaux.

À l'heure actuelle, le Code est un instrument contraignant pour les 34 pays membres de l'OCDE et permet aux pays de poursuivre une libéralisation progressive, en fonction de leur niveau de développement économique. Tout pays adhérent bénéficie des mesures de libéralisation des autres adhérents, indépendamment de son propre degré d'ouverture et les pays de l'OCDE en ont unilatéralement étendu le bénéfice à tous les membres du FMI. Le Code offre une certaine latitude pour faire face à des situations de volatilité des capitaux à court terme, avec notamment l'instauration de contrôles sur les flux de capitaux à court terme et le rétablissement de contrôles sur d'autres opérations en cas de graves difficultés de balance des paiements ou de graves troubles financiers. Afin d'éviter une politique du chacun pour soi, ou des soupçons à cet égard, qui pourraient susciter des contre-mesures, le Code prévoit un processus établi de coopération internationale, géré et contrôlé par l'intermédiaire d'un forum, où chaque pays peut expliquer ses politiques et soulever des questions sur les politiques des autres pays.

L'adhésion au Code de l'OCDE de libération des mouvements de capitaux est ouverte aux pays non membres de l'OCDE.

généralement dans le quartile supérieur de la distribution du degré d'ouverture du compte de capital, mais la libéralisation de ce compte au cours de la décennie écoulée a revêtu à peu près la même ampleur dans les pays de l'OCDE à revenu élevé et dans les économies émergentes. Parmi les pays émergents, l'impulsion est venue principalement des pays d'Amérique latine et des pays d'Europe centrale et orientale.

**... de l'internationalisation des échanges...**

- La croissance rapide des échanges a également contribué à l'intégration financière mondiale par la création de crédits commerciaux et de contrats d'assurance à l'exportation. Toutefois, les flux internationaux de capitaux ont augmenté près de trois fois plus que le commerce mondial entre 1994 et 2007.

**... de l'intégration financière européenne...**

- Dans les pays avancés, après la création de l'euro, l'élimination de la prime de risque de change au sein de la zone euro a contribué à une intégration financière européenne plus poussée (voir Lane, 2010 et Waysand et al., 2010).

**... de l'attrait croissant des pays émergents**

- Les opportunités d'investissements se sont multipliées dans de nombreuses économies émergentes, qui ont aussi bénéficié d'une nette diminution du biais domestique, même si la plupart des flux continuent de se produire entre les pays avancés.

**... et de facteurs cycliques**

- L'impact de ces changements structurels a été exacerbé jusqu'en 2007 par des facteurs cycliques, notamment une période prolongée de faiblesse des taux d'intérêt dans les pays avancés et une épargne exceptionnelle des pays exportateurs de produits de base.

**Le développement financier ainsi que l'ouverture des comptes de capital et des échanges ont été des éléments déterminants**

L'analyse empirique des déterminants à long terme du degré d'ouverture financière dans les différents pays confirme le rôle de ces facteurs et en particulier du développement financier, du degré d'ouverture du compte de capital et des échanges en tant que principaux facteurs à long terme des flux mondiaux de capitaux (voir Furceri et al, 2011a). Ces trois variables prises ensemble expliquent pour plus de moitié la variation de l'intégration financière d'un pays à l'autre et au fil du temps. À l'avenir, les facteurs qui étaient à l'origine de la progression générale des flux financiers avant la crise recommenceront probablement à jouer.

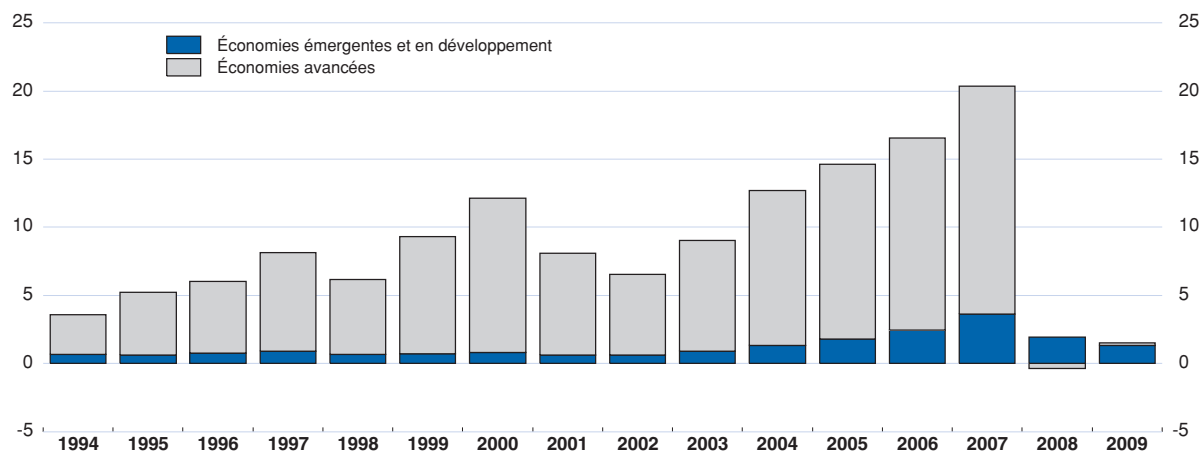
**Pendant la période antérieure à la crise, les flux bancaires au sein des pays avancés jouaient un rôle dominant**

La principale contribution à l'accélération de l'intégration financière mondiale dans les années 2000 a été le fait des pays avancés (graphique 6.2) et en particulier des opérations bancaires, en raison, on l'a vu, de la montée des participations étrangères dans les établissements financiers et du fait que ceux-ci ont fait davantage appel aux marchés internationaux pour leur financement. Les pays ayant d'importantes positions créditrices ou débitrices, et dans lesquels les banques jouaient un grand rôle, ont été les plus affectés par la crise financière. Au cours des deux dernières années, la plupart des pays et des juridictions ont pris des




Graphique 6.2. **Les pays avancés ont alimenté les flux internationaux**

Pourcentage du PIB mondial



Note : Moyenne des flux totaux d'entrées et sorties de chaque région (chacun étant calculés comme la somme des flux enregistrés par chaque pays) rapportée au PIB mondial; les pays avancés sont ceux définis comme tels par le FMI. Voir la note 2 pour plus de détails sur les statistiques des flux de capitaux.

Source : Statistiques de la balance des paiements du FMI ; calculs de l'OCDE.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932424947>

initiatives dans le but de reformer la réglementation financière et de remédier aux déficiences qui ont mené à la crise. Ces réformes auront sans doute une certaine incidence sur les mouvements de capitaux, qui pourraient ne pas retrouver leur niveau d'avant la crise, surtout ceux entre les pays avancés. Le durcissement des règles de liquidité et de financement ainsi que les réglementations destinées à limiter les effets de levier dans les banques et leur exposition au risque de change (qui résulte notamment de Bâle III) sont susceptibles de freiner la reprise des flux bancaires internationaux.

### La contribution des économies émergentes aux flux internationaux a augmenté

Durant la décennie écoulée, les économies émergentes ont commencé à contribuer davantage à l'intégration financière mondiale, et leur part des flux mondiaux de capitaux est passée de 7 % à 17 % entre 2000 et 2007. Au cours de cette période, l'augmentation des flux en provenance des économies émergentes et en développement a été principalement alimentée par l'accumulation de réserves, et ces montants ont été placés en titres de dette souveraine des économies avancées ou en substituts proches de ces titres, à peu près un cinquième de l'augmentation étant imputable à la hausse des sorties de capitaux en provenance de pays exportateurs de pétrole. Cette augmentation de l'accumulation de réserve, qui a contribué à maintenir les excédents de balance courante, reflète plusieurs facteurs, notamment les politiques de change et les stratégies d'autoassurance appliquées par les économies émergentes, du fait en partie d'une certaine défiance à l'égard du système actuel de filets de sécurité financière (voir l'encadré 6.3 et Mateos y Lago *et al.*, 2009). Dans les pays émergents et en développement, les entrées de

### Encadré 6.3. Quels facteurs alimentent la demande de réserves internationales ?

Les réserves de change mondiales sont passées d'environ 6 % du PIB mondial en 1999 à près de 15 % en 2009, cette expansion étant imputable pour l'essentiel aux pays d'Asie et aux pays exportateurs de pétrole. Fin 2010, les réserves de change de la Chine totalisaient à elles seules près de 3 000 milliards USD, soit environ la moitié de son PIB annuel, et représentaient près d'un tiers du total des réserves de change mondiales. Après un ralentissement temporaire pendant la récession économique mondiale, l'accumulation de réserves dans le monde s'est poursuivie à un rythme soutenu tout au long de 2009 et 2010.

La croissance rapide et le niveau élevé des réserves dans certains pays ayant des surplus de leur compte courant ont suscité une attention considérable. Premièrement, l'accumulation de réserves est étroitement associée aux déséquilibres mondiaux et, de fait, comme l'ont fait valoir certains, elle a contribué à la fragilité financière qui a précipité la récente crise financière mondiale. Deuxièmement, le coût d'opportunité élevé de la détention de vastes stocks d'actifs à faible rendement se traduit par un gaspillage en termes de bien-être social (Rodrik, 2006 ; Summers, 2006). Troisièmement, le dollar des États-Unis étant la première monnaie de réserve mondiale, les grands détenteurs de réserves ont des choix limités en ce qui concerne le désinvestissement, la diversification et même l'utilisation productive de ces actifs, car il pourrait en résulter d'importants effets de dévalorisation (on parle à cet égard de « piège du dollar »).

Les raisons pour lesquelles les pays accumulent des réserves de change rentrent dans deux grandes catégories. Premièrement, des réserves peuvent être amassées en conséquence directe de stratégies de croissance tirée par l'exportation et dans le but de maintenir à un bas niveau la valeur réelle de la monnaie locale. Des réserves peuvent aussi être accumulées pour essayer de lisser les fluctuations de change à court terme. Une seconde raison de détenir des réserves de change est que celles-ci peuvent constituer une forme d'autoassurance contre des crises de balance des paiements, et notamment des interruptions soudaines de l'accès aux financements extérieurs, ou même simplement comme un moyen de lisser la volatilité à haute fréquence des flux de capitaux. Traditionnellement, l'accent a été mis sur une couverture adéquate des importations. À la fin des années 90, après la crise asiatique, priorité a été donnée à la couverture du stock de dette à court terme d'un pays (règle dite de Guidotti-Greenspan). Puis, après la crise argentine, le champ de l'autoassurance s'est étendu à la protection des systèmes financiers locaux qui sont exposés à l'humeur des marchés étrangers, à la fuite de capitaux détenus par des agents locaux et aux fluctuations des taux de change. Cette évolution s'est traduite par une augmentation considérable de la demande mondiale de réserves.

De nombreuses études s'efforcent d'expliquer les niveaux de réserves de change détenues dans les différents pays et leurs variations au fil du temps. Mais ces recherches sont limitées par plusieurs facteurs, notamment le caractère disparate des motifs qui président à l'accumulation de réserves (par exemple, les considérations intergénérationnelles des pays exportateurs de pétrole et des autres exportateurs de ressources épuisables), mais aussi le rôle grandissant joué par les fonds souverains. Ces études peuvent être classées en fonction de deux approches distinctes. La première consiste à utiliser des modèles comportementaux calibrés qui reposent sur le chiffrage de l'aversion pour le risque, des taux d'actualisation et d'autres paramètres fondamentaux (voir, par exemple, Jeanne, 2007 et Jeanne et Rancière, 2008). Ces modèles indiquent généralement que les réserves de change actuelles sont très supérieures aux niveaux optimaux dans les grands pays accumulateurs. La seconde approche consiste à déterminer les facteurs qui expliquent l'accumulation de réserves pour un ensemble de pays au fil du temps, puis à en déduire le comportement des pays pris individuellement (voir, par exemple, Aizenman et Lee, 2007 ; Obstfeld *et al.*, 2008 ; Cheung et Ito, 2009). Cette approche aboutit généralement à la conclusion que les niveaux des réserves dans les grands pays accumulateurs correspondent au comportement moyen compte tenu des caractéristiques particulières et de la situation de ces pays. Toutefois, les travaux existants fondés sur cette seconde approche sont quelque peu datés, comme le sont sans doute leurs conclusions, étant donné que l'accumulation de réserves s'est accélérée ces cinq dernières années.

### Encadré 6.3. **Quels facteurs alimentent la demande de réserves internationales ? (suite)**

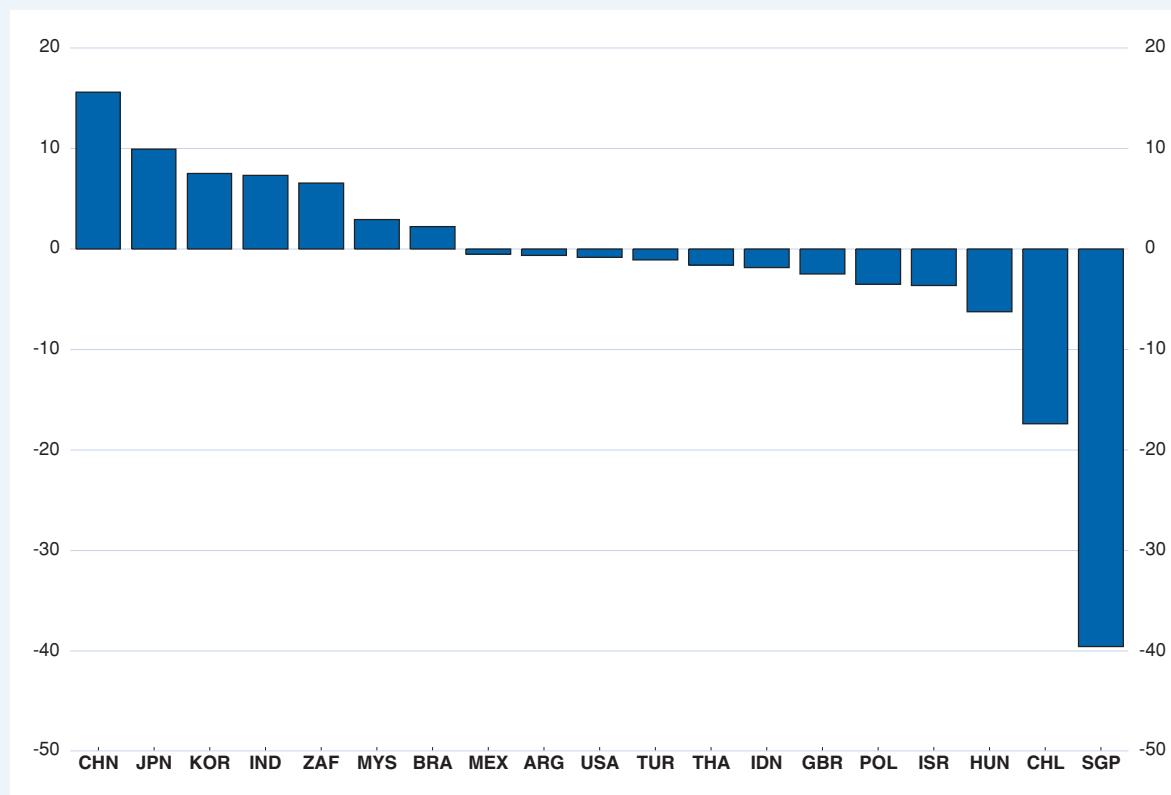
Une étude récente de l'OCDE, qui actualise et étend les analyses existantes selon l'approche économétrique, à l'aide d'un panel de plus de 130 pays pendant la période 1980-2008 (voir Vujanovic, 2011). Il en ressort que les déterminants à long terme des réserves d'un pays sont le degré d'ouverture des échanges et la taille du secteur financier intérieur (mesurée approximativement par M2), ces deux paramètres étant susceptibles de prendre en compte les motifs d'autoassurance évoqués précédemment. Outre ces facteurs, les variations du PIB par habitant, le régime de change, la volatilité du taux de change et le degré d'ouverture financière sont associés aux variations du niveau de réserves d'un pays. Cette analyse conduit à penser que le ratio actuel réserves/PIB dans les grands pays accumulateurs est sensiblement supérieur aux niveaux correspondant au comportement moyen passé de l'ensemble des pays, même une fois prises en compte les évolutions du commerce, l'importance croissante des circuits financiers et d'autres facteurs pertinents. En l'occurrence, la Chine et le Japon enregistrent les plus forts écarts par rapport aux niveaux qu'impliquent les déterminants internationaux à long terme des ratios réserves/PIB, ces pays étant suivis par la Corée du Sud, l'Inde et l'Afrique du Sud (graphique). De surcroît, lorsque les données sont exprimées en dollars, l'ampleur globale de ces écarts ressort encore davantage ; en moyenne, pour les trois années s'achevant en 2008, les analyses font apparaître que la Chine et le Japon détenaient des réserves dépassant respectivement de quelque 600 milliards USD et 450 milliards USD les niveaux qui correspondraient à un comportement moyen. Par ailleurs, des calculs approximatifs montrent que dans le cas de la Chine, lorsque l'accumulation de réserves s'est accélérée après la fin de 2008, l'écart par rapport au comportement moyen d'accumulation a dépassé 1 000 milliards USD en 2009. S'agissant du Japon, des interventions massives sur le marché des changes en 2003-04 ont entraîné une hausse spectaculaire du niveau des réserves internationales. Par conséquent, même si le niveau de long terme correspondant à un comportement moyen a également augmenté jusqu'à fin 2008 (sous l'effet d'une forte expansion des échanges), il subsiste un écart positif prononcé (mais décroissant).

Dans la mesure où le niveau des réserves dépasse effectivement les ratios d'adéquation dans de nombreux pays, une plus grande partie de ces fonds pourrait être investie selon des modalités plus diverses (et plus productives), ce qui réduirait le coût d'opportunité de la détention de réserves. Il serait par exemple envisageable de transférer une plus grande proportion des réserves excédentaires à des fonds souverains, qui généralement investissent de manière plus dynamique et dans des actifs moins liquides que les Banques centrales (Jeanne, 2007). De fait, les récentes initiatives dans ce sens prises par de nombreux pays ajoutent du crédit à l'idée que les niveaux sans précédent des réserves observés à l'heure actuelle dans certains pays sont excessifs au regard des critères de précaution ou d'autoassurance. Une diversification des monnaies de réserve utilisées serait également judicieuse, car en cas de concentration excessive sur une seule monnaie de réserve, les avantages de l'autoassurance pourraient être annulés par le risque de lourdes pertes en capital dans l'éventualité d'un réalignement majeur des taux de change.

Cela dit, il y a de bonnes raisons de préférer le dollar des États-Unis comme monnaie de réserve. Premièrement, les réserves doivent être libellées dans une monnaie qui conserve sa valeur pendant une crise. Deuxièmement, le marché des dollars des États-Unis est à la fois profond et liquide. Troisièmement, dans la mesure où le stock de réserves représente une assurance contre des chocs sur les échanges ou sur la dette, si les échanges et la dette sont essentiellement libellés en dollars des États-Unis, il doit en être de même des réserves. De surcroît, si l'objectif est de défendre une parité par rapport à une certaine monnaie, il serait préférable de détenir des réserves de cette monnaie de contrepartie.

Encadré 6.3. **Quels facteurs alimentent la demande de réserves internationales ?** (suite)**Réserves, écart par rapport au comportement moyen de long terme**

Points de pourcentage du PIB, moyenne sur les trois ans s'achevant en 2008



Source : Calculs de l'OCDE.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932425061>

capitaux ont moins augmenté que les sorties, et l'IDE est resté la principale source de financement international pour ces pays jusqu'en 2007, lorsque les entrées sous forme de prêt sont devenues plus importantes.

**Les différences entre positions extérieures nettes se sont accentuées**

Dans l'ensemble, la mondialisation financière a vu les pays avancés devenir débiteurs nets vis-à-vis du reste du monde, mais l'évolution des actifs extérieurs nets a été très hétérogène d'un pays à l'autre. Un trait commun est néanmoins l'accentuation des positions nettes extérieures dans les principales régions, avec un renforcement des positions créditrices de l'Allemagne, du Japon, des grands pays producteurs de pétrole et de la Chine et une augmentation de l'endettement des États-Unis, de la France, de l'Italie et du Royaume-Uni.

### Analyse des différences de positions extérieures

**Plusieurs caractéristiques structurelles s'accompagnent généralement d'une position extérieure nette plus faible, notamment...**

**... des marchés financiers plus développés et libéralisés et une ouverture plus grande du compte de capital,...**

**... une réglementation de meilleure qualité, notamment celle applicable aux marchés de produits...**

Les différences d'un pays à l'autre concernant l'ampleur et l'évolution des actifs et engagements extérieurs peuvent s'expliquer par plusieurs facteurs, notamment le niveau de développement économique et financier, les restrictions du compte de capital, le degré d'ouverture des échanges et la taille du marché, ainsi que des différences dans la qualité des institutions (Lane et Milesi-Ferretti, 2008 ; Alfaro et al., 2008). Les pays caractérisés par des marchés de capitaux plus ouverts, des institutions de meilleure qualité et des marchés des produits et du travail plus concurrentiels sont en général plus aptes à attirer et absorber les capitaux étrangers et nationaux ainsi qu'à exporter des capitaux ; globalement, ils ont des actifs extérieurs nets plus réduits (Furceri et al., 2011a). Plus précisément<sup>3</sup> :

- Un degré accru de développement financier (mesuré par la taille du marché du crédit intérieur et par la capitalisation boursière) et d'ouverture du compte de capital tend à être associé avec des actifs et passifs extérieurs plus élevés et des positions extérieures nettes plus réduites. Les pays dotés de systèmes financiers plus libéralisés (selon l'indicateur de libéralisation financière du FMI) ont en général des passifs extérieurs plus élevés et des positions extérieures nettes plus faibles.
- Une meilleure qualité de la réglementation, qui augmente probablement le rendement du capital corrigé des risques et accroît ainsi les opportunités d'investissement dans l'économie nationale, est associée à des actifs extérieurs bruts plus faibles et à des passifs extérieurs plus élevés. Alors que les résultats obtenus à l'aide de cet indicateur de la qualité réglementaire fondé sur des enquêtes demandent à être interprétés avec précaution, des résultats similaires, mais sur un échantillon de pays plus restreint, sont obtenus avec les indicateurs OCDE de la réglementation des marchés de produits (RMP)<sup>4</sup>.

3. La principale analyse empirique a porté sur les liens entre l'encours des avoirs et des engagements extérieurs d'une part, et des variables structurelles, d'autre part. Elle est de nature purement transversale, ce qui ne permet guère de tirer des conclusions fermes sur la causalité. Il en ressort aussi que les pays dont le taux de change est *de facto* plus flexible (si on le mesure par la volatilité mensuelle) ont souvent de moindres actifs externes nets à moyen terme.
4. L'indicateur de « qualité réglementaire » est celui de la Banque mondiale mesurant les perceptions de la capacité des gouvernements de formuler et mettre en œuvre des réglementations judicieuses favorisant le développement du secteur privé. Il est largement utilisé dans les recherches universitaires, et la transparence de la méthodologie et des sources s'est sensiblement améliorée au fil des années, mais l'emploi de cet indicateur pourrait être contesté pour un certain nombre de raisons : il est par nature subjectif et il repose sur des données recueillies à partir de sources très diverses (pour plus de précisions voir Furceri et Mourougane, 2010). En dépit de ces diverses insuffisances, pour les pays de l'OCDE cet indicateur est étroitement corrélé avec l'indicateur OCDE de la « réglementation des marchés de produits » (coefficient de corrélation de 0.7). Les indicateurs relatifs à la réglementation des marchés de produits établis par l'OCDE sont disponibles pour tous les pays membres, mais aussi pour le Brésil, la Chine et la Russie. On est en train d'enrichir la base de données pour y inclure d'autres pays non membres.

Les conclusions selon lesquelles une meilleure réglementation est associée à des actifs extérieurs nets plus faibles s'accordent avec les résultats de l'étude de Kerdrain *et al.* (2010) concernant les déterminants des balances courantes et donnent à penser qu'une réforme de la réglementation dans les économies excédentaires peut contribuer à une réduction des déséquilibres mondiaux.

**... et une plus grande flexibilité des marchés du travail**

- D'une manière générale, les politiques du marché du travail tendent à affecter le rendement des investissements et pourraient donc influencer sur les positions d'actifs et de passifs extérieurs. En particulier, les réformes qui réduisent le coût du travail peuvent affecter les positions extérieures selon deux modalités contradictoires : d'une part, elles tendent à soutenir l'investissement national aux dépens de l'investissement à l'étranger (avec un effet négatif sur les actifs extérieurs nets), mais d'autre part, du travail peut être substitué au capital intérieur (avec un effet positif sur les avoirs extérieurs nets). À partir d'une mesure de la législation de protection de l'emploi (LPE) en tant qu'indicateur approximatif de l'orientation des politiques du marché du travail, l'analyse empirique montre que le premier effet est prédominant, de sorte qu'une LPE moins stricte est associée à des actifs extérieurs bruts et nets plus réduits<sup>5</sup>. Ces conclusions appellent toutefois des réserves étant donné que le groupe de pays pour lesquels l'indicateur de la LPE est disponible se limite principalement aux pays de l'OCDE sur la période examinée.

**À l'avenir, des réformes favorisant la croissance pourraient attirer davantage de capitaux...**

Au total, ces résultats s'accordent avec l'idée que les capitaux internationaux devraient à terme s'orienter davantage vers les marchés émergents, étant donné, d'une part, les évolutions économiques et financières futures probables et les améliorations de la qualité institutionnelle dans les économies émergentes et, d'autre part, la marge plus réduite de développement financier et d'amélioration de la qualité des institutions dans les économies avancées. Par conséquent, tout en favorisant la croissance à long terme, une amélioration de la qualité réglementaire, un développement plus poussé du système financier, une plus grande ouverture du compte de capital ainsi qu'une flexibilité accrue des marchés du travail et des produits contribueraient à réduire les positions d'actifs nettes des économies émergentes dans le long terme. Cela impliquerait une diminution des déséquilibres de balances courantes au cours d'une longue période durant laquelle les positions extérieures nettes s'ajustent à leurs nouveaux niveaux. Les changements apportés aux politiques structurelles pourraient avoir des conséquences très

5. Ces résultats contrastent toutefois avec des études empiriques précédentes de l'OCDE concernant l'effet de la LPE sur les balances courantes (Kerdrain *et al.*, 2010).

importantes. Des calculs approximatifs, fondés sur les résultats forcément incertains de régressions, font apparaître que<sup>6</sup> :

**... dans les économies émergentes et en transition...**

● Si les économies émergentes et en transition amélioraient la qualité moyenne de leurs institutions (mesurée approximativement soit par les indicateurs OCDE de la réglementation des marchés de produits, soit par l'indicateur de qualité réglementaire de la Banque mondiale) pour la porter jusqu'au niveau des pays de l'OCDE à revenu élevé, à terme, et toutes choses égales par ailleurs, cette évolution s'accompagnerait d'une réduction à long terme des avoirs extérieurs nets d'environ 30 points de PIB en moyenne.

**... notamment en Chine**

● Pour la Chine, réduire d'un quart l'écart à la moyenne OCDE concernant la qualité de la réglementation (mesurée soit par l'indicateur de la Banque mondiale, soit par l'indicateur RMP de l'OCDE) serait associé avec une réduction des avoirs extérieurs nets chinois d'environ 15 points de pourcentage de PIB. À supposer que la moitié des effets de ces réformes se concrétisent au cours des dix premières années, l'excédent de la balance courante chinoise pourrait être réduit d'environ  $\frac{3}{4}$  point de pourcentage de PIB en moyenne durant une décennie.

**Mais les situations nationales diffèrent**

Il faut prendre en compte les spécificités de chaque pays. Dans les pays excédentaires, les réformes auraient pour double avantage de promouvoir le bien-être et la croissance à long terme et de réduire les déséquilibres extérieurs ; néanmoins, dans les pays déficitaires, notamment les pays émergents, des réformes stimulant la croissance risquent d'aggraver les déséquilibres externes. Si un creusement des déficits est jugé indésirable, elles devront sans doute être accompagnées par d'autres mesures destinées à accroître l'épargne nette ou du moins à en limiter l'érosion. En particulier, réduire des déficits budgétaires élevés permettrait à la fois d'atténuer les risques pour la viabilité de la dette publique et de comprimer les déficits de balance courante.

### **Le rôle des politiques publiques dans la limitation des risques dus à la mondialisation financière**

#### ***La mondialisation financière peut aggraver les risques macroéconomiques***

**L'intégration financière mondiale est favorable à la croissance mais comporte des risques**

L'intégration financière mondiale favorise la croissance du revenu à la fois directement, grâce à une meilleure allocation des investissements et à de nouvelles possibilités d'assurance, et indirectement, par des incitations à améliorer les politiques macroéconomiques et à engager des

6. Toutefois, il faut interpréter avec beaucoup de précaution ces quantifications utilisées aux fins d'illustration. Il est en effet difficile de tirer des conclusions de causalité basées sur les variations entre pays, parce que les estimations ponctuelles sont incertaines et parce qu'il y a beaucoup de colinéarité entre ces indicateurs ; ce qui implique qu'additionner l'effet des changements de chaque indicateur risque de beaucoup exagérer l'incidence globale.

réformes structurelles. Mais elle implique aussi des vulnérabilités et des risques aux niveaux mondial et national.

**La transmission financière des chocs est plus rapide et plus complexe**

Premièrement, au niveau mondial, la crise financière a révélé la complexité de la transmission internationale des chocs financiers et les vulnérabilités financières associées à l'expansion des flux internationaux de capitaux et des positions extérieures brutes. La taille des positions brutes bilatérales, la diversité de leur composition et la complexité des réseaux de financement font qu'il est difficile d'évaluer l'exposition directe et indirecte des pays et des secteurs à un choc financier. Les besoins de collecte de données et de suivi des risques sont donc devenus plus importants<sup>7</sup>.

**D'importantes entrées de capitaux entraînent des problèmes macroéconomiques,...**

Au niveau national, les entrées de capitaux, surtout lorsqu'elles sont abondantes, créent de nombreux défis et peuvent compliquer la gestion macroéconomique. À l'heure actuelle, par exemple, plusieurs économies émergentes sont confrontées à de fortes entrées de capitaux privés générant des pressions à la hausse sur leur taux de change réel. Il en résulte un sérieux dilemme : soit laisser la monnaie s'apprécier et la compétitivité se dégrader, soit tenter de contenir l'appréciation, ce qui risque d'entraîner une surchauffe ou, si les entrées sont stérilisées, d'attirer de nouveaux flux de capitaux<sup>8</sup>.

**... risquent de déstabiliser les systèmes financiers internes...**

De surcroît, les entrées de capitaux s'accompagnent souvent de flambées du crédit et d'une dégradation de la qualité des crédits, ainsi que d'une hausse rapide des prix des actifs financiers et de l'immobilier et d'effets de richesse connexes sur l'économie (Reinhart et Reinhart, 2008). Le risque d'une mauvaise allocation des capitaux étrangers est important, surtout lorsque les marchés financiers des pays hôtes ne sont pas bien développés ni bien réglementés. Mais même des systèmes bien développés et réglementés ne sont pas épargnés. Des pays dotés de normes réglementaires strictes peuvent aussi être confrontés à une mauvaise allocation des investissements étrangers, comme ce fut le cas par exemple en Espagne dans les années précédant la crise. Même dans un système financier étoffé comme celui des États-Unis, les fortes entrées de capitaux intervenues avant la crise ont pu être un facteur de dégradation des normes de crédit.

**... et d'aboutir à une crise**

Au total, les entrées massives de capitaux rendent les pays destinataires plus vulnérables aux cycles de forte expansion/récession et aux crises financières ainsi qu'aux coûts économiques et sociaux

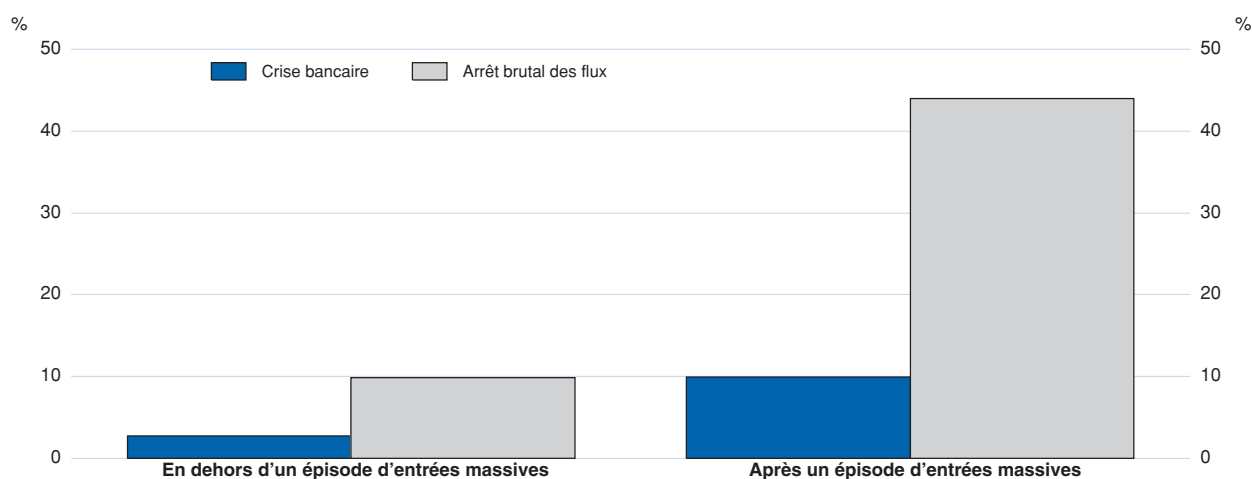
7. Milesi-Ferretti et al. (2010) soulignent notamment des lacunes importantes des données sur les stocks d'actifs internationaux, principalement liées aux créances et engagements extérieurs des centres offshore, des exportateurs de pétrole et d'autres marchés émergents. Voir aussi Mihaljek (2008) et FMI (2010a).

8. Pour une vue d'ensemble, voir par exemple Ghosh et al. (2008) et Roubini (2010). Dans certains cas, un processus d'assainissement budgétaire peut atténuer le dilemme créé par les entrées massives de capitaux.



connexes. Sur 268 épisodes d'entrées massives de capitaux étrangers (recensés dans Furceri et al., 2011b, sur la base d'écart importants du ratio entrées nettes de capitaux/PIB par rapport à sa tendance historique), 60 % environ se sont achevés par un arrêt brutal des entrées de capitaux, et environ un épisode sur dix s'est soldé soit par une crise bancaire, soit par une crise de change<sup>9</sup>. Si l'on considère uniquement les pays de l'OCDE, environ 40 % des 75 épisodes d'entrées massives de capitaux se sont achevés par un arrêt brutal des entrées et environ un épisode sur dix a débouché sur une crise bancaire ou sur une crise de change. L'analyse empirique présentée dans Furceri et al. (2011c) montre que la probabilité de voir survenir une crise bancaire ou un arrêt brutal des flux quadruple après un épisode d'entrées massives de capitaux étrangers (graphique 6.3).

Graphique 6.3. **Probabilité annuelle de crise bancaire ou d'arrêt brutal des flux de capitaux**



Note : Sur la base des résultats de régressions présentés dans les Tableaux 7 et 11 de Furceri et al. (2011c). Les probabilités sont évaluées considérant que toutes les autres variables de l'équation sont à leur moyenne sur l'échantillon. Un épisode d'entrées massives de capitaux est défini par un écart important du ratio entrées nettes de capitaux/PIB par rapport à sa tendance historique.

Source : Calculs de l'OCDE.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932424966>

### Les asymétries en matière de devises et d'échéances augmentent les risques

Les asymétries en matière de devises et d'échéances résultant de ces flux sont une autre source potentielle d'instabilité financière et peuvent amplifier l'impact d'un arrêt brutal des entrées de capitaux ou d'une crise de change (voir Park, 2010, pour une analyse). Bien que les asymétries

9. Les épisodes d'entrées massives de capitaux sont définis par des entrées élevées (en pourcentage du PIB) au regard de la tendance passée observée pour chaque pays (et la volatilité habituelle). Les crises bancaires et de change sont celles recensées par Laeven et Valencia (2008), où les dates de début des crises bancaires sont établies à partir d'une combinaison d'indicateurs quantitatifs mesurant les difficultés du secteur bancaire et où les épisodes de crise de change sont identifiés lorsqu'une monnaie accuse une dépréciation nominale de 10 % en un an et de 30 % au total. Un arrêt brutal des flux de capitaux est défini comme une forte baisse des entrées de capitaux nettes d'un pays. Voir Furceri et al. (2011c) pour plus de détails.

soient inhérentes à l'activité de banque et d'intermédiation, de fortes asymétries peuvent rendre les pays extrêmement vulnérables à des chocs financiers, par exemple lorsque les banques détiennent des actifs à long terme en monnaie locale financés par des emprunts à court terme sur des marchés de gros étrangers (comme ce fut le cas dans de nombreux pays européens juste avant la crise – pratique qui n'a pas totalement disparu). Les coûts d'une crise financière et d'une dépréciation du taux de change sont aussi particulièrement lourds dans les pays ayant un endettement extérieur élevé (étant donné que la dépréciation peut accroître énormément la charge du service de la dette et que les financements externes s'assèchent), et cela peut déboucher sur une crise de la dette<sup>10</sup>.

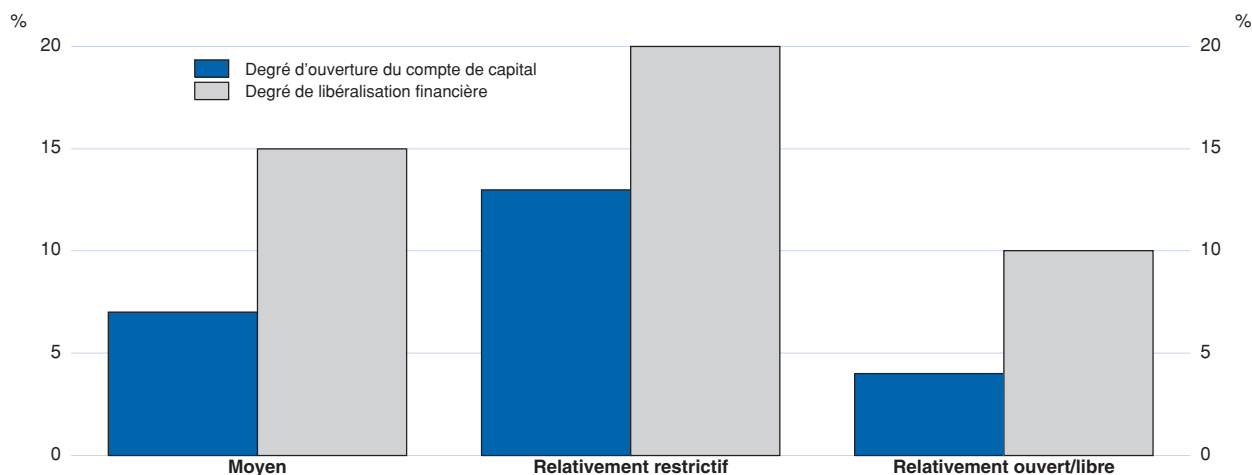
### *Le rôle des politiques structurelles dans la réduction des vulnérabilités*

**Des aspects structurels peuvent atténuer les vulnérabilités découlant d'importantes entrées de capitaux...**

La plupart des études empiriques constatent que la libéralisation du compte de capital a un effet plus favorable sur la croissance lorsque les institutions sont solides et de bonne qualité, et que le système financier est étoffé et bien développé (voir Tirole, 2002 ; Obstfeld, 2008 ; Kose *et al.*, 2009)<sup>11</sup>. L'analyse de Furceri *et al.* (2011c) conforte aussi l'idée que les politiques structurelles peuvent aider à réduire au minimum le processus de fragilisation né d'importantes entrées de fonds. À titre d'exemple, l'ouverture du compte de capital et l'extension de la libéralisation financière vont de pair avec une probabilité moindre de subir une crise bancaire à la suite d'entrées massives de capitaux (graphique 6.4). Toutefois, ces relations doivent être interprétées avec prudence, car elles peuvent aussi refléter une certaine forme de causalité inverse, les pays moins exposés à une crise étant sans doute plus disposés à libéraliser et à ouvrir leur système financier. En outre, étant donné que l'extension de la libéralisation financière et l'ouverture du compte de capital peuvent aussi accroître le nombre et l'ampleur des épisodes d'entrées massives de capitaux, leur effet total sur la probabilité de crises bancaires demeure incertain.


10. Une importante exception à cet égard est celle des personnes morales des États-Unis qui, grâce au statut de monnaie de réserve du dollar américain, empruntent dans leur propre monnaie, tout en détenant une forte proportion de leurs actifs extérieurs sous forme de monnaies étrangères, de sorte qu'une dépréciation du dollar réduit la dette extérieure nette des États-Unis.
11. En particulier, il semble exister un effet non linéaire de la libéralisation du compte de capital sur la croissance à long terme, effet qui dépend du niveau de développement financier, de la qualité des institutions (notamment d'une forte protection des droits de propriété et de la rigueur des normes comptables) et aussi, mais dans une moindre mesure, de l'ouverture des échanges, de la flexibilité du marché du travail et du niveau global de développement (voir Kose *et al.*, 2009 ; Eichengreen *et al.*, 2009). La composition des entrées de capitaux est également importante pour limiter les risques et maximiser les avantages de la libéralisation du compte de capital. Ainsi, la présence de non-linéarités entre la libéralisation du compte de capital et la croissance apparaît plus marquée lorsque les entrées consistent principalement en flux de prêts et non d'IDE ou d'achat d'actions (voir Kose *et al.*, 2009).

Graphique 6.4. Probabilité de survenue d'une crise bancaire à la suite d'un épisode d'entrées massives de capitaux, pour différentes orientations des politiques structurelles



Note : Sur la base des résultats des régressions présentés dans le tableau 7 de Furceri *et al.* (2011c). En raison de différences dans la disponibilité des données, l'échantillon varie d'une équation à l'autre et diffère également de l'échantillon utilisé pour le graphique 6.3, ce qui se traduit par des probabilités de crise différentes lorsque toutes les variables sont à la moyenne d'échantillon. Les probabilités sont évaluées en considérant que toutes les autres variables incorporées dans l'équation sont à leur moyenne sur l'échantillon. « Relativement restrictif » correspond au premier quartile de la distribution, alors que « relativement ouvert/libre » correspondent au quatrième quartile de la distribution. L'ouverture du compte de capital est mesurée à l'aide de l'indice Chinn-Ito et la libéralisation financière à l'aide de l'indice FMI. La plupart des pays de l'OCDE sont placés dans le quatrième quartile de la distribution pour les deux indicateurs (c'est-à-dire qu'ils sont relativement libéralisés et ouverts), tandis qu'aucun pays du groupe des BRIC n'apparaît dans ce quartile (la plupart se classent dans le premier quartile).

Source : Calculs de l'OCDE.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932424985>

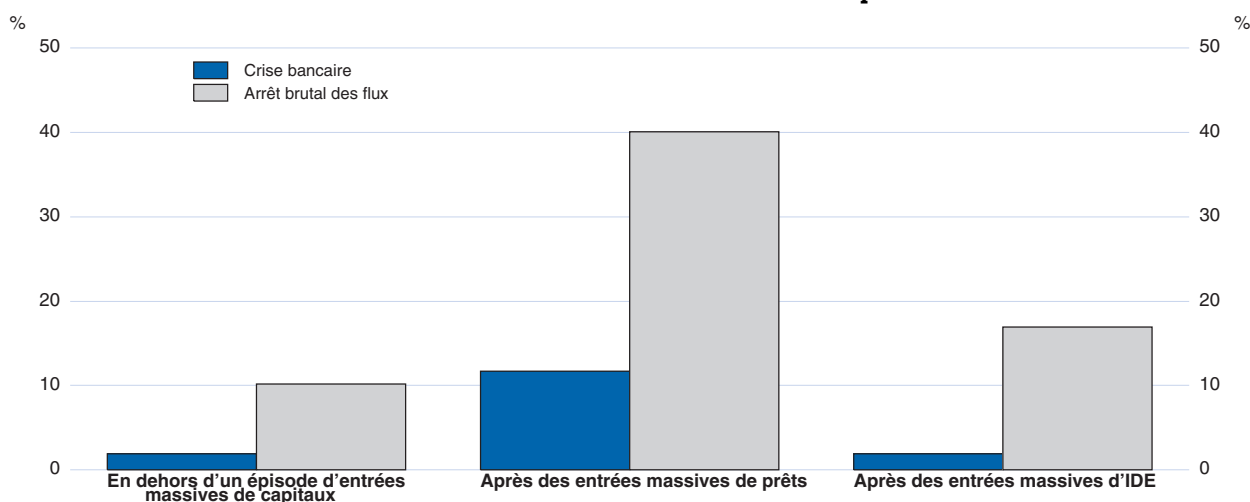
**... notamment en améliorant la composition de ces entrées**

C'est surtout de manière indirecte que les politiques structurelles réduisent les vulnérabilités associées aux entrées de capitaux, en modifiant la composition de ces entrées. De meilleures politiques structurelles – un système financier plus libéral, des comptes de capitaux plus ouverts<sup>12</sup>, mais aussi une réglementation plus propice à la concurrence et une protection de l'emploi qui n'est pas trop restrictive – vont de pair avec une part plus élevée de l'IDE et à une part plus réduite de

12. L'effet de l'ouverture du compte de capital est toutefois ambigu : si elle est associée à une part plus élevée de l'IDE dans les entrées de capitaux et à une probabilité plus faible de crise bancaire, elle implique aussi une probabilité plus élevée d'arrêt brutal des entrées de capitaux après un épisode d'entrées massives, même si l'on prend en compte le volume des entrées. Cela peut refléter le rôle joué par certaines formes de contrôle des capitaux qui modifient la composition des entrées au profit des instruments à longue échéance et qui limitent les sorties et les fuites de capitaux consécutives. Tel a été le cas au Chili dans les années 90, et ce facteur, s'ajoutant aux réformes structurelles, à une libéralisation des sorties de capitaux et à des politiques macroéconomiques saines, a pu contribuer à ce que les entrées massives enregistrées dans la première moitié de la décennie ne se sont pas soldées par une crise, tout au contraire de ce qui s'était produit à la fin des années 70 et au début des années 80. En tout état de cause, il apparaît que des recherches complémentaires s'imposent, notamment sur les conséquences des différents types de contrôle des capitaux.

la dette (Furceri et al. 2011a)<sup>13</sup>. À l'inverse, la probabilité d'être confronté à une crise ou à un brusque arrêt des flux après des épisodes d'entrées massives est particulièrement élevée lorsque les entrées sont alimentées par la dette (graphique 6.5)<sup>14</sup>. De plus, les épisodes d'entrées massives de capitaux induites par la dette tendent à avoir un impact plus prononcé sur le crédit intérieur que lorsque les entrées sont alimentées principalement par l'IDE ou par les investissements de portefeuille en actions (graphique 6.6 basé sur Furceri et al., 2011b). En outre, les entrées d'IDE sont moins volatiles que celles de prêts et de participations, et impliquent sans doute des risques de mauvaise allocation du capital plus faibles que les entrées sous forme de prêts et de participations ; en effet, elles réduisent les asymétries d'information entre les opérateurs étrangers et locaux (voir par exemple Kirabaeva et Razin, 2010).

Graphique 6.5. **Probabilité annuelle de crise bancaire ou d'arrêt brutal des flux de capitaux, en fonction de la nature des entrées de capitaux**



Note : Sur la base des résultats des régressions présentés dans les tableaux 10 et 14 de Furceri et al. (2011c). Les probabilités sont évaluées en considérant que pour toutes les autres variables incorporées dans l'équation sont à leur moyenne sur l'échantillon.

Source : Calculs de l'OCDE.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932425004>

**Les pays émergents pourraient attirer une proportion plus élevée de l'IDE en améliorant leurs institutions**

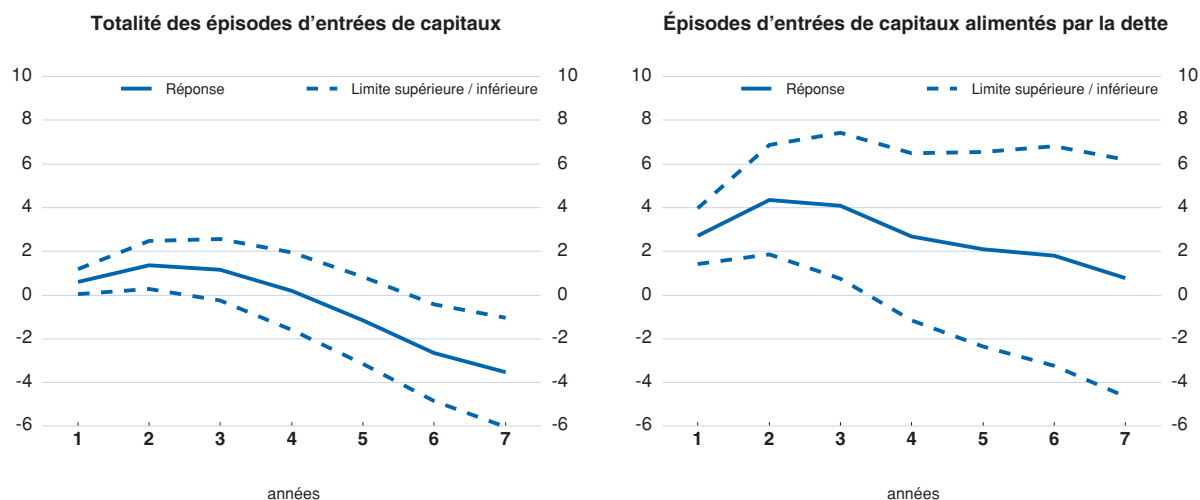
Selon des calculs approximatifs fondés sur les résultats empiriques émanant de Furceri et al. (2011a), il apparaît que, si les économies émergentes et en transition amélioraient leur qualité institutionnelle en terme de réglementation des marchés de produits pour la porter au niveau moyen des pays de l'OCDE, il en résulterait à terme un

13. Certains de ces résultats s'accordent avec les conclusions d'autres études, et notamment de travaux antérieurs de l'OCDE. Le constat selon lequel les réglementations propices à la concurrence sont associées à un volume plus élevé d'IDE et à un volume plus réduit de fonds propres et de titres d'emprunt est partagé par Hajkova et al. (2006) et Nicoletti et al. (2003). L'idée qu'une LPE moins restrictive dans les pays d'accueil va de pair avec une plus grande proportion d'IDE dans les passifs s'accorde également avec des conclusions antérieures de l'OCDE et avec celles de Javorcik et Spatareanu (2005).

14. La dette est définie comme la somme des investissements de portefeuille en titres de dette et des autres investissements.


## Graphique 6.6. Réaction du crédit privé à des épisodes d'entrées massives de capitaux

Augmentation du ratio crédit/PIB, points de pourcentage de PIB



Note : Sur la base des résultats de régressions présentés dans Furceri et al. (2011b). Les lignes en traits pleins représentent les réactions moyennes du ratio crédit/PIB à un épisode d'entrées massives de capitaux et les lignes en pointillés représentent les intervalles de confiance de 90 %.

Source : Calculs de l'OCDE.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932425023>

accroissement du stock d'IDE de quelque 10 points de pourcentage du stock total d'engagements, et une réduction du stock d'engagements de portefeuille correspondante<sup>15</sup>. De même, si ces pays portaient le degré d'ouverture de leur compte de capital au niveau moyen des pays de l'OCDE, cela s'accompagnerait d'un accroissement d'environ 5 points de pourcentage de la part de l'IDE dans le stock total d'engagements, et d'une réduction correspondante de la part de la dette<sup>16</sup>.

### Les politiques structurelles ont un effet ambigu sur les risques macroéconomiques globaux

Toutefois, l'effet global d'une amélioration des politiques structurelles sur les risques macroéconomiques est ambigu. D'une part, elle est susceptible d'augmenter les flux de capitaux, et donc les risques. D'autre part, cette amélioration (réglementation des marchés de produits plus favorable à la concurrence, protection moins stricte de l'emploi, qualité supérieure des institutions et plus grande ouverture du compte de capital) va de pair avec une composition plus stable et moins risquée des entrées de capitaux – en particulier davantage d'IDE et moins d'endettement. L'effet net global sur le risque macroéconomique dépend des modalités spécifiques des

15. Étant donné que la composition globale des engagements ne peut varier qu'avec la composition globale des actifs, la part des IDE sortants dans les actifs extérieurs devrait également augmenter sous l'effet, par exemple, d'une extension du développement financier et de la libéralisation dans les pays exportateurs de capitaux.

16. Ces résultats doivent être interprétés avec précaution, surtout en raison des interactions complexes entre l'IDE et les autres flux de capitaux. Par exemple, les investisseurs directs étrangers peuvent couvrir l'exposition à l'IDE de l'entreprise en empruntant sur le marché intérieur, puis faire sortir des capitaux à court terme du pays.

réformes structurelles appliquées, mais aussi de l'appui apporté par les progrès des réformes financières destinées à renforcer le cadre prudentiel et macroprudentiel tant dans les économies émergentes qu'avancées.

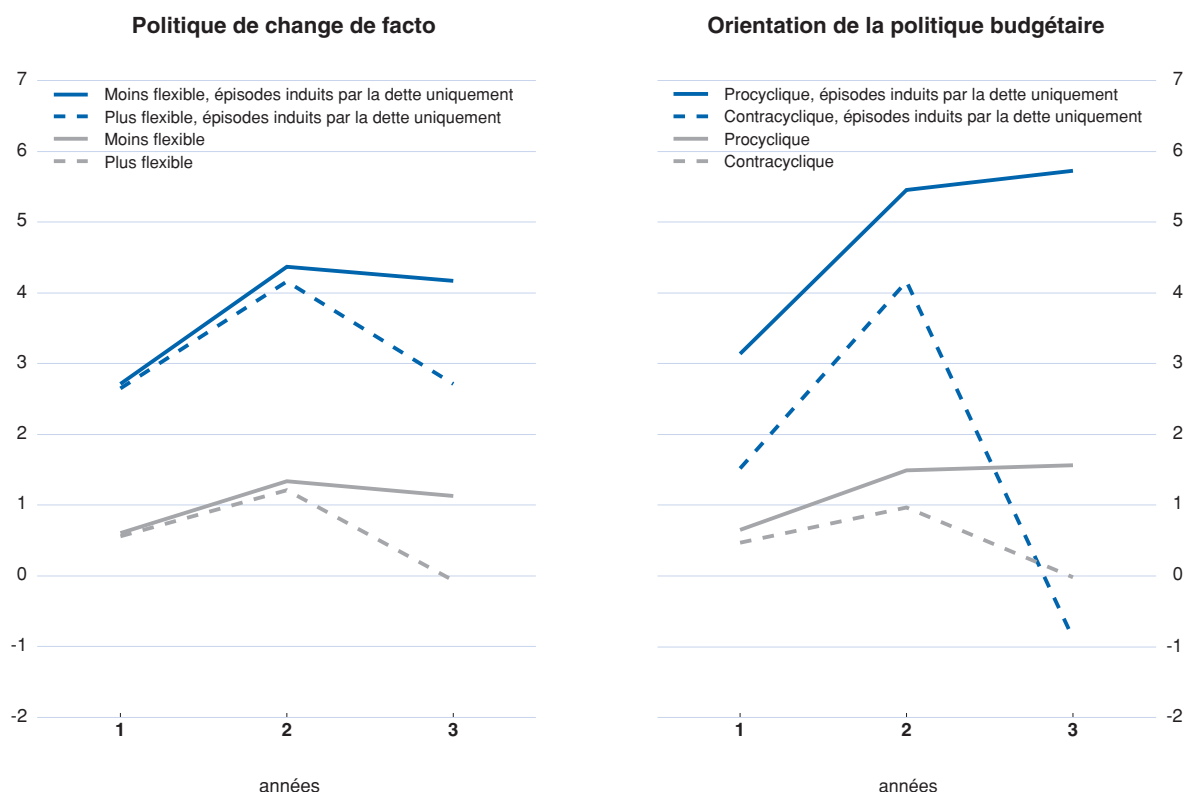
### Le rôle des politiques macroéconomiques dans la réduction des vulnérabilités

**Les politiques macroéconomiques sont un élément important des réactions aux entrées de capitaux**

En sus des politiques structurelles ainsi que des mesures prudentielles et macroprudentielles, des aspects de la gestion macroéconomique tels que la politique de change et la politique budgétaire ont un rôle important à jouer pour réduire les vulnérabilités associées aux entrées de capitaux. Il apparaît que la flexibilité du taux de change atténue en partie l'effet des épisodes d'entrées massives de capitaux sur le crédit intérieur (graphique 6.7, panel de gauche), en ligne avec des arguments suivants : i) les pays qui laissent leur taux de change fluctuer en réponse aux entrées peuvent réduire la durée d'un épisode d'entrées nettes de capitaux ; ii) une plus grande volatilité du taux de change (et donc un risque de change plus

Graphique 6.7. Réaction du crédit privé aux épisodes d'entrées massives de capitaux, pour différentes orientations des politiques

Augmentation du ratio crédit/PIB, points de pourcentage de PIB



Note : Sur la base des résultats de régressions présentés dans Furceri et al. (2011b). Les régimes de change moins flexibles correspondent aux cas où la volatilité du taux de change réel n'augmente pas en réponse à un épisode d'entrées de capitaux, et les régimes de change plus flexibles au cas où cette volatilité s'accroît. Les pays à politique budgétaire procyclique (contracyclique) sont les pays où la corrélation entre la variation des dépenses publiques et la variation de la production est positive (négative).

Source : Calculs de l'OCDE.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888932425042>

élevé) peut réduire la croissance du crédit en augmentant les primes de risque et en diminuant les crédits libellés en monnaies étrangères ; iii) le recours à des interventions sur les marchés des changes peut engendrer des bulles du crédit et des prix des actifs si ces interventions ne sont pas totalement stérilisées ; iv) enfin, les banques se financent moins à l'étranger lorsque le taux de change est plus flexible. Par ailleurs, les pays qui appliquent généralement une politique budgétaire contracyclique ont connu en moyenne des flambées du crédit plus modérées durant les épisodes d'entrées massives de capitaux, et surtout durant les épisodes d'entrées tirées par la dette (graphique 6.7, panel de droite). La recommandation de pratiquer des mesures de restrictions budgétaires durant les épisodes d'entrées massives de capitaux est couramment formulée dans les études publiées à ce sujet (voir par exemple Cardarelli et al., 2010)<sup>17</sup>. Mais, il s'agit de conclusions générales et les recommandations de politique économique qui pourraient en être dérivées doivent tenir compte des situations et des contraintes propres à chaque pays.

### **Conclusions : rôle des politiques publiques pour tirer le meilleur parti de l'intégration financière mondiale**

**Les politiques structurelles ont un rôle à jouer dans la réduction des vulnérabilités liées à la mondialisation financière...**

Les positions extérieures nettes des pays sont fortement influencées par leurs politiques structurelles<sup>18</sup>. Ces évidences empiriques incitent à penser que des réformes favorables à la croissance dans les économies émergentes excédentaires pourraient contribuer à une réduction des déséquilibres mondiaux. Ces réformes ont un effet ambigu sur les risques macroéconomiques liés à des entrées de capitaux abondantes ; une amélioration des politiques structurelles est de nature à faire augmenter les flux de capitaux et les risques qui en découlent, mais aussi à modifier leur composition au détriment de la dette et au profit de l'IDE, ce qui devrait atténuer ces risques.

**... mais à condition d'être conjuguées à des politiques macroéconomiques et financières appropriées**

Pour réduire au minimum les risques macroéconomiques suscités par des flux de capitaux importants, les réformes structurelles doivent être complétées par une gestion économique appropriée, notamment en matière de politique budgétaire et de change ainsi que par des réformes financières destinées à renforcer le cadre prudentiel et macroprudentiel. Il peut aussi y avoir place pour certaines formes de contrôle des mouvements de capitaux, s'ils sont conçus de façon à minimiser les distorsions pour investissements à long terme et les activités courantes des entreprises, mais il est préférable de les soumettre à une surveillance multilatérale du type de celle prévue par le *Code de libération des mouvements de capitaux* élaboré par l'OCDE.

17. Parmi les pays ayant pu gérer des entrées massives de capitaux tout en maintenant l'ouverture du compte de capital, on peut citer l'Australie à la fin des années 80, qui bénéficiait d'institutions de grande qualité, d'un système financier libéral et étoffé et d'une politique budgétaire restrictive.

18. À cet égard, les conclusions présentées dans ce chapitre valident et même confortent les analyses antérieures portant sur les liens entre politiques structurelles et balance des paiements courants (OCDE, 2011).

## Bibliographie

- Alfaro, L., S. Kalemli-Ozcan et V. Volosovych (2008), « Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries? An Empirical Investigation », *Review of Economics and Statistics*, vol. 90.
- Aizenman, J. et J. Lee (2007), « International Reserves: Precautionary versus Mercantilist Views, Theory and Evidence », *Open Economies Review*, vol. 18.
- Cardarelli, R., S. Elekdag et A. Kose (2010), « Capital inflows: Macroeconomic Implications and Policy Responses », *Economic Systems*, vol. 34.
- Cheung, Y. et H. Ito (2008), « Hoarding of International Reserves: A Comparison of the Asian and Latin American Experiences », *Hong Kong Institute for Monetary Research Working Papers* n° 072008.
- Chinn, M. et H. Ito (2008), « A New Measure of Financial Openness », *Journal of Comparative Policy Analysis*, vol. 10.
- Eichengreen, B., R. Gullapalli et U. Panizza (2009), « Capital Account Liberalization, Financial Development and Industry Growth: A Synthetic View », *Department of Public Policy and Public Choice, Working Paper* n° 144.
- Furceri, D. et A. Mourougane (2010), « Structural Indicators: A Critical Review », *Revue économique de l'OCDE*.
- Furceri, D., S. Guichard et E. Rusticelli (2011a), « Medium-term Determinants of International Investment Positions: the Role of Structural Policies », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 863.
- Furceri, D., S. Guichard et E. Rusticelli (2011b), « The Effect of Episodes of Large Capital Inflows on Domestic Credit », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 864.
- Furceri, D., S. Guichard et E. Rusticelli (2011c), « Episodes of Large Capital Inflows and the Likelihood of Banking and Currency Crises and Sudden Stops », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 865.
- Ghosh, A., M. Goretti, B. Joshi, U. Ramakrishnan, A. Thomas, et J. Zalduendo (2008), « Capital Inflows and Balance of Payments Pressures – Tailoring Policy Responses dans Emerging Market Economies », *IMF Policy Discussion Paper* n° 08/2.
- Hajkova, D., G. Nicoletti, L. Vartia et K.-Y. Yoo (2003), « Taxation, Business Environment and FDI Location in OECD Countries », *OECD Economics Department Working Papers* n° 502.
- IMF (2010a), *Understanding Financial Interconnectedness*, Washington DC.
- IMF (2010b), *The Fund's Role Regarding Cross-Border Capital Flows*, Washington DC.
- IMF (2011), *Recent Experiences in Managing Capital Inflows – Cross-Cutting Themes and Possible Policy Framework*, Washington DC.
- Javorcik, B. et M. Spatareanu (2005), « Do Foreign Investors Care About Labour Market Regulations? », *CEPR Discussion Papers* n° 4839.
- Jeanne, O. (2007), « International Reserves in Emerging Market Countries: Too Much of a Good Thing? », *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 2007/1.
- Jeanne, O. et R. Rancière (2008), « The Optimal Level of International Reserves For Emerging Market Countries: A New Formula and Some Applications », *CEPR Discussion Papers* n° 6723.
- Kerdrain, C., I. Koske et I. Wanner (2010), « The Impact of Structural Policies on Saving, Investment and Current Accounts », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE* n° 815.
- Kirabaeva, K. et A. Razin (2010), « Composition of Capital Flows: A Survey », *NBER Working Paper*, n° 16492.
- Kose, A., E. Prasad, K. Rogoff, et S.-J. Wei (2006), « Financial Globalization: A Reappraisal », *IMF Working Paper* n° 06/189.
- Kose, A., E. Prasad et A. Taylor (2009), « Thresholds in the Process of International Financial Integration », *NBER Working Papers* n° 14916.



- Lane, P. (2010), « International Financial Integration and the External Positions of the Euro Area Countries », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE* n° 830.
- Lane, P. et G.M. Milesi-Ferretti (2007), « The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970-2004 », *Journal of International Economics*, vol. 73.
- Lane, P. and G.M. Milesi-Ferretti (2008), « The Drivers of Financial Globalization », *American Economic Review: Papers & Proceedings*, vol. 98.
- Leaven, L. et F. Valencia (2008), « Systemic Banking Crises: A New Database », *IMF Working Paper* n° 08/224.
- Mateos y Lago, I., R. Duttgupta et R. Goyal (2009), « The Debate on the International Monetary System », *IMF Staff Position Note* SPN/09/26.
- Mihaljek, D. (2008), « The Financial Stability Implications of Increased Capital Flows for Emerging Market Economies », *BIS Paper* n° 44.
- Milesi-Ferretti, G.-M., F. Strobbe et N. Tamirisa (2010), « Bilateral Financial Linkages and Global Imbalances: a View on the Eve of the Financial Crisis », *IMF Working Papers* n° 10/257.
- Milesi-Ferretti, G.-M. et C. Tille (2010), « The Great Retrenchment: International Capital Flows During the Global Financial Crisis », *IHEID Working Papers* n° 18-2010.
- Nicoletti, G., S. Golub, D. Hajkova, D. Mirza et K.-Y. Yoo (2003), « Policies and International Integration: Influences on Trade and Foreign Direct Investment », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE* n° 359.
- Obstfeld, M. (2008), « International Finance and Growth in Developing Countries: What have we Learned? », *Commission of Growth and Development Working Paper* n° 34.
- Obstfeld, M., J. Shambaugh et A. Taylor (2008), « Financial Stability, the Trilemma and International Reserves », *CEPR Discussion Paper* n° 6693.
- OCDE (2010), *Code de l'OCDE de la libération des mouvements de capitaux*, Paris.
- OCDE (2011), « Tackling Current Account Imbalances: Is There a Role for Structural Policies? » in *Going for Growth*, Chapitre 5, Paris.
- Ostry, J., A. Ghosh, K. Habermeier, M. Chamon, M. Qureshi et D. Reinhardt (2010), « Capital Inflows: The Role of Controls », *IMF Staff Position Note* 10/04.
- Park, Y.C. (2010), « The Role of Macroprudential Policy for Financial Stability in East Asia's Emerging Economies », based on a paper presented to the conference on « The Banking Regulation and Financial Stability in Asian Emerging Markets » organised by the ADBI, CBRC and IMF, Beijing, 26 May.
- Reinhart, C. et V. Reinhart (2008), « Capital Flow Bonanzas: An Encompassing View of the Past and Present », *CEPR Discussion Papers* n° 6996.
- Rodrik, D. (2006), « The Social Cost of Foreign Exchange Reserves », *International Economic Journal*, vol. 20.
- Roubini, N. (2010), « How should Emerging Markets Manage Capital Inflows and Currency Appreciation? », mimeo.
- Schindler, M. (2009), « Measuring Financial Integration: A New Data Set », *IMF Staff Papers*, vol. 56.
- Summers, L. (2006), « Reflections on Global Account Imbalances and Emerging Markets Reserve Accumulation », L.K. Jha Memorial Lecture, Reserve Bank of India (mars).
- Suttle, P., R. Koepke et J. Mazzacurati (2010), « Capital Flows to Emerging Market Economies », *IIF Research Note*, 4 octobre.
- Tirole, J. (2002), *Financial Crisis, Liquidity, and the International Monetary System*, Princeton University Press.
- Waysand, C., K. Ross et J. de Guzman (2010), « European Financial Linkages: A New Look at Imbalances », *IMF Working Paper* n° 09/295.
- Vujanovic, P. (2011), « Understanding the Recent Surge in International Reserves », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, à paraître.