

Université Louis Lumière – Lyon 2
Ecole doctorale d' Economie, Espace et Modélisation des Comportements
Faculté de Sciences Economiques et de Gestion
Groupe d'Analyse et de Theorie Economique

Thèse de Doctorat en Sciences Economiques (Monnaie, Finance et Economie Internationale)

Présentée et soutenue par Asma FATTOUM

Thèse de doctorat en Sciences Economiques

Spécialité Micro-économie appliquée

Dirigée par Jean Pierre ALLEGRET

Présentée et soutenue publiquement le 12 janvier 2005

Devant un jury composé de : M. Jean Pierre ALLEGRET, Maître de conférences à l'Université Lumière - Lyon 2 (Directeur de la recherche) M. Christian DESCAMPS, Maître de conférences à l'Université de Bourgogne (Rapporteur) M. Philippe DULBECCO, Professeur à l'Université d'Auvergne (Rapporteur) M. Jean François GOUX, Professeur à l'Université Lumière - Lyon 2

Table des matières

..	1
..	3
..	5
..	7
..	9
..	11
..	13
Résumé .	15
Abstract . .	17
Introduction générale . .	19
Définition des marchés émergents .	20
LA LIBÉRALISATION FINANCIÈRE : LES EFFETS ATTENDUS . .	22
La libéralisation financière à l'épreuve des faits .	25
Comment les entrées de capitaux affectent-elles la conduite de la politique monétaire dans les marchés émergents ? .	28
Chapitre I : Les entrées de capitaux : volume, composition et déterminants .	31
I- Analyse des entrées de capitaux .	33
I-1- Analyse en longue période des entrées de capitaux . .	33
I.2 La composition des entrées de capitaux dans les marchés émergents . .	45
II- Les facteurs déterminants des entrées de capitaux dans les marchés émergents ..	51
II-1- Les facteurs internes des entrées de capitaux .	52
II-2- Les facteurs externes des entrées de capitaux . .	63
Annexes . .	74
Chapitre II : La complexification de la politique monétaire suite à la libéralisation financière : approche empirique . .	81
I. Les programmes de stabilisation . .	82
I-1- La stabilisation fondée sur le taux de change .	83

I-2- La stabilisation fondée sur la monnaie .	89
II- Les effets des entrées de capitaux sur les variables macroéconomiques . .	91
II-1- Aperçu et analyse des principales tendances macro-économiques dans les pays d'Amérique Latine .	91
II-2- Aperçu et analyse des principales tendances macro-économiques dans les pays d'Asie du Sud Est . .	100
III- Les réactions des politiques économiques .	111
III-1- Cas des pays d'Amérique Latine . .	111
II-2- Cas des pays d'Asie du Sud Est . .	113
Annexes . .	116
Chapitre III : Les contrôles de capitaux: déterminants, étendue et efficacité .	121
I- LES DÉTERMINANTS ET LA PORTÉE DES CONTRÔLES SUR LES ENTRÉES DE CAPITAUX .	123
I-1- Les déterminants des contrôles sur les entrées de capitaux . .	124
I-2- Les mesures de contrôles sur les entrées de capitaux . .	133
I-3- La portée des contrôles sur les entrées de capitaux . .	138
II- L'efficacité des contrôles sur les entrées de capitaux .	144
II-1- L'impact sur le volume des flux de capitaux . .	145
II-2- L'impact sur le taux de change . .	156
II-3- L'impact sur les taux d'intérêt . .	158
Chapitre IV : Le ciblage d'inflation : une alternative de l'ancrage nominal .	167
I- Les différents ciblages d'un ancrage nominal .	168
I-1- L'objectif du taux de change .	169
I-2- L'objectif d'agrégat monétaire .	180
II. Le ciblage d'inflation dans les marchés émergents .	187
II-1- Définition du ciblage d'inflation .	187
II-2- Les pré-requis institutionnels à la cible d'inflation . .	189
II-3- Le rôle du taux de change dans une politique de ciblage d'inflation .	191
III- La mise en application de l'objectif d'inflation dans les marchés émergents . .	197
III-1- Expérience des pays d'Amérique Latine . .	198
III-2- L'expérience des pays d'Asie du Sud Est . .	206

III-3- Les résultats obtenus . .	208
Annexe : Les principaux régimes du taux de change . .	214
Taux de change fixe .	214
Régimes intermédiaires .	215
Flottement pur ou flottement indépendant " <i>independently floating</i> " . .	215
Conclusion Générale .	217
Bibliographie . .	221

A mes parents, Pour leur soutien et leurs encouragements continus. Que ce modeste travail puisse leur exprimer toute mon affection et tout mon amour.

A mes sœurs Jihène, Salma et Synda-Rim, Pour notre complicité, Qu'elles trouvent dans ce travail une marque de mon grand attachement.

A mon très cher Zied, Pour sa gentillesse et sa générosité.

A Atef et Nejmeddine.

A tout mes amis, A Asma, Ines, Hayet, Melika et Mounir.

A toute ma famille.

A tous ceux qui m'ont aidé tout au long de ces années.

Je tiens à remercier tout particulièrement mon directeur de recherche M. Jean Pierre ALLEGRET pour ses conseils, son soutien et sa disponibilité tout au long de l'élaboration de ce travail.

Mes remerciements s'adressent également aux membres du jury M. Christian DESCAMPS, M. Philippe DULBECCO et M. Jean François GOUX qui ont bien voulu accepter d'évaluer ce travail.

Résumé

La libéralisation financière de la fin des années quatre-vingt et du début des années quatre-vingt-dix s'est traduite dans les marchés émergents, notamment les pays d'Asie du Sud Est et d'Amérique Latine, par des entrées massives de capitaux. De telles entrées contrastent avec le tarissement des capitaux subi par ces pays à la suite de la crise de la dette. Une question importante est de déterminer dans quelle mesure ces entrées de capitaux ont elles déstabilisé l'environnement macroéconomique des marchés émergents. C'est à cette question qu'est consacrée cette recherche. On montre que ces capitaux ont affecté plusieurs variables tels que le taux d'intérêt, le taux de change et la liquidité, et ont été à l'origine de dérèglements qui n'ont pas été bénéfiques pour les pays en question. Parmi les instruments de gestion des entrées de capitaux utilisés par les autorités de ces pays, les contrôles sur les entrées de capitaux se sont avérés avoir une efficacité limitée. Face aux difficultés à maintenir des taux de change fixe comme ancre nominale, et face aux limites des agrégats de monnaie pour remplir une telle fonction, de plus en plus de marchés émergents se sont tournés vers la cible d'inflation. Reste à savoir si cette dernière permet aux pays émergents de faire face aux problèmes posés par les entrées de capitaux.

Mots clés : marchés émergents, libéralisation financière, entrées de capitaux, réformes structurelles, plans de stabilisation, contrôles de capitaux, politique monétaire, ancrage nominal, ciblage d'inflation.

Abstract

During the late eighties and early nineties, the financial liberalization in the emerging markets such as, the south-east Asian and Latin American countries gave birth to massive capital inflows. At this stage, we will try to determine whether the volume of capital inflows contributed to the destabilization of the macroeconomic components of the above mentioned countries. Therefore, we analyzed the effect caused by capital inflows on the monetary policies of these countries. Indeed, the outcome of our research showed that capital inflows have numerous effects on the macroeconomic variables such as interest rate, exchange rate and M2. The research that we conducted showed that the capital inflows affected negatively the long term stability of the south-east Asian countries as well as most of the Latin American countries. They evolved in an economical context which was extremely harmful to their financial stability to an extent that traditional monetary policies implemented and used by the above mentioned states, including capital inflow controls proved to be of limited efficiency. However, many emerging countries reverted to targeting inflation, as an alternative to nominal anchor, after being unable to maintain a pegged exchange rate in addition to their inability to target monetary aggregates as being inadequate considering the goals to be attained. Nonetheless, the extent of the effect of targeting inflation on the stabilization of the economy is still to be determined.

Keywords : emerging markets, financial liberalization, capital inflows, structural reforms, stabilization programs, capital controls, monetary policy, nominal anchor, inflation targeting.

Introduction générale

A partir de la fin des années quatre-vingt, les pays en développement ont décidé, après quelques années d'hésitation, de suivre le mouvement de libéralisation financière amorcé depuis le début de cette décennie dans les pays développés. Séduits par les avantages immédiats de la libéralisation, ces pays ne se sont pas inquiétés des problèmes qu'elle pourrait engendrer ultérieurement. C'est ainsi que la situation économique très souvent instable et perturbée des marchés émergents a été aggravée par la libéralisation financière et économique. Une manifestation de cette aggravation est la multiplication des crises de change pendant les années quatre-vingt-dix, crises qui ont particulièrement frappé les pays émergents. En s'engageant dans le processus de libéralisation financière, dont une des principales caractéristiques est l'entrée massive de capitaux, les marchés émergents ont ainsi été confrontés à plusieurs problèmes d'ordre monétaire et financier. Ils ont été contraints d'apporter plusieurs changements, notamment au niveau de la conduite de leurs politiques monétaires.

Nous nous proposons d'étudier dans le cadre de ce travail de recherche les effets de la libéralisation financière sur les marchés émergents et les conséquences macroéconomiques des entrées de capitaux sur ces marchés. Avant de présenter la méthodologie suivie pour ce faire, nous allons d'abord définir les marchés émergents et nous présenterons par la suite les effets attendus de la libéralisation financière, d'une part, et d'autre part, nous identifions à partir des modèles de crises, les faiblesses inhérentes aux politiques monétaires des marchés émergents.

Définition des marchés émergents

L'émergence est avant tout un trait de caractère qui définit généralement un pays dont les efforts fournis s'inscrivent dans la perspective de changer et d'améliorer son économie. Ce changement s'effectue dans le but d'approcher, voire même d'atteindre les performances des pays et des économies les plus avancées. Toutefois, les marchés émergents ne sont pas nécessairement petits ou pauvres, même si souvent ils font référence aux pays en développement. Si ces pays sont les plus concernés par la définition des marchés émergents, c'est parce que leurs caractéristiques économiques leur permettent d'amorcer un processus de croissance et de modernisation afin de s'améliorer, alors que les pays développés, eux, ont déjà acquis une maturité qui leur assure une certaine stabilité, une économie solide et de bonnes performances macroéconomiques. Entre marchés émergents et pays en développement, la confusion est très souvent présente. Dans ce contexte, la Société Financière Internationale (SFI) avance que le champ des marchés de capitaux émergents se confond avec celui des pays en développement. Toutefois, les marchés émergents peuvent être reconnus par les caractéristiques suivantes :

- les marchés émergents ont un PIB par tête compris, d'après la SFI, entre 800 et 9000 dollars américains en 1996. Les marchés émergents regroupent donc des pays à revenus moyens ;
- les marchés émergents ont été caractérisés, au niveau de la prise de décisions en matière de politique économique, par des gouvernements très présents dans la gestion quotidienne de leurs économies. En effet, en plus de détenir une part importante des entreprises et de fixer les taux de change, les gouvernements financent, par émission de monnaie, la majeure partie de leurs dépenses ce qui justifie les taux d'inflation élevés. Cette omniprésence de l'Etat justifie une autre caractéristique de ces marchés, à savoir la répression financière. Celle-ci s'est développée avec l'augmentation du contrôle exercé par le gouvernement sur le secteur bancaire dans les pays en développement¹. Désormais, cette caractéristique est de moins en moins apparente dans la mesure où les marchés émergents veillent à sortir d'une pareille situation compte tenu des aspects négatifs qu'elle présente. Ainsi, le retrait de l'Etat et la remise en cause de la répression financière permettent de distinguer la plupart des marchés émergents des pays en développement ;
- les marchés de capitaux émergents se caractérisent aussi par un couple rendement risque élevé. En effet, une plus grande volatilité, permet de générer à court terme des gains très importants (tel a été le cas dans certains pays d'Asie au cours des années quatre-vingt-dix, et notamment entre 1993 et 1997) ;
- les marchés émergents alternent souvent des périodes de forte rentabilité et des périodes de turbulences. Ainsi, leurs performances varient selon la période étudiée et l'environnement économique dans lequel ils évoluent. Les périodes de forte rentabilité

¹ Ce contrôle est même allé jusqu'à fixer des taux d'intérêt inférieurs au taux d'intérêt d'équilibre du marché, ou de constituer des réserves obligatoires permettant à l'Etat de financer son déficit extérieur à moindre coût.

peuvent être liées à la stabilité politique et juridique qui les caractérise et qui leur a permis de stimuler, dans le cadre de la libéralisation financière et économique, l'entrée des investisseurs étrangers. Elles peuvent aussi être liées à des processus spéculatifs et d'emballlement financiers au niveau international ;

- un élément particulièrement important pour caractériser les marchés émergents se rattache à l'opportunité d'investissement qu'apportent ces marchés aux investisseurs étrangers. Investir dans les marchés émergents est devenu dans les années quatre-vingt-dix beaucoup plus lucratif qu'investir dans les marchés matures. Toutefois les risques sont souvent plus importants et sont généralement liés aux problèmes de liquidité, au manque de transparence et aux grandes variations des prix ;
- les économies des marchés émergents sont aussi caractérisées par leur aspect transitoire, matérialisé par le passage d'une économie fermée à une économie ouverte. Cet aspect de l'émergence explique le dynamisme des marchés en question ainsi que leur perpétuelle évolution. En effet, le passage à une économie ouverte, requiert un ensemble de réformes économiques conduisant les pays à avoir une économie plus forte, ayant de meilleures performances, et dont le marché de capital est plus efficace et présente plus de transparence. Ces réformes touchent en grande partie le système financier ainsi que le système de taux de change, dans la mesure où une monnaie stable permet d'accroître la confiance accordée à son économie, en particulier lorsque cette économie est en mesure d'attirer des investisseurs étrangers.

Plusieurs pays sont désormais considérés comme des marchés émergents. D'après Fischer (2001), l'Afrique du Sud, l'Argentine, le Brésil, la République Tchèque, le Chili, la Chine, la Colombie, la Corée, l'Egypte, la Grèce, la Hongrie, l'Inde, l'Indonésie, Israël, la Jordanie, la Malaisie, le Mexique, le Pakistan, le Pérou, les Philippines, la Pologne, la Russie ; le Sri Lanka, le Taiwan, la Thaïlande, la Turquie et le Venezuela sont à ce jour des pays émergents. Ces derniers, peuvent être européens, asiatiques, d'Amérique Latine et/ou africains.

Indépendamment de leur appartenance géographique, leurs économies demeurent fragiles, vulnérables et souvent déstabilisées par les fortes entrées de capitaux. Certains pays d'Amérique Latine et d'Asie du Sud Est nous intéressent particulièrement. Ils présentent en effet, des caractéristiques économiques proches, notamment le fait qu'au moins un pays dans chaque région a été sujet à des crises de change dans les années quatre-vingt-dix. Nous retiendrons dans ce travail les pays suivants : l'Argentine, le Brésil, le Chili et le Mexique, en Amérique Latine ; la Corée, l'Indonésie, les Philippines, la Malaisie et la Thaïlande en Asie du Sud Est.

La majorité de ces pays se sont lancés dans le processus de libéralisation financière parce qu'ils y ont vu un avantage immédiat ou parce qu'ils ont subi des pressions des gouvernements étrangers. Ils ont ainsi entamé ce processus sans établir au préalable un programme de conduite bien réfléchi. Cette précipitation les a menés à un nouvel environnement où la concurrence est rude et pour laquelle leurs instruments et moyens de survie n'ont pas été bien préparés.

LA LIBÉRALISATION FINANCIÈRE : LES EFFETS ATTENDUS

La libéralisation financière a été conçue par McKinnon et Shaw (1973) comme étant une manière efficace et simple permettant d'accélérer la croissance économique des pays en développement. Leur modèle est fondé sur l'idée selon laquelle en éliminant la répression financière, qui est à l'origine du ralentissement de la croissance économique, il sera possible d'augmenter davantage la croissance économique d'un pays. D'après ces deux économistes, un système financièrement réprimé est un système où le gouvernement détient le monopole dans l'attribution des crédits et décide des taux d'intérêt pratiqués. Dans cette perspective, le gouvernement met en place des réglementations (portant par exemple sur le taux d'intérêt en vigueur), que les institutions financières sont tenues d'appliquer, lui permettant d'exercer ou de renforcer le contrôle d'une part, sur les banques et les autres intermédiaires financiers et, d'autre part, sur les mouvements de capitaux internationaux. Dans un tel contexte, le système bancaire et financier se trouve alors sous le contrôle et l'autorité du gouvernement, ce qui entrave le bon fonctionnement de l'économie, et freine la croissance et l'investissement. L'élimination de la répression financière est alors de rigueur pour promouvoir un processus de croissance économique.

Par ailleurs, le système financier a besoin de son autonomie qui peut lui être assurée à travers la libéralisation financière. Par exemple, par le biais d'un accroissement des taux d'intérêt réels sur les dépôts (soit en augmentant les taux d'intérêt nominaux ou en diminuant l'inflation). La libéralisation va stimuler l'accumulation des encaisses réelles, et donc l'épargne, et permettre par conséquent un accroissement de l'investissement.

La libéralisation peut être assimilée au processus qui donne au marché le plein pouvoir pour déterminer qui possède une garantie pour pouvoir bénéficier d'un crédit et à quel taux. La libéralisation accorde aux banques une autonomie leur permettant de gérer leurs propres affaires. Ainsi, la libéralisation financière apparaît comme une solution permettant la sortie d'un régime de « répression financière » et constituant le point de départ vers un développement sain et durable de l'économie. C'est dans cette optique que la libéralisation financière est adoptée par les pays et qu'elle a séduit, ces dernières années, en particulier les pays en développement. Cela suggère une élimination des contrôles sur les crédits, une déréglementation des taux d'intérêt, une libre entrée au sein du secteur bancaire et plus généralement dans l'industrie des services financiers, une autonomie bancaire, une privatisation des banques et une libéralisation des flux de capitaux internationaux. Ces six caractéristiques représentent à la fois l'aspect externe et interne de la libéralisation financière.

L'aspect externe se caractérise par la libre circulation des capitaux. Plusieurs avantages doivent en résulter. En premier lieu, les marchés émergents obtiennent un accès à l'épargne mondiale, permettant ainsi aux investisseurs locaux d'exploiter de nouvelles ressources ou de nouveaux fonds et d'augmenter par conséquent le taux d'investissement. En deuxième lieu, le coût de l'emprunt diminue dans la mesure où les taux d'intérêt sur les marchés financiers internationaux tendent à être plus faibles que les

taux domestiques. La croissance est ainsi favorisée. Par ailleurs, lorsqu'un pays s'ouvre aux flux financiers internationaux, l'augmentation des investissements s'accompagne d'une augmentation de l'épargne et d'une baisse de la consommation. Le pays peut aussi compter sur l'épargne étrangère qui générera plus tard des rendements futurs élevés.

L'aspect interne se traduit par des changements susceptibles d'affecter les instruments de la politique monétaire mis à la disposition des autorités monétaires, et par conséquent la modification de ses conditions d'exercice. En effet, dans le cadre de la libéralisation financière, les différents marchés subissent des transformations et des mutations qui peuvent fragiliser les pays qui ne se sont pas bien préparés à ces changements. Les marchés émergents sont les marchés les plus exposés à ces perturbations économiques et monétaires.

Il est par ailleurs important de signaler que le rôle disciplinant de la mobilité des capitaux et de la fixation du taux de change a été souvent encouragé dans la mise en application de la libéralisation financière, dans la mesure où ces deux éléments aident à faire baisser l'inflation aussi bien dans les pays développés que dans les pays en développement. La mobilité des capitaux a été l'élément le plus frappant de cette libéralisation compte tenu de son ampleur. Plus la mobilité des capitaux est importante, plus rapide devrait être l'effet disciplinant de la politique macroéconomique. Cela s'explique éventuellement par les coûts importants que les gouvernements anticipent et qui s'imposent à eux si les crises et dévaluations reposent sur des politiques inappropriées.

En fait le rôle disciplinant des marchés peut modifier l'arbitrage entre gains immédiats et coûts futurs auxquels font face les gouvernements. En effet, les politiques expansionnistes génèrent des bénéfices qui précèdent les coûts incitant ainsi les gouvernements à mener des politiques contradictoires avec la soutenabilité du régime de change. Dans cette perspective, une forte mobilité des capitaux qui augmente la probabilité de crises de change futures devrait modifier cette incitation à des politiques exagérément expansionnistes.

Pour beaucoup de marchés émergents, une relation positive entre le degré d'ouverture des marchés et la baisse de l'inflation a été établie. Les marchés étant fortement tournés vers l'anticipation d'inflation, ils sont incités à surveiller le gouvernement à travers la mise en place des politiques adéquates, pour dissuader l'inflation et éviter les risques d'attaques spéculatives et de fuites de capitaux. Mais le problème qui se pose est temporel. En effet, les marchés sanctionnent tardivement le gouvernement, ce qui conduit à des problèmes au niveau de la discipline à laquelle le gouvernement doit se conformer. Discipliner le gouvernement permet en effet de limiter les politiques économiques laxistes.

La relation entre les politiques monétaires courantes et les effets futurs sont d'autant plus rapides que la mobilité des capitaux augmente. Cependant, les effets d'une politique monétaire expansionniste peuvent ne pas être immédiats et ne générer des crises qu'après quelques années. Par exemple, en se référant aux effets d'une telle politique sur le compte courant, il apparaît qu'une anticipation d'attaques spéculatives va provoquer une fuite de capitaux. Cela peut augmenter les coûts futurs prévus. L'idéal est alors d'adopter une politique monétaire très expansionniste compatible avec le maintien d'un

taux de change administré. La sortie provoquée de capitaux spéculatifs sera à l'origine d'une augmentation des taux d'intérêt. Cette augmentation des taux d'intérêt va servir d'indicateur d'une part pour alerter les investisseurs que le risque augmente, et d'autre part pour prévenir le gouvernement de la nécessité du changement et de mise en ordre de sa politique. Un gouvernement optimum va répondre à cet indicateur par des changements adéquats au niveau de la politique monétaire adoptée. Le comportement des marchés financiers aura ainsi apporté une discipline au niveau des politiques du gouvernement qui ne peut lui être que bénéfique, sans pour autant conduire à une crise. Mais l'attitude de ce gouvernement vis à vis du changement de sa politique n'est pas évidente, et c'est ce qui explique éventuellement la fréquence des crises.

Les principales actions des marchés émergents en matière de libéralisation ont fait l'objet de plusieurs études.

D'après une étude faite par Williamson et Mahar (1998), même si les pays d'Amérique Latine et d'Asie du Sud Est ont commencé la libéralisation financière à la fin des années quatre-vingt, le secteur financier a connu, lui, une importante libéralisation entre 1992 et 1996. Cette période a été caractérisée en grande partie par une libre circulation des capitaux, un recul des contrôles sur les mouvements de capitaux, un important mouvement de privatisation, plus de flexibilité des taux de change, une élimination des contrôles de crédit. Dans ce contexte, la majorité des marchés émergents ont libéralisé leur compte de capital progressivement. Cette libéralisation a été effectuée tout en respectant la nécessité de la mise en place des conditions permettant d'éviter les entrées massives de capitaux, ce qui n'implique pas nécessairement la libéralisation des sorties de capitaux.

Williamson (1993)² souligne l'importance des pré-conditions pour une libéralisation prudente des flux de capitaux entrants versus les flux sortants. Ces pré-conditions regroupent la mise en place des industries d'exportation non traditionnelles ; la discipline budgétaire ; un régime d'importation libéralisé et un système financier domestique libéralisé. Le maintien de quelques contrôles sur les flux de capitaux à court terme (telles que les réserves appliquées sur les emprunts en devise) est aussi recommandée afin de se prémunir contre les massives entrées de capitaux.

Pour Fisher et Reins (1992)³, la libéralisation à long terme des entrées de capitaux doit être adoptée dès le début du processus de la libéralisation. Dès lors plusieurs conditions doivent être remplies au fur et à mesure, notamment : l'adoption d'une libéralisation commerciale au moins de 2 ans avant la suppression des contrôles de capitaux ; un déficit budgétaire moyen inférieur à 5 % du PIB dans les 3 ans conduisant à la suppression des contrôles ; l'introduction de la libéralisation financière domestique ; le libre accès au secteur bancaire (banques domestiques et étrangères) ; la réduction de la part de l'Etat dans les banques à moins de 40 % au moins 2 ans avant la dérégulation ; et la présence d'un système de régulation prudentielles et de supervision ajusté au système financier fondé sur le marché.

² Cité dans Williamson et Mahar (1998)

³

Toutes ces actions ont toutefois été interrompues par des situations délicates notamment les crises de change en 1994 et en 1997, témoignant ainsi de la fragilité et des lacunes du processus de libéralisation financière.

La libéralisation financière à l'épreuve des faits

Les marchés émergents ont été attirés par ce que peut leur offrir la libéralisation financière telle qu'elle a été définie par McKinnon et Shaw. En effet, pendant les années quatre-vingt-dix, la libéralisation financière s'est développée dans le sud-est asiatique générant une rapide croissance, un taux d'épargne élevé et des entrées massives de capitaux. Depuis, elle s'est propagée progressivement pour toucher tous les marchés émergents dans le monde, permettant ainsi aux investisseurs des pays industrialisés d'investir dans plus de 50 pays émergents dont un grand nombre des pays d'Amérique Latine. Ces derniers ont largement libéré leurs comptes de capital⁴ dans l'objectif d'attirer des capitaux étrangers. Parallèlement, des facteurs exogènes, en particulier l'important déclin des taux d'intérêt aux Etats Unis d'Amérique, ont engendré une entrée massive de capitaux en Amérique Latine. Cet afflux n'a cependant pas conduit à une augmentation générale de l'investissement contrairement à ce qui était attendu.

Il est certain que dans un premier temps, la libéralisation financière encourage, facilite et accélère les mouvements de capitaux et en l'occurrence les entrées de capitaux sur les marchés émergents. Elle peut favoriser une affectation plus efficace de l'épargne, de plus grandes possibilités de diversification des risques d'investissement et une croissance plus rapide. Mais la libéralisation financière n'arrive pas vraiment à permettre une allocation optimale des capitaux au niveau international. Lorsque les pays excédentaires en capitaux, dans les régions les plus développées, ont investi dans les marchés émergents, le financement du développement dans ces marchés par les capitaux privés ne s'est pas fait de manière optimale. Les capitaux ont afflué dans des pays qui disposent déjà de taux d'épargne élevés et ont favorisé l'accroissement de l'offre de crédit. Par ailleurs, l'instabilité inhérente des marchés de capitaux peut être mise en évidence lorsqu'un volume important de fonds peut y circuler en très peu de temps. Dans de telles conditions, les autorités ne sont pas libres de poursuivre des politiques de croissance étant donné le risque des attaques spéculatives. Les crises des années quatre-vingt-dix en sont la meilleure preuve. Alors que le début de cette décennie a été marqué par le retour des entrées de capitaux après les effets négatifs de la crise de la dette des années quatre-vingt, vers la fin des années quatre-vingt-dix, les marchés émergents ont vu leurs systèmes financiers et bancaires s'exposer à des risques importants auxquels ils doivent faire face. Parmi ces risques, nous citons :

⁴ La libéralisation du compte financier relève d'un choix politique des gouvernements et nécessite à la fois des structures économiques et financières solides (notion de *sequencing* assurée par les différentes réformes structurelles qui permettent d'améliorer et de renforcer la solidité des structures économiques et financières des différents pays ayant amorcé le processus de libéralisation financière).

- les risques de change liés à la volatilité du taux de change ⁵, volatilité pouvant s'expliquer par une faible maîtrise des outils macroéconomiques ;
- les risques des taux d'intérêt, liés à la volatilité des cours en bourse. Ce dernier risque tient son origine de la faible liquidité qui caractérise ces marchés.

A ces risques s'ajoute le fait que les marchés émergents dépendent largement des capitaux étrangers. Cette dépendance s'est accrue avec les changements observés entre les parts de capitaux privés et publics. En effet, avant les années quatre-vingt-dix, l'Etat a été très présent, mais cette décennie a vu la part des capitaux publics diminuer en faveur des capitaux privés, et ce dans le cadre de la privatisation qui a accompagné la libéralisation financière. Ces vagues de privatisation ont créé des incitations à la mobilité des capitaux. En cas de récession ou de panique quelconque, les investisseurs privés, dont le nombre croît de plus en plus, se pressent de retirer très vite leurs fonds au profit de placements plus sûrs. La fréquence de ces mouvements et l'importance des volumes retirés ont largement contribué à fragiliser les politiques monétaires des pays d'accueil des capitaux étrangers, dans la mesure où elles ne peuvent plus assurer la stabilité monétaire qu'elles se fixent comme objectif.

En raison des problèmes économiques multiples, les entrées massives de capitaux dans les marchés émergents deviennent difficiles à gérer par la politique monétaire, ce qui altère son efficacité. En effet, La mobilité des capitaux a, à la fois, facilité le maintien de déséquilibres croissants, notamment ceux des balances des paiements courants, et a précipité le déclenchement de crises et de paniques violentes pour corriger ces déséquilibres, une fois que leur caractère non soutenable devenait évident.

L'entrée massive de capitaux a profité à plusieurs marchés émergents aussi bien sous forme d'investissements directs étrangers que sous forme de placements de portefeuille provenant de l'étranger. Toutefois, lorsqu'il est question de flux à court terme en particulier, le changement d'attitude des investisseurs est à l'origine d'un renversement des flux qui se matérialise par une brutale sortie des capitaux. Notons qu'avant la crise de 1997, l'afflux de capitaux a provoqué une appréciation des monnaies locales entraînant une diminution du coût d'endettement extérieur pour les emprunteurs et a ouvert aux investisseurs internationaux des perspectives de plus-value. Cela a été pour le cas de l'Asie à l'origine d'une bulle spéculative qui a gonflé jusqu'au moment où l'insuffisante rentabilité des investissements éclate au grand jour. La montée des déséquilibres courants de certains pays, comme la Thaïlande, accentuée par la hausse du dollar en 1997, a été un des éléments révélateurs. Le retournement de la situation et la perspective de moins-value résultante a poussé les investisseurs à vendre rapidement leurs actions. Ce mouvement de retrait a provoqué une baisse du taux de change qui accroît encore les moins-values pour les investisseurs étrangers, d'où de nouvelles ventes.

Ces renversements de tendance ont contribué, depuis 1994, à de graves crises financières notamment celle du Mexique en 1994, de L'Asie du Sud-Est en 1997, du Brésil en 1999 et de l'Argentine en 2001-2002. L'accélération de ce phénomène de crise ne doit pas surprendre dans la mesure où un lien évident peut être établi entre d'une part, ces phénomènes de crise, et d'autre part, le développement de la sphère financière et la mondialisation des marchés de capitaux. La fréquence des crises pendant cette période

⁵ Il est nécessaire de signaler ici que plusieurs pays émergents ont lancé ce mouvement de ajustement de leur monnaie pour ajuster cette volatilité.

est d'autant plus élevée que le pays est ouvert, c'est à dire que le pays a un compte capital libéralisé. Plus le pays accorde une liberté et une mobilité aux flux de capitaux de court terme en particulier, plus il est devenu sensible aux crises.

Selon Krugman (1979), du moment où on est dans un régime de change fixe, la crise est inéluctable. Cela est lié au fait que les fondamentaux, assimilés à toute variable macro-économique susceptible d'influencer une monnaie, se dégradent de manière continue. Ainsi l'effondrement des fondamentaux qui se traduit par l'épuisement des réserves de change signale l'avènement de la crise, appelée crise de la balance des paiements, et donc la fin du régime de change fixe laissant ainsi la place à un régime de taux de change flottant. Le développement de cette théorie par Flood et Garber en 1984 a abouti à identifier certaines variables comme les réserves de change, le taux de change, le stock de monnaie et le crédit domestique comme indicateurs de la crise.

En établissant un lien entre ces variables et les entrées de capitaux, on arrive à confirmer la relation entre les entrées de capitaux et les crises. Toutefois, le modèle des crises de balance des paiements a été contesté par plusieurs économistes, notamment Obstfeld (1986). Pour lui, les crises sont plutôt auto-réalisatrices, ce qui veut dire qu'une crise ne peut avoir lieu que si le régime de change est attaqué, et ce, quelque soit le niveau des fondamentaux. Il rejette ainsi l'idée de Krugman selon laquelle la crise est inévitable avec l'épuisement des réserves de change comme principale cause d'effondrement des fondamentaux. Il élargit d'ailleurs le sens des fondamentaux en y introduisant toute variable susceptible d'influencer les anticipations des agents du marché de change sur la politique future du gouvernement.

Selon Obstfeld (1996), Bensaïd et Jeanne (1996), le gouvernement peut affecter l'avènement de la crise en décidant de défendre ou non son régime de change prévalant avant la crise. Ainsi, le régime du taux de change peut être maintenu, même après une crise. Cela ne signifie pas automatiquement que c'est le régime le plus approprié à cette économie puisque le choix de garder ou d'abandonner le régime de change est fonction des coûts générés par chaque action.

Flood et Marion (1998) ont essayé de rapprocher les deux modèles de crises pour aboutir au modèle de troisième génération. Selon ce dernier, il est possible d'avoir à la fois dégradation des fondamentaux et auto-réalisation des crises. Ce modèle permet donc d'élargir la gamme des paramètres et des fondamentaux à l'origine d'éventuelles crises.

Malgré les différences qu'ils présentent, tous ces modèles de crise font apparaître d'une part, l'existence d'un lien entre les fondamentaux et l'occurrence des crises et d'autre part, l'existence d'une forte instabilité des marchés puisqu'il apparaît que toutes les crises ne reposent finalement pas que sur les fondamentaux. L'occurrence des crises peut être aussi attribuée à une mauvaise gestion de la libéralisation financière. En effet, aussi bien interne qu'externe, la libéralisation financière peut accroître éventuellement les risques de crise si elle n'est pas accompagnée de politiques macro-économiques appropriées, capables d'apporter les meilleures mesures de contrôle et de supervision. La libéralisation interne, en intensifiant la concurrence au sein du secteur financier, accroît la vulnérabilité des intermédiaires aux conséquences des prêts insolvables et des mauvaises pratiques de gestion. La libéralisation externe de son côté peut amplifier les

conséquences d'une politique malavisée dans la mesure où l'entrée des banques étrangères dans le pays peut réduire les marges des banques nationales et les rendre plus vulnérables aux pertes sur les prêts, même si l'on considère que la présence des banques étrangères est un facteur stabilisant pour le pays.

L'afflux de capitaux vers les marchés émergents s'est fait à la fois pour des raisons positives (tels que la croissance rapide des pays émergents et le renforcement de la stabilité publique) et pour des raisons négatives (telles que la récession et la dynamique des taux d'intérêt dans les pays développés). Ces capitaux ont pris la forme d'investissements directs ou d'investissements de portefeuille. Au fil du temps les marchés émergents ont pris une place croissante dans toute stratégie de diversification internationale des portefeuilles. Mais la ventilation des capitaux externes entre investissements directs et investissements de portefeuille reste toujours dépendante à la fois des offreurs et des demandeurs de capitaux.

La libre circulation des capitaux a finalement favorisé la croissance des pays qui en ont bénéficié. Elle a contribué à la hausse de l'investissement, à l'accélération de la croissance et à l'amélioration du niveau de vie dans bien de pays. Elle a aussi permis aux pays ayant des ressources d'épargne limitées d'attirer des financements pour leurs projets d'investissement internes. Mais la libéralisation et la globalisation génèrent un coût : une instabilité plus forte des marchés et la montée de la spéculation. Ces inconvénients sont d'autant plus préoccupants qu'une crise financière localisée peut non seulement éclater, et se propager géographiquement mais aussi déborder de la sphère financière et provoquer des difficultés dans la sphère réelle.

Face à ces crises, les effets controversés des entrées de capitaux se sont révélés de plus en plus importants. Ces entrées de capitaux ayant accompagné la libéralisation financière pour combler dans un premier temps les déficits budgétaires, sont devenues de plus en plus massives contribuant ainsi à promouvoir les investissements dans les marchés émergents, et à favoriser les rattrapages de croissance dans ces pays. Toutefois, fautes d'actions monétaires adéquates, ces entrées de capitaux ont fini par installer le doute sur les avantages qu'elles peuvent apporter aux marchés émergents, doutes qui se sont « confirmés » par les crises de change des années quatre-vingt-dix.

Les crises permettent ainsi de mesurer le degré de gravité que peut engendrer une mauvaise gestion de la politique monétaire résultante éventuellement des différents aspects de la libéralisation financière. Dans ce travail, notre intérêt sera porté essentiellement non sur les crises elle-même, mais plutôt sur les implications monétaires des entrées de capitaux qui ont accompagné l'ouverture financière.

Comment les entrées de capitaux affectent-elles la conduite de la politique monétaire dans les marchés émergents ?

C'est la question à laquelle nous essaierons de répondre tout au long de ce travail de recherche. Les modèles théoriques, notamment les modèles de crises ont pu démontrer que la mobilité des capitaux a, en effet, soumis les politiques économiques à des contraintes plus fortes et plus immédiates et a sensiblement resserré les marges de manœuvre des différents gouvernements. De bons fondamentaux limitent le risque de contagion de la crise et permettent aux gouvernements de disposer des marges de manœuvre nécessaires pour intervenir en cas de crise. Vouloir maintenir des fondamentaux sains semble nécessaire pour assurer une bonne conduite de la politique monétaire.

Les entrées de capitaux ont montré qu'elles peuvent financer les investissements et stimuler la croissance économique. Néanmoins, les capitaux étrangers peuvent provoquer une hausse des agrégats monétaires et créer par conséquent des pressions inflationnistes. Par ailleurs en induisant un dérèglement des fondamentaux, ces capitaux peuvent éventuellement conduire à une crise. Or, comme le montrent certains modèles de crise, lorsqu'un pays est sujet à une crise, il peut être amené à changer de régime de change affectant ainsi la conduite de la politique monétaire. Une bonne politique macroéconomique est alors de rigueur pour assurer le succès de la déréglementation.

Tous ces éléments permettent de conclure à un lien entre la nouvelle ligne dans laquelle s'inscrit la politique monétaire et les entrées de capitaux ayant caractérisé les marchés émergents.

A travers ce travail, nous essayons d'apporter les éléments qui peuvent éventuellement déterminer comment l'entrée massive de capitaux affecte l'efficacité de la politique monétaire dans les pays émergents retenus, et quelles sont les actions entreprises par ces pays pour y faire face ?

Cette question soulève deux importantes interrogations concernant :

- l'impact des entrées de capitaux sur les instruments et les objectifs de la politique monétaire dans les marchés émergents ;
- les réponses apportées par ces marchés pour arriver à s'assurer un degré de stabilité monétaire efficace et durable ?

Pour répondre à ces questions, ce travail de recherche comporte une étude en quatre étapes :

La première, fait l'objet du premier chapitre qui comporte une analyse de l'évolution des mouvements de capitaux depuis 1880, et tout particulièrement les entrées de capitaux dans les marchés émergents à partir de 1990. Nous exposons dans ce contexte les déterminants internes et externes des entrées de capitaux, ainsi que les différentes réformes structurelles mises en place par les pays émergents en question.

La deuxième étape (chapitre 2), retrace l'impact des entrées de capitaux sur les différentes variables macroéconomiques dans les marchés émergents, de manière à mettre en évidence les difficultés qui peuvent toucher leur politique monétaire. Cela est d'autant plus important pour les pays d'Amérique Latine qui ont mis en oeuvre des plans de stabilisation destinés à baisser leurs taux d'inflation élevés.

Dans les deux dernières étapes, nous abordons les stratégies de politique économique utilisées par les autorités des pays en question pour essayer de résoudre les problèmes générés par les entrées de capitaux.

Ainsi, le chapitre 3 porte sur les contrôles des entrées de capitaux. Dans ce contexte, nous exposons dans un premier point les mesures de contrôle les plus utilisées dans notre échantillon de pays, et dans un second point l'efficacité de ces mesures de contrôle.

Dans le chapitre 4, nous étudions la nouvelle conduite adoptée par la politique monétaire de chaque pays. Celle-ci consiste à choisir une ancre nominale faisant office de cible et à mettre en œuvre les dispositifs et conditions nécessaires pour atteindre cette cible. Dans ce contexte, les marchés émergents ont opté dans un premier temps soit pour un objectif du taux de change, soit pour un objectif d'agrégat monétaire, pour se fixer finalement sur l'objectif d'inflation. Les caractéristiques de ce ciblage qui semble répondre le mieux aux attentes des pays émergents sont traitées plus longuement dans ce chapitre.

Chapitre I : Les entrées de capitaux : volume, composition et déterminants

Le siècle dernier a connu de nombreuses perturbations financières et monétaires depuis 1929 jusqu'à 2002. Dans ce contexte, les difficultés financières rencontrées au Mexique en 1994, en Asie en 1997, au Brésil en 1999 et en Argentine en 2002 témoignent de l'ampleur des crises de change dans les marchés émergents. Par rapport à ces crises, celles des années trente et des années quatre-vingt présentent certaines différences dont Eichengreen et Fishlow (1998) en retiennent trois majeures :

- La première est relative à l'étendue de chacune d'entre elles : alors que la crise des années trente a été globale, celle des années quatre-vingt a été plutôt sélective dans la mesure où elle n'a affecté que quelques régions (Amérique Latine, Europe de l'Est, Afrique ...). En revanche, les crises des années quatre-vingt-dix n'ont touché qu'un pays (le Mexique, la Russie, le Brésil et l'Argentine en 2002) ou une région (l'Asie en 1997). Ceci est attribué à la sévérité des chocs macroéconomiques. Dans les années trente, la globalité de la crise s'explique par la grande dépression qui a touché l'ensemble des marchés. Tous les pays importateurs de capitaux ont été affectés par l'effondrement des cours boursiers, par la déflation de la dette et par l'augmentation des taux d'intérêt réels qui ont perturbé les marchés financiers. Par ailleurs, les crises des années quatre-vingt et quatre-vingt-dix sont moins générales dans la mesure où les chocs macro-économiques qui y ont contribué ont été relativement moins importants.

- La deuxième est relative au degré d'intervention des gouvernements des pays créditeurs et des institutions multilatérales vis à vis des crises. En effet, contrairement aux années trente, en 1980 suite aux crises qui ont touché leur système bancaire, les pays créditeurs ont soutenu les interventions des institutions financières internationales, notamment celles du Fonds Monétaire International (FMI). Au cours des années quatre-vingt-dix, il y a eu aussi des interventions, mais en opérant cette fois-ci à travers les pays leader, à savoir les Etats Unis pour le Mexique, le Brésil et l'Argentine et le Japon pour la Thaïlande. Par ailleurs, ces dernières crises ont constitué une menace pour la stabilité des institutions financières des pays industrialisés, mais qui a été plus sélective que ce qu'en 1980. En effet, la crise du Mexique a constitué une menace pour Wall Street, alors que celle de l'Asie a posé un problème plutôt pour les banques japonaises ayant des accords avec la Thaïlande.
- La troisième différence réside dans la réaction des pays emprunteurs qui a pris la forme de substitution d'importations dans les années trente, d'ajustements fiscaux dans les années quatre-vingt et d'ajustements monétaires dans les années quatre-vingt-dix.

A côté de ces différences majeures, un important trait de caractère s'est développé pendant les années quatre-vingt-dix, à savoir l'ouverture de plus en plus prononcée des marchés émergents sur l'extérieur, suivie de la libéralisation financière. En effet, on constate une profonde modification du système financier international entre les années quatre-vingt et quatre-vingt-dix, et ce, sous l'impact d'un processus intense de mondialisation et de libéralisation. Un élément déterminant de cette modification des financements internationaux est la mobiliérisation, ce qui n'est pas sans rappeler la période 1880-1930, où ce phénomène s'est traduit dans les pays en voie de développement d'une part, par un accroissement rapide des marchés boursiers, et d'autre part, par des entrées massives de capitaux fondées sur les investissements directs étrangers, en particulier les investissements de portefeuilles. La mobiliérisation a été précédée, dans les marchés émergents, par d'importantes mesures de libéralisation économique et de réformes structurelles qui ont encouragé le retour des capitaux internationaux dans ces économies.

L'étude des différences entre les crises sur une longue période permet de dégager les éléments nouveaux qui ont pu à un moment donné provoquer, accélérer ou ralentir une crise. Parmi ces éléments, on cite la libéralisation financière dont l'analyse historique, faisant l'objet de ce premier chapitre, permet de porter un meilleur jugement sur l'expérience des années quatre-vingt-dix.

Ainsi, nous présentons, l'évolution de la mobilité des capitaux, en particulier l'évolution des entrées de capitaux sur les marchés émergents, afin de voir dans quelle mesure la libéralisation financière a encouragé ces mouvements de capitaux.

La première section traite du volume et de la nature des flux de capitaux à destination des pays émergents, et ce, en deux points :

L'analyse des marchés de capitaux tout au long du siècle dernier. L'objectif ici est 1.
d'identifier les périodes de crise, leurs causes et leurs conséquences ;

L'étude de l'évolution de la composition et du volume des entrées de capitaux sur les 2. marchés émergents.

La seconde section traite des déterminants des entrées de capitaux dans les marchés émergents pendant les années quatre-vingt-dix. Ils sont regroupés en facteurs internes et facteurs externes :

Les facteurs internes sont relatifs à chaque pays et regroupent en grande partie les 1. réformes structurelles qui ont accompagné la libéralisation financière ;

Les facteurs externes sont relatifs à l'économie mondiale tels que les chocs externes 2. qui peuvent toucher plusieurs économies.

I- Analyse des entrées de capitaux

Bien avant la libéralisation financière et économique, les mouvements de capitaux ont toujours accompagné toute ouverture des marchés de capitaux. Ainsi, il y a eu plusieurs vagues d'accroissement de la mobilité des capitaux touchant aussi bien les pays industrialisés que les pays émergents depuis 1880.

Dans cette première section, nous étudierons l'évolution des mouvements de capitaux tout au long de ce siècle, afin de déterminer comment certains événements marquants, comme les guerres, peuvent stimuler ou décourager la liberté des mouvements de capitaux. Nous nous attardons plus sur les années quatre-vingt-dix pour voir la rapidité avec laquelle les entrées de capitaux ont augmenté dans les marchés émergents.

I-1- Analyse en longue période des entrées de capitaux

Avant la première guerre mondiale, les marchés nationaux ont été reliés entre eux par le système d'étalon or. Les capitaux se déplaçaient librement entre les frontières en raison de l'absence des restrictions et des contrôles sur les mouvements internationaux de capitaux.

A la suite des crises des années trente et quarante, les contrôles de capitaux, les taxes et les restrictions sur les transferts ont eu tendance à s'accroître. Les accords de BrettonWoods ont favorisé les contrôles sur les capitaux, considérant que dans les années trente, les mouvements de capitaux ont constitué un facteur de crise. Alors que le GATT⁶ a encouragé une réduction des taxes et une multilatéralisation du commerce, les contrôles de capitaux se sont poursuivis. Cependant, avec le regain de confiance dans les avantages de l'économie et dans les technologies de l'information, il est devenu plus difficile de fermer les marchés nationaux vis à vis des transactions internationales, d'où la

⁶ GATT : *General Agreement on Tariffs and Trades* ; Accord général sur les tarifs et le commerce qui est un accord multilatéral conclu à Genève en 1947 sur des principes concernant les tarifs douaniers et les politiques commerciales des pays signataires.

tendance d'accroissement de la mobilité des capitaux.

Le processus d'intégration financière actuel renoue en partie avec la situation d'avant 1914. Globalement, l'intégration économique a subi des variations à l'image d'une courbe en forme de U : des niveaux élevés à la fin du XIX^{ème} siècle, un recul important suite aux deux guerres et le redressement progressif après 1945. Bordo, Eichengreen et Kim (1998) ont repris le scénario du retour au passé, tout en concluant que l'analogie avec le XIX^{ème} siècle ne doit pas être trop poussée. A quelques égards près, l'intégration financière de l'avant 1914 n'est pas surpassée, mais dans d'autres, les marchés financiers actuels sont beaucoup plus intégrés que dans le passé. Une des raisons essentielles aujourd'hui est le développement des nouvelles technologies de l'information qui ont permis de diminuer la segmentation des marchés et par conséquent les effets d'asymétrie d'information⁷.

En se référant à la revue de la littérature empirique de l'intégration des marchés financiers depuis 1880 jusqu'à aujourd'hui, nous présenterons au préalable l'évolution des mouvements des flux de capitaux depuis cette date, en insistant davantage sur les marchés émergents ayant caractérisé les années quatre-vingt-dix.

I-1-1- Evolution des mouvements de flux de capitaux depuis 1880

Avant la première guerre mondiale, en l'absence de restrictions sur les mouvements des capitaux internationaux, les capitaux étrangers ont atteint des niveaux sans équivalents auparavant. Ceci a renforcé l'intégration d'abord des marchés financiers entre eux, puis des marchés du travail et de la production. L'évaluation du degré d'intégration des marchés financiers au cours du temps a fait l'objet de plusieurs travaux. Nous retiendrons ici trois mesures proposées par l'étude de Bordo, Eichengreen et Kim (1998) et qui seront développées plus loin. Il s'agit :

- du ratio CC/PIB qui mesure le déséquilibre du compte courant (CC) par rapport au produit intérieur brut (PIB). Le résultat de ces recherches montre que plus ce ratio est élevé, plus l'intégration est forte ;
- du ratio de persistance du déséquilibre du compte courant selon lequel si l'équilibre du compte courant n'est pas rétabli sur une période durable, alors il y a intégration ;
- de la corrélation épargne investissement.

Cette étude porte sur les périodes suivantes :

- Le régime étalon-or, entre 1880 et 1913 ;
- L'entre-deux-guerres, entre 1919 et 1939, connue comme étant une période de grande crise ;
- Le régime de Bretton Woods, entre 1960 et 1970, qui a suivi une période de libéralisation très lente des mouvements de capitaux après 1945 ;

⁷ L'asymétrie d'information signifie qu'un emprunteur souverain est mieux informé que les prêteurs intervenants sur ces marchés. Cela engendre des phénomènes d'anti-sélection et d'aléa moral sur les marchés financiers (actions, obligations, crédit).

- Le régime des changes flottants, à partir de 1971, qui a connu l'effondrement des changes fixes en 1971 suivie de la libéralisation des mouvements de capitaux.

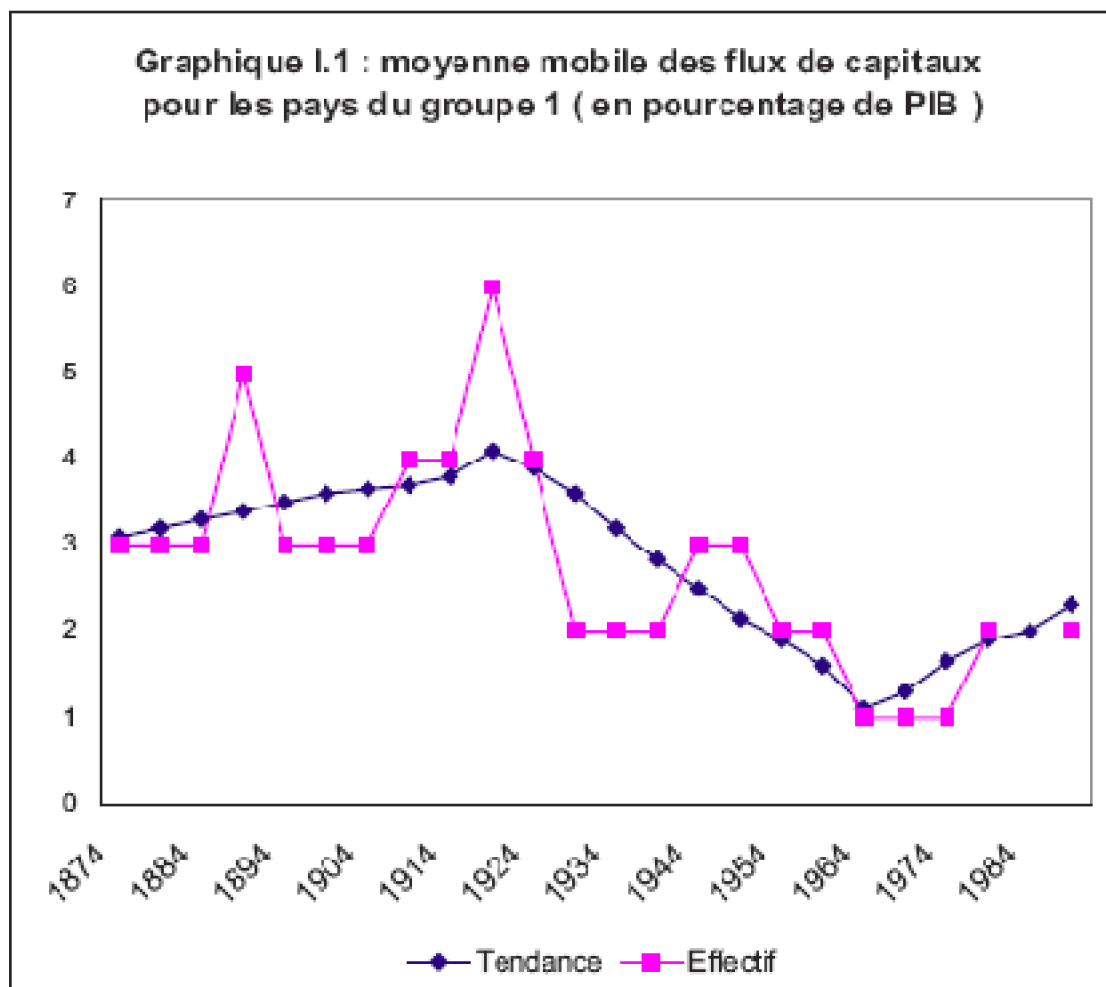
L'étude concerne également différents pays classés en deux groupes :

- Un premier groupe qui comprend : l'Argentine, l'Australie, le Canada, le Danemark, la Finlande, la France, l'Allemagne, l'Italie, la Norvège, le Japon, la Suède, le Royaume Uni et les Etats Unis d'Amérique ;
- Un second groupe qui comprend : l'Afrique du Sud, l'Algérie, le Brésil, le Chili, la Chine, la Colombie, la Corée du Sud, l'Egypte, la Hongrie, l'Inde, l'Indonésie, Israël, la Malaisie, le Maroc, le Mexique, le Pakistan, les Philippines, la Pologne, la Roumanie, la Thaïlande, la Turquie et le Venezuela.

A. Le ratio CC/PIB

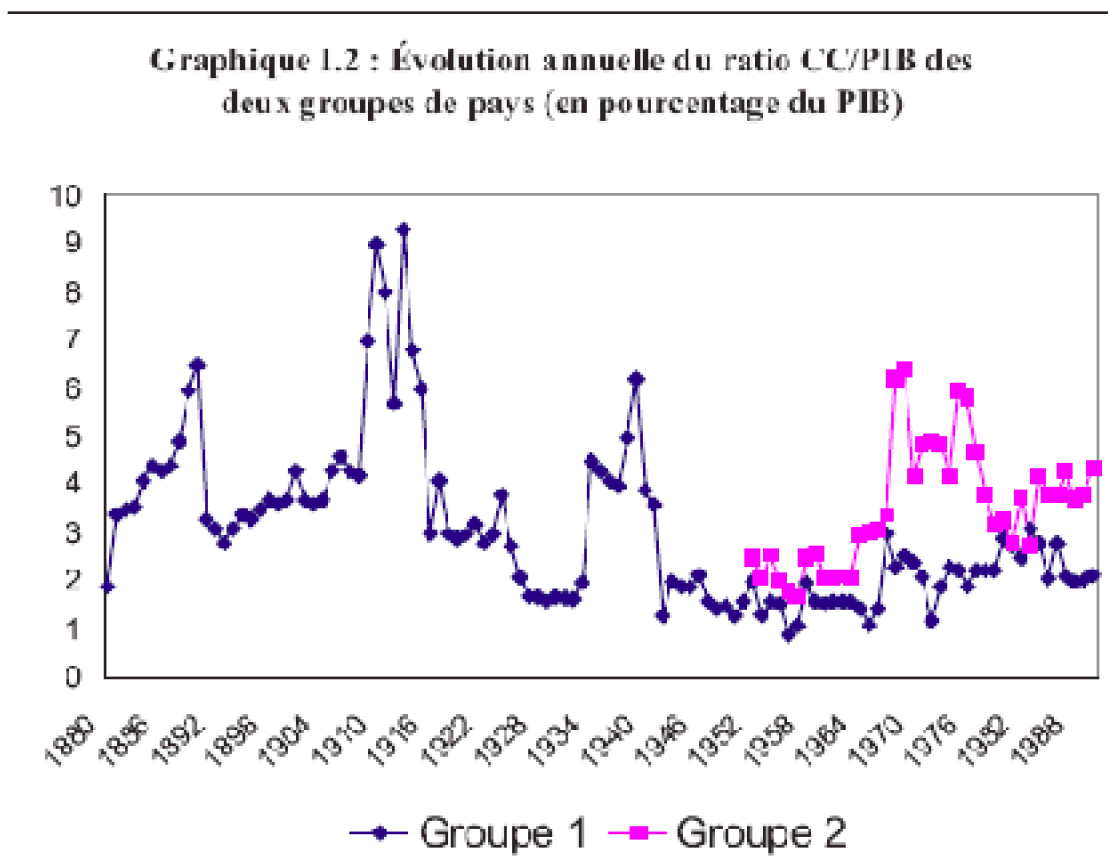
Le ratio rapportant le compte courant au PIB (CC/PIB) mesure l'importance relative du déséquilibre du compte courant par rapport au PIB. Les différents travaux montrent que plus ce ratio est élevé, plus forte sera l'intégration. Par exemple, lorsque le compte courant est déficitaire, ce déficit sera rapidement financé à condition que le pays en question soit lié avec d'autres marchés, à qui incombera le financement de ce déficit, par une forte intégration. Un pays ayant un déficit du compte courant est généralement importateur de capitaux. En revanche, si le pays a un compte courant excédentaire, il devient exportateur net de capitaux. Plus la mobilité internationale des capitaux est élevée, et ainsi plus le degré d'intégration financière internationale est important, plus l'économie mondiale peut supporter des déséquilibres élevés des comptes courants en pourcentage du PIB.

La différence qui apparaît entre les pays émergents (groupe 2) et ceux qui sont devenus industrialisés (groupe 1), c'est que ces derniers ont connu une plus forte intégration bien avant les pays du second groupe. En effet, si l'on observe le graphique I.1, qui retrace l'évolution de la moyenne mobile de la valeur absolue du ratio CC/PIB entre 1874 et 1989 pour les pays du premier groupe, on remarque que le pic a été atteint en 1922, ce qui reflète une forte intégration financière des pays en question, contrairement à la période séparant 1962 et 1974. En effet, ce ratio relativement élevé jusqu'en 1928, a atteint entre 1930 et 1974 ses plus bas niveaux, avant un nouvel accroissement, sans pouvoir jusqu'à aujourd'hui atteindre le niveau d'avant guerre.



Graphique I.1 : moyenne mobile des flux de capitaux pour les pays du groupe 1 (en pourcentage de PIB)

Source : Taylor (1996), Bordo, Eichengreen et Kim (1998) et International Financial Statistics, **FMI (1998)**



Graphique 1.2 : Évolution annuelle du ratio CC/PIB des deux groupes de pays (en pourcentage du PIB)

En revanche, la comparaison établie entre les deux groupes, schématisée par le graphique 1.2, montre que pour la période d'entre les deux guerres, les pays du groupe 1 ont un ratio plutôt variable (variant dans une fourchette de 3.8%) ce qui correspond pour les pays du second groupe à la période où le régime est flottant c'est à dire après 1970 (fourchette de 4.1%). Ceci confirme le décalage temporel qui existe entre les deux groupes de pays en matière d'intégration financière.

L'étude de ce ratio conduit à tester la persistance du déséquilibre du compte courant selon laquelle lorsque le ratio CC/PIB ne retourne pas à sa position d'équilibre, il y a alors intégration.

B. La persistance du déséquilibre du compte courant

Les tableaux 1 et 2 (annexe)⁸ retracent la persistance du compte courant. Dans ces tableaux, Bordo, Eichengreen et Kim (1998) ont recensé les mesures suivantes :

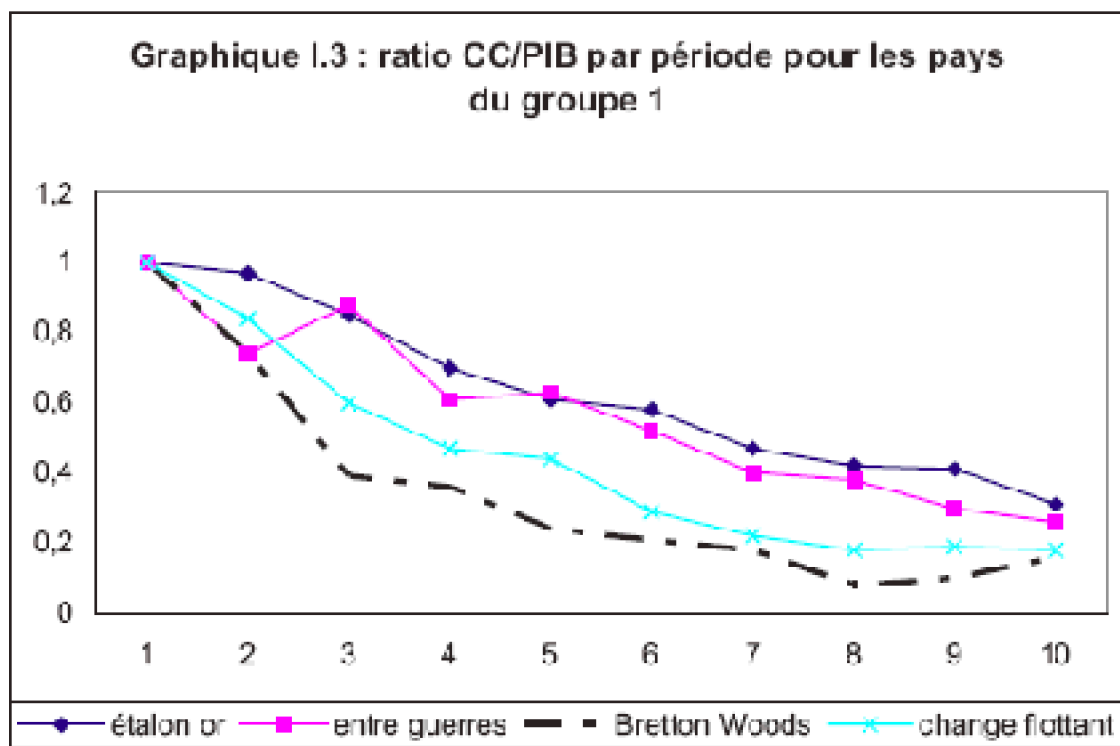
- Coefficient de régression (coeff) ;
- Écart-type (SE) ;

⁸ vous trouverez les annexes à la fin de chaque chapitre

- Test portant sur la stationnarité de la tendance.

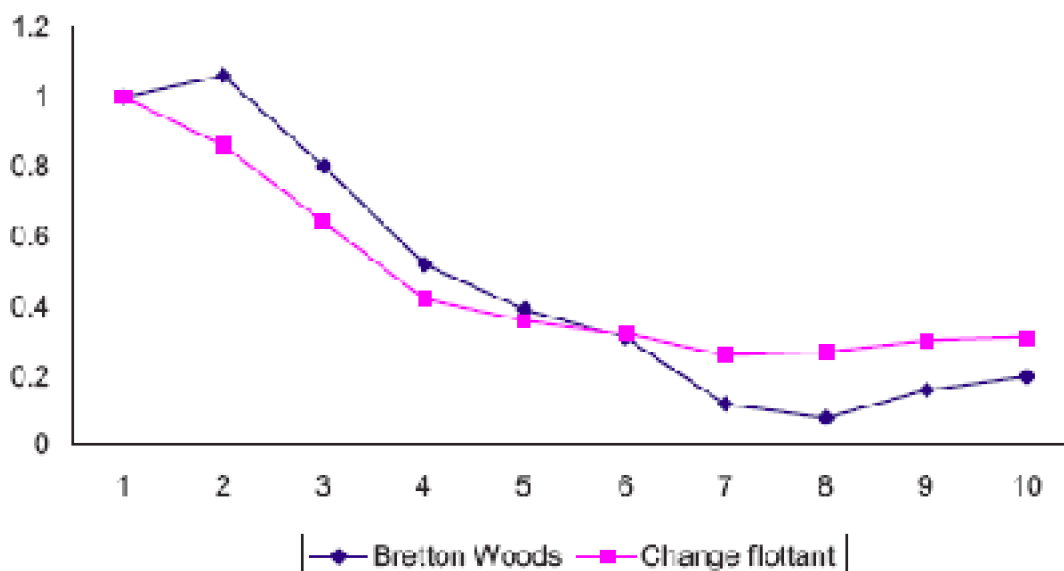
La longueur du retard d'observation déterminée par l'AIC (*Aikake Information Criterion*), varie entre zéro et 2. Pour comparer les différents régimes, uniquement une constante et un retard sont inclus, mais pas de tendance (ni variation à la baisse, ni à la hausse). Plus le test statistique est faible, plus la persistance du déséquilibre est significative. Les résultats du premier tableau montrent qu'en moyenne les 13 pays du groupe 1 ont connu une persistance significative pendant toutes les périodes à l'exception de celle entre les deux guerres. La période où la persistance est la plus forte est celle du flottement du taux de change.

Une démonstration additionnelle peut être tirée du ratio de variance confirmant cette persistance. Le ratio de variance étant défini comme le rapport de la variance de la série des différences ($y_t - y_{t-1}$) divisée par k et de la variance des différences premières ($y_t - y_{t-1}$). Ce ratio est la variance de la composante racine unitaire par rapport à la variance de la composante tendance stationnaire. Si ce ratio est > 1 , alors les séries contiennent une racine unitaire et sont stationnaires en différence : ce qui signifie une forte persistance. Si le ratio est < 1 , alors la racine unitaire représente une fraction beaucoup plus petite des séries, d'où une persistance modérée. Si le ratio est égal à un, alors il n'y a pas de persistance, la série est à tendance stationnaire. Les graphiques I.3 et I.4 retracent l'évolution de ce ratio respectivement pour les pays du premier et second groupe pour chaque période.



Graphique I.3 : ratio CC/PIB par période pour les pays du groupe 1

Graphique I.4 : test de variance du ratio CC/PIB pour les pays du groupe 2



Graphique I.4 : test de variance du ratio CC/PIB pour les pays du groupe 2

D'après les travaux de Bordo, Eichengreen et Kim (1998), la plus forte persistance pour les pays du premier groupe a été enregistrée pendant la période de l'étalon or, période où l'intégration a atteint son maximum. La période entre les deux guerres a été caractérisée par une persistance modérée. Enfin sous le régime de *Bretton Woods*, la persistance est à son plus bas niveau. En revanche pour les pays du second groupe (graphique I.4), le ratio a eu tendance à baisser rapidement au cours des deux premières périodes d'étude. De même, le degré de persistance semble plus faible pour ces pays que pour ceux du premier groupe ce qui peut être lié aussi au niveau d'intégration. En effet, on remarque que plus les pays sont intégrés, plus le degré de persistance est élevé.

C. La corrélation épargne investissement

Pour mesurer l'intégration financière, certains auteurs ont étudié la corrélation entre l'épargne nationale (source de financement de l'investissement domestique) et les taux d'investissement (qui peuvent nous informer sur le volume des capitaux). Cette corrélation peut en effet constituer une mesure de l'intégration financière dans la mesure où si cette dernière est élevée alors on n'a plus besoin d'épargne domestique pour investir puisqu'il suffit de puiser dans l'épargne étrangère pour le faire.

Feldstein et Horioka (1980) ont montré que si les marchés internationaux de capitaux sont bien intégrés, cette corrélation doit être faible puisque l'investissement peut être financé par les flux de capitaux étrangers. Les résultats auxquels ils ont abouti concernant la période 1960-70 dégagent un coefficient de régression élevé entre le taux d'investissement et le taux d'épargne pour les pays de l'OCDE. Ce résultat témoigne selon eux de la faible mobilité des capitaux durant cette décennie, ce qui est surprenant si

l'on tient compte de l'accroissement des mouvements de capitaux au cours de cette période.

Bayoumi (1990) a élargi cette étude en intégrant la période de l'étalon or. Il a dégagé une plus faible corrélation et en a déduit que les marchés de capitaux ont été plus intégrés avant 1913. Ce résultat peut éventuellement être expliqué par la politique des gouvernements⁹. Cette politique suggère, par exemple dans le cas d'un déficit extérieur provoqué par une épargne insuffisante, que les pouvoirs publics peuvent intervenir en modifiant la politique monétaire ou budgétaire pour réduire ce déficit. Ainsi, le gouvernement, par la politique budgétaire, peut soit diminuer les impôts, pour limiter les fuites de capitaux, soit réduire les dépenses publiques. Par la politique monétaire, il agit soit sur le taux d'intérêt soit sur l'offre de monnaie. Il pourra amener le déficit à diminuer ce qui, même en cas de parfaite mobilité des capitaux, recrée un lien entre l'épargne nationale et l'investissement.

Eichengreen (1992)¹⁰ a utilisé un plus grand échantillon de pays et a conclu en faveur d'une mobilité de capitaux encore plus faible que chez Bayoumi en 1990. D'autres recherches effectuées par Taylor en 1996 tendent à concilier les différentes conclusions précédentes au niveau de la période et des échantillons. A l'issue d'une étude qui a porté sur 12 pays entre 1850 et 1992, Taylor a conclu qu'avant 1914, les marchés de capitaux ont été mieux intégrés. Depuis 1950, l'intégration a été de plus en plus prononcée avec un coefficient qui pendant les années quatre-vingt-dix a atteint celui d'avant 1914.

A l'issue de cette revue des critères de l'évolution des mouvements de capitaux mesurés par l'intégration financière, la conclusion principale à retenir est que la période avant la première guerre mondiale est celle où les marchés ont été les plus intégrés. Ce qui revient à dire que cette époque a connu des déséquilibres persistants du compte courant. Plusieurs facteurs peuvent expliquer cette persistance pour la période d'avant guerre, notamment :

- La grande crédibilité des engagements des autorités pour stabiliser les politiques monétaires et budgétaires. Le régime d'étalon or fournit en effet un signal selon lequel les emprunteurs suivent les mêmes règles que les prêteurs. Une étude faite par Bordo et Rockoff (1996) a testé cette hypothèse pour 9 pays destinataires de capitaux britanniques entre 1870 et 1914. Cette étude a montré que les bons adhérents au régime étalon-or paient moins d'intérêt sur les dettes souveraines. Flandreau, Le Cacheux et Zumer (1998)¹¹ ont abouti au même résultat pour des pays européens. Par rapport à ce régime de l'étalon or, l'incapacité du Système Monétaire International à supporter des déséquilibres persistants du compte courant après la première guerre mondiale peut avoir des répercussions sur la crédibilité des politiques et par conséquent les affaiblir.

- Le lien entre le volume des exportations et le remboursement des dettes. Avant la première guerre mondiale, les prêts ont pris une place importante dans un

⁹ Pour plus de détails sur la première guerre mondiale, voir par exemple, Ales et al. (1997)

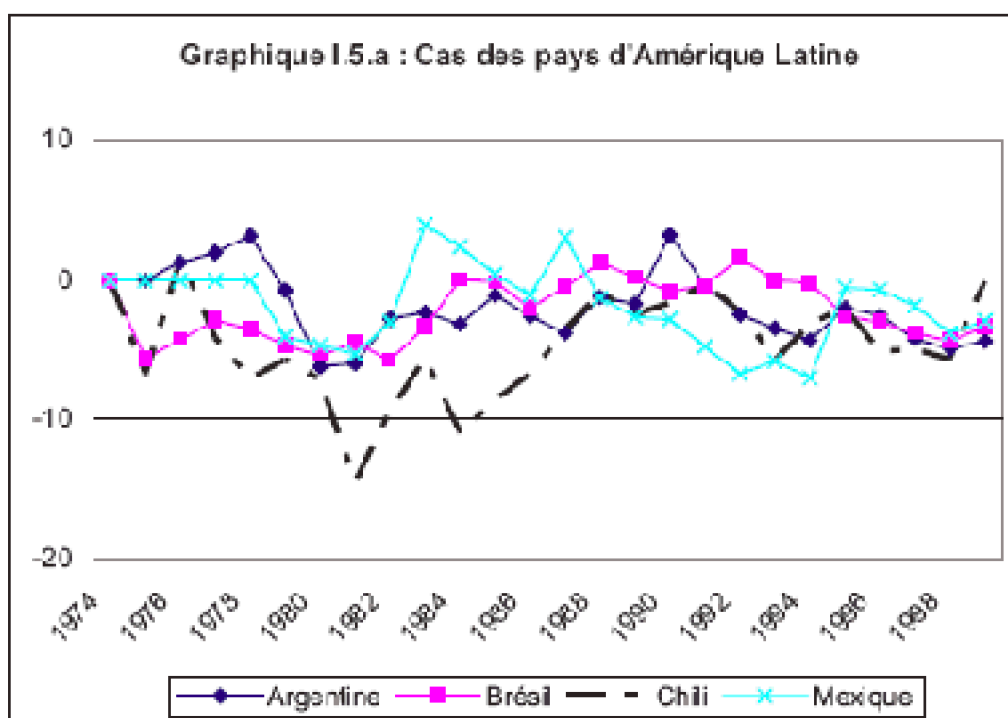
¹⁰ Cités dans Bordo, Eichengreen et Kim (1998)

¹¹

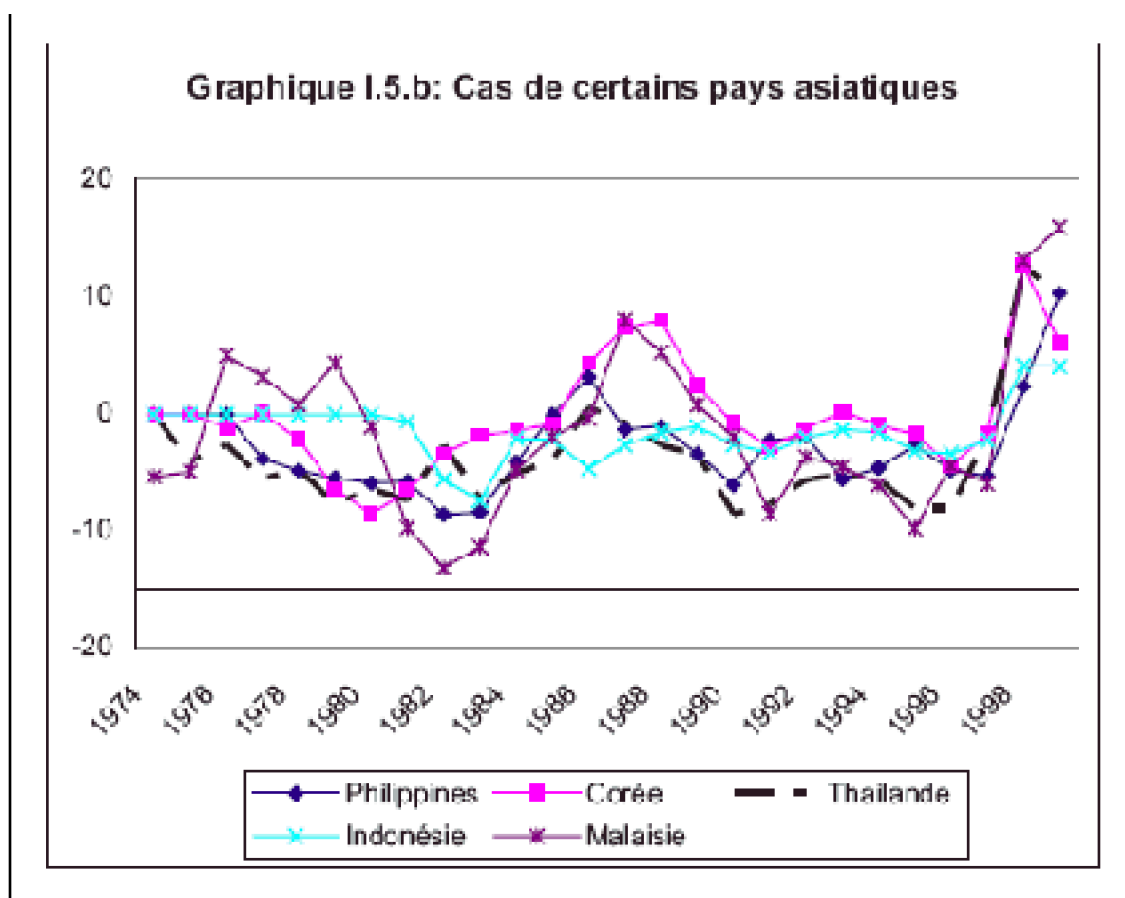
environnement de libre échange multilatéral permettant aux pays qui engagent des sommes significatives d'emprunts externes, d'élargir leurs exportations de manière à leur permettre d'amortir leurs dettes.

Pour les marchés émergents, les flux de capitaux enregistrés pendant le régime d'étalon or ont été encouragés par un taux de rentabilité élevé dans certains secteurs. Malgré un renforcement du contrôle au niveau des changes internationaux et un flottement des monnaies depuis 1920, l'afflux des capitaux privés a de nouveau repris vers les pays en développement sans pour autant atteindre le volume de la période précédente. Ces capitaux ont servi à financer les déficits publics et extérieurs. Toutefois la crise de 1929 a affaibli ce mouvement et ce jusqu'au début des années soixante-dix. Comme le montre les graphiques I.5 a et b, pendant cette décennie et jusqu'au début des années quatre-vingt, le solde du compte courant s'est maintenu à un niveau quasi constant aussi bien en Amérique Latine qu'en Asie, au voisinage de zéro. Il est à signaler que ces régions sont passées entre 1975 et 1982 par la phase d'endettement international qui s'est accompagnée par une massive entrée des capitaux. Cette phase a été suivie par la crise de la dette qui s'est matérialisée par des sorties nettes de capitaux et ce jusqu'à la fin des années quatre-vingt.

Graphique I.5 : Solde du compte courant en pourcentage du PIB



Graphique I.5 : Solde du compte courant en pourcentage du PIB



Source : Données statistiques de la Banque Mondiale (2001)

Entre les différentes périodes étudiées précédemment, plusieurs différences au niveau des mouvements de capitaux ont été enregistrées. Ces différences ne sont pas uniquement expliquées par la persistance du déficit du compte courant. D'autres contrastes ont été soulevés, d'une part au niveau de la maturité des investissements, et d'autre part au niveau de la composition des flux de capitaux. Cette dernière a beaucoup évolué entre 1914 et les années quatre-vingt-dix. Avant 1914, les estimations ont accordé beaucoup d'importance aux investissements de portefeuille¹², les investissements dans les bons ont été privilégiés par rapport aux capitaux propres.

Ces différences justifient aussi l'évolution du mode de financement préconisé par les marchés émergents tout au long de ce siècle.

Entre 1890 et 1939, nous avons remarqué une prédominance des financements internationaux par des titres négociables. Ce mode de financement a été remplacé progressivement par le financement public. Petit à petit, les investissements dans les bons de trésor et les projets d'immobiliers ont commencé à gagner du terrain. En effet, dans les années soixante, les pays émergents recevaient des financements publics sous forme de prêts syndiqués ou sous forme de dons, mettant en jeu plusieurs banques commerciales. Ces pays, connus comme étant importateurs nets de capitaux et

¹² On se réfère ici à des estimations compte tenu du manque des données relatives à cette période.

exportateurs de matières premières ont été affectés par la baisse du cours du dollar américain¹³ au début des années soixante-dix. Comme les exportations étaient en majorité libellées en dollar, alors la baisse du cours de cette devise n'a pu qu'entraîner une baisse des rendements de ces exportations. Cependant, le choc pétrolier en 1973 ayant provoqué une hausse du prix du pétrole et celui des matières premières, le système bancaire international a dû faire face à l'afflux de pétrodollars et a trouvé dans les pays en développement une issue intéressante pour les prêts syndiqués. A partir de 1975, à la suite de ce choc, les pays émergents ont connu une expansion sans précédent des crédits bancaires internationaux qui leur sont destinés. Cette expansion est notamment attribuée à la nécessité de recyclage des surplus dégagés par les pays exportateurs de pétrole à la suite du choc de 1973. Ces pays ont en effet bénéficié de la hausse des prix du baril de pétrole ayant quadruplé. Environ 15% de ces gains générés ont été utilisés dans l'accroissement de l'aide au développement. Le reste a été déposé à court terme dans des banques internationales. Ces dépôts ont augmenté la liquidité du système bancaire international, ont fait baisser les taux d'intérêt réels et ont de ce fait encouragé les crédits à destination des marchés émergents. Ainsi, le volume des crédits bancaires internationaux a été multiplié par 9 au cours de la décennie soixante-dix pour atteindre 800 milliards de dollars. Le volume de la dette à long terme est passé de 59,2 milliards de dollars en 1970 à 452,5 milliards de dollars en 1980, et en cette année la dette à court terme pour la totalité des pays du Sud a atteint 151,9 milliards de dollars. Mais l'adoption à la fin des années soixante-dix des politiques restrictives par les pays industrialisés et la récession économique ayant marqué cette période ont réduit le volume disponible des crédits. Dès lors, les taux d'intérêt réels ont augmenté et ont atteint en 1981 le taux de 16%, et les prix des matières premières ont baissé, ce qui a fini par mettre les marchés émergents dans une situation économique grave et à être à l'origine de la crise d'endettement en 1982. La crise de la dette des années quatre-vingt a brutalement mis fin à ce mode de financement dont les risques avaient été mal perçus.

Plus tard, au cours des années quatre-vingt-dix, avec la libéralisation financière des marchés émergents, les investissements directs étrangers et les investissements en portefeuille ont constitué environ les deux tiers de la totalité des financements et ont réussi à se substituer aux financements bancaires des années soixante-dix. Les flux d'investissement directs étrangers ont représenté l'essentiel de l'accroissement des flux privés à destination des pays en développement à partir du milieu des années quatre-vingt-dix. L'accès aux marchés des capitaux et la capacité d'attirer les investissements des multinationales ont été alors considérés comme les éléments clés du financement des économies émergentes. Le graphique 1.8 montre que ce sont les investissements directs étrangers en général qui ont la plus grande part.

Les marchés avant 1914, bien qu'ils aient été étroits, ont été aussi bien intégrés que les marchés d'aujourd'hui, voire même plus. Nous allons insister dans ce qui suit sur l'intégration des marchés dans les années quatre-vingt-dix.

¹³ Cette baisse est le résultat de l'abandon du système du *gold exchange standard* et le début du système de taux de change flottant.

I-1-2- Évolution des mouvements de flux de capitaux sur les marchés émergents depuis 1990

L'ouverture des pays en développement (PED) s'est accompagnée pendant cette période par une mobilité accrue des mouvements de capitaux. Les flux de capitaux vers les pays émergents ont connu une croissance rapide depuis le début des années quatre-vingt-dix. Ils ont en effet atteint des niveaux élevés entre 1993 et 1996, dépassant les 240 milliards de dollars américains par an, avant de retrouver entre 1998 et 2002 des niveaux plus modérés de l'ordre de 130 milliards de dollars américains par an¹⁴. Pour les marchés émergents, le volume des entrées de capitaux dans les pays d'Amérique Latine a été plus important que dans les pays d'Asie du Sud Est. En examinant les graphiques I.6 (a, b et c), on remarque que les pays d'Asie du Sud Est¹⁵ ont connu au début des années quatre-vingt-dix une entrée massive de capitaux, mais à partir de 1995 ces entrées ont chuté jusqu'à devenir négatives en 1997 suite à la crise monétaire de juillet 1997. Les pays d'Amérique Latine ont eu presque le même scénario au début de cette décennie, mais la baisse enregistrée à partir de 1997 sur les entrées de capitaux a été moins importante. Par ailleurs, en 1994, les entrées de capitaux ont chuté pour les pays de l'Hémisphère occidental¹⁶ après la crise du Mexique. Seul le Brésil a connu une hausse des entrées de capitaux malgré les répercussions de cette crise sur les pays d'Amérique Latine.

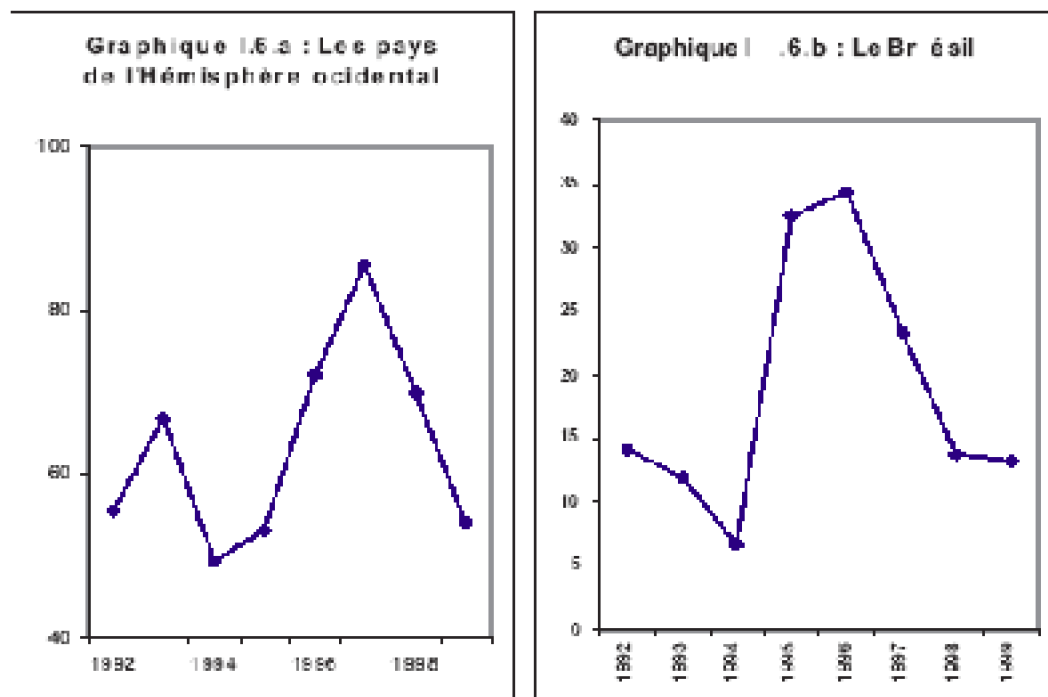
D'après ces graphiques, on voit apparaître la variation des flux de capitaux en terme de volume. Toutefois, ces variations peuvent ne pas être importantes en volume mais en composition. D'où l'intérêt de l'étude de la composition des entrées de capitaux qui sera présentée dans ce qui suit.

¹⁴ Base de données du FMI (2003)

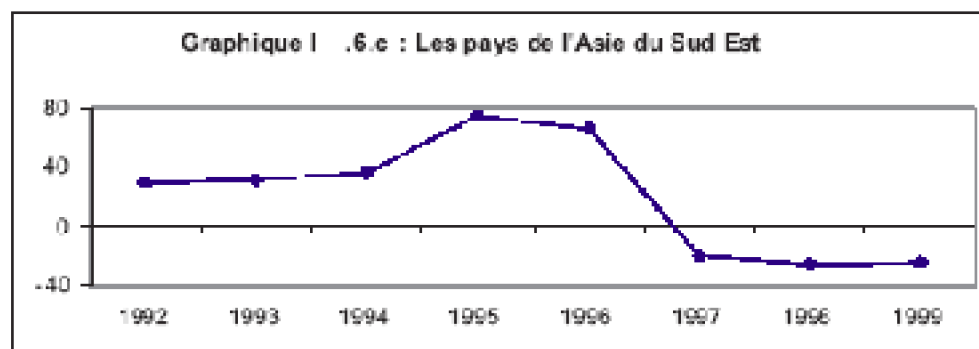
¹⁵ Les pays d'Asie du Sud Est pris en considération dans ces graphiques sont les pays touchés par la crise, à savoir : la Malaisie, l'Indonésie, les Philippines et la Thaïlande

¹⁶ Selon le FMI, les pays de l'Hémisphère occidental sont les pays d'Amérique Latine à l'exception du Brésil

Graphique I.6 : Les entrées nettes de capitaux (en milliards de dollars américains)



Graphique I.6 : Les entrées nettes de capitaux (en milliards de dollars américains)



Source : Base de données du FMI (2001)

I.2 La composition des entrées de capitaux dans les marchés émergents

Les flux de capitaux se décomposent en investissements directs étrangers (IDE) ¹⁷,

investissements de portefeuille (IP), flux de dettes, prêts commerciaux et flux officiels. Cette composition peut être différente entre les pays en fonction : (i) de leur appartenance géographique ou économique ; (ii) des pays avec lesquels ils sont partenaires et (iii) des avantages et des facilités qu'offrent ces pays pour certains types de flux et qui rendent certains investissements plus privilégiés que d'autres.

Dans un premier point, nous présenterons les mouvements intra régionaux liés aux IP. Dans un second temps nous présenterons l'évolution du volume des flux de capitaux selon leurs compositions afin de cerner les différences qui existent entre ces formes.

I-2-1- Les flux de capitaux intra régionaux

Dans ce paragraphe, nous allons expliquer comment les marchés émergents peuvent attirer certains investissements plutôt que d'autres, et notamment les IP.

D'un point de vue géographique, on peut penser que les pays d'Amérique Latine attirent les capitaux privés américains et les pays d'Asie du Sud Est attirent les capitaux privés japonais. Les tableaux 3 et 4 (annexe) présentent entre 1989 et 1994 les flux de portefeuille intra régionaux, respectivement en Amérique Latine et en Asie. On remarque que les pays d'Amérique Latine attirent principalement les flux en provenance des Etats Unis d'Amérique. A l'inverse de ce qu'on peut penser, seule une petite partie des entrées de capitaux à destination des marchés asiatiques est d'origine asiatique, le reste est plutôt américain. Les pays asiatiques en développement sont ainsi moins vulnérables à des reverses soudains des flux de capitaux en provenance du Japon que ne le sont les pays d'Amérique Latine quand il s'agit de capitaux d'origine américaine. Ce sont les capitaux américains qui ont le plus tendance à aller vers les autres pays. Ils sont en général attirés par les pays qui offrent les meilleures perspectives de croissance économique. Pour mesurer l'évolution de ces flux d'origine américaine vers d'autres pays, on distingue quatre groupes de pays¹⁸ : les économies récemment industrialisées en Asie, les marchés émergents d'Asie, les pays d'Amérique Latine et les pays en transition.

Les graphiques I.7 (a et b) présentent respectivement en 1994 et 1995 la distribution des flux nets de portefeuille (titres et actions) dans les différents groupes de pays susmentionnés. La plus grande partie des actions est destinée aux pays d'Asie récemment industrialisés. La baisse du taux d'intérêt américain à cette période peut expliquer l'intérêt que portent les investisseurs américains à ces pays (tableau 5¹⁹

¹⁷ Il y a investissement direct étranger lorsqu'un investisseur acquiert 10% ou plus des actions d'une entreprise étrangère. En dessous de ce seuil, les opérations sur titres sont considérées comme des investissements de portefeuille. La distinction entre les investissements directs étrangers et les investissements de portefeuille repose sur le contrôle ou non d'unités de production.

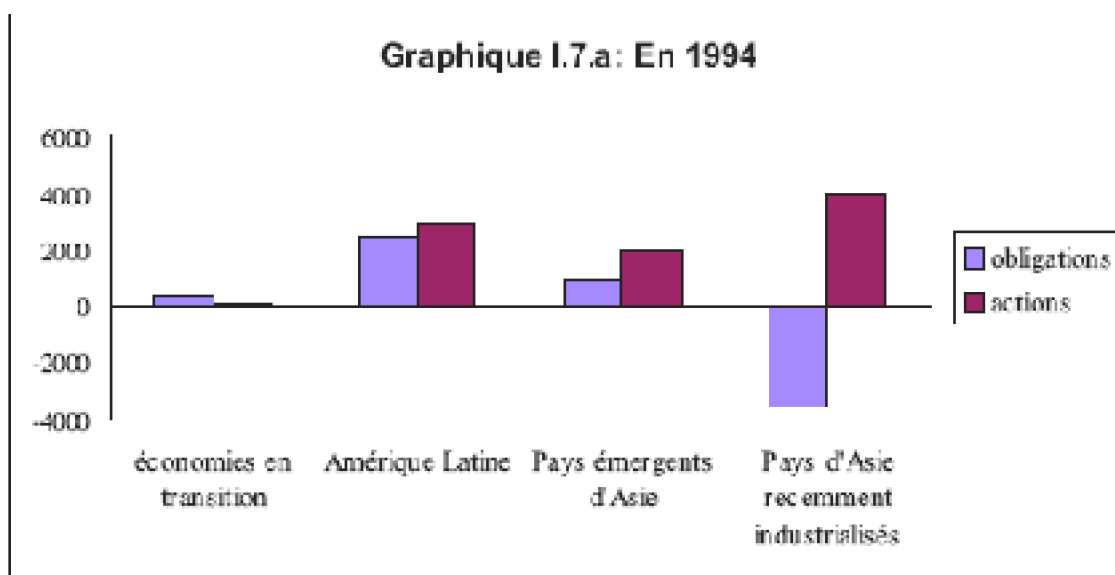
¹⁸ Ces quatre groupes sont : les marchés émergents d'Asie : Chine, Inde, Indonésie, Philippines et Thaïlande ; les pays d'Asie récemment industrialisés : Hong Kong, Corée du Sud, Singapour et Taiwan ; les pays d'Amérique Latine : Argentine, Brésil, Chili, Colombie, Mexique, Uruguay et Venezuela ; les pays en transition : Bulgarie, Tchécoslovaquie, Hongrie, Pologne et Russie.

¹⁹ Le tableau 5 représente les flux nets d'investissement de portefeuille en Thaïlande classés par pays en 1994 et 1995, et il apparaît que Hong Kong et Singapour sont les fournisseurs les plus importants de la Thaïlande pendant ces deux années en matière de flux de portefeuille.

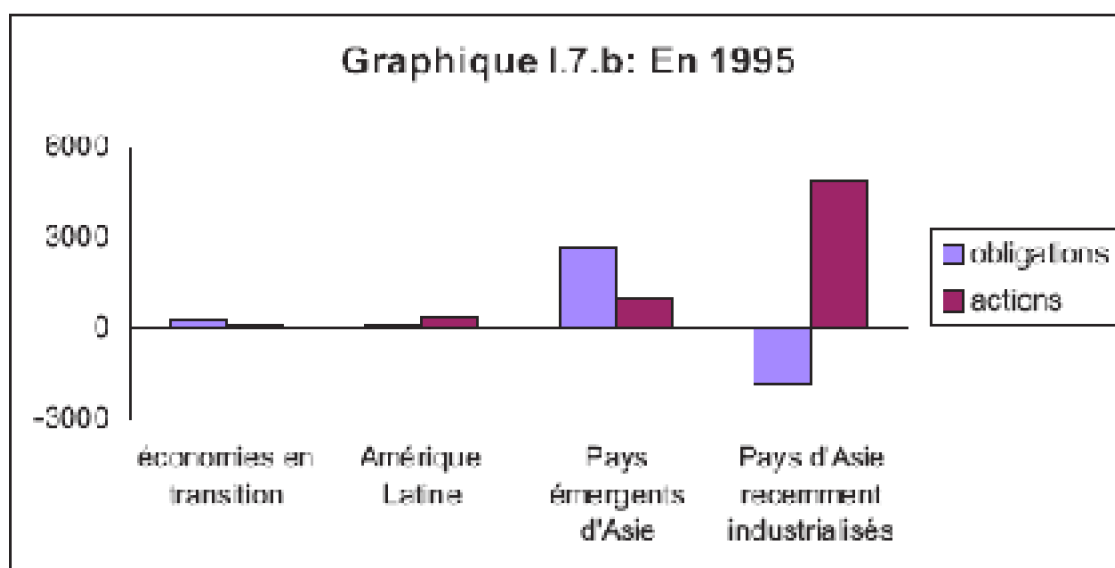
annexe). Dès lors une croissance élevée des pays avec marchés financiers raisonnablement développés peut attirer les capitaux des pays développés avec un taux de croissance faible lorsque le taux d'intérêt mondial diminue au-dessous d'un seuil minimum.

Les pays d'Amérique Latine et les pays émergents asiatiques ont ensemble cumulé en 1994 la plus grande part d'actions et de titres. En 1995 en revanche, cette composition a changé pour les pays d'Amérique Latine. Cela peut s'expliquer éventuellement par le climat incertain qu'a véhiculé la crise du Mexique de 1994 dans cette région. Les pays émergents d'Asie ont enregistré en 1995 plus de titres que d'actions. Par ailleurs, on a vu que pour les pays asiatiques les flux de capitaux peuvent aussi être asiatiques et la part de ces flux, même si elle n'est pas majoritaire, est tributaire du niveau de croissance et du potentiel économique des différents pays.

Théoriquement, il est possible pour un pays d'attirer les flux de capitaux de portefeuille d'un autre pays avec un potentiel de croissance identique, à la seule condition, que celui-ci soit suffisamment élevé dans ces deux pays. Cela permet d'expliquer les flux de portefeuille intra- régionaux en Asie et le manque de tels flux en Amérique Latine (Chen et Khan 1997). Par exemple, en 1994, le Mexique a dû faire face à une hausse marquée des taux d'intérêt internationaux. Cette évolution s'explique par la reprise de l'expansion dans les pays industrialisés et en particulier par son accélération marquée aux Etats Unis ce qui a conduit les autorités monétaires à resserrer leur politique. Les resserrements des conditions de crédits sur les principaux marchés de capitaux et l'augmentation des rendements, qui les ont accompagnés, ont amené les investisseurs internationaux à remettre en question la part de leur portefeuille investie sur les marchés émergents.



Graphique I.7 : Flux nets de portefeuille en provenance des Etats-Unis (en millions de dollars)

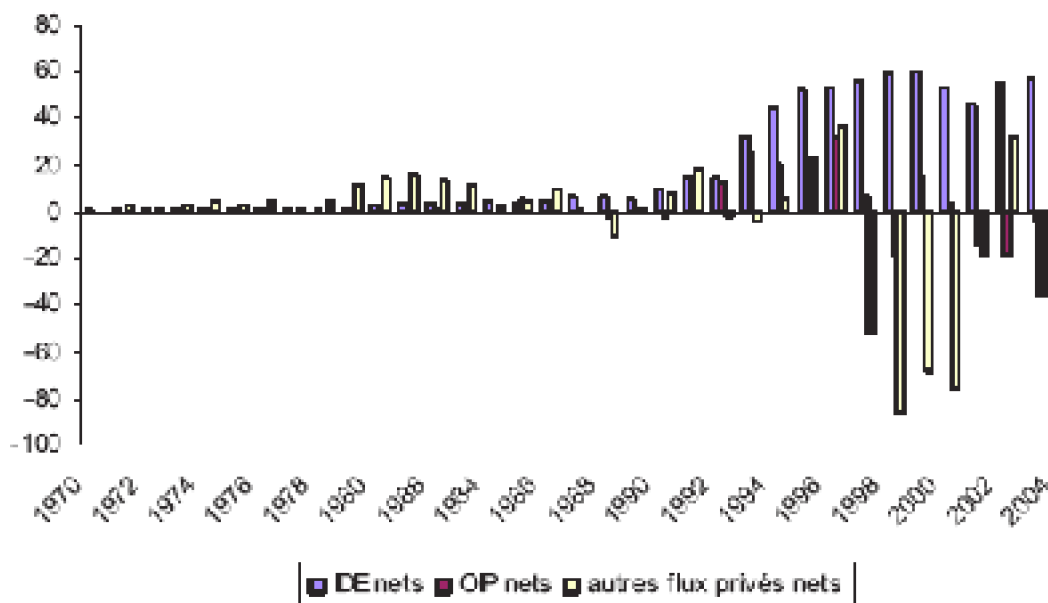


Nous étudierons dans ce qui suit l'évolution de la part des IP parallèlement à la part des autres investissements et des IDE.

I-2-2- L'évolution des différentes formes d'entrées de capitaux

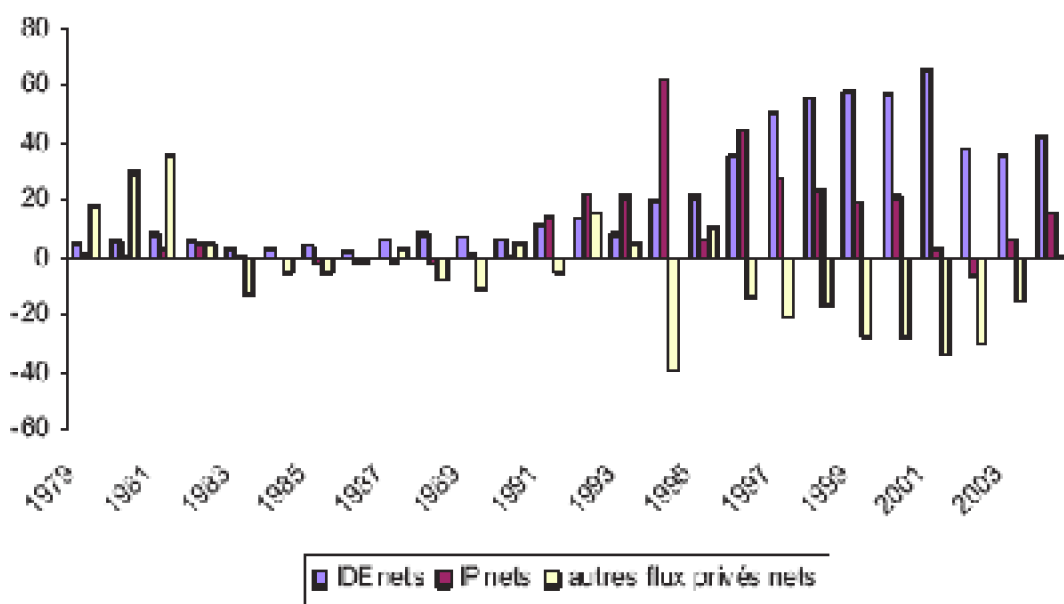
Les graphiques I.8 (a et b) montrent l'évolution de la composition des flux nets de capitaux entre 1970 et 2004, respectivement dans les pays en développement de l'Asie et ceux de l'Hémisphère occidental. Alors qu'en 1970, les flux nets de capitaux à destination des pays en développement asiatiques ont été essentiellement constitués par des IDE, vers la fin de cette décennie, ce type d'investissement ne représente plus qu'une infime part des investissements. La majorité des flux de capitaux privés aussi bien pour les pays de l'Hémisphère occidental que pour les pays en développement asiatiques a été à cette époque essentiellement constituée par les autres investissements, essentiellement des prêts bancaires. Au cours des années quatre-vingt, la donne a changé. Les IP et les IDE ont commencé à gagner du terrain au détriment des autres flux de capitaux privés.

Graphique I.8.a : Cas des pays en développement asiatiques entre 1970 et 2004



Graphique I.8 : La composition des flux nets de capitaux (en milliards de dollars)

Graphique I.8.b : Cas des pays de l'Hémisphère occidental entre 1978 et 2004



Source : Base de données du FMI (2003)

Le tableau I.1 récapitule les flux de capitaux en moyenne à destination des pays en

voie de développement en général et les pays d'Asie en particulier.

Les investisseurs étrangers ont été attirés par les performances de croissance des pays asiatiques et en particulier par les perspectives d'un maintien d'une telle croissance. Ils ont donc commencé à faire des choix plus ciblés et plus étudiés en matière d'investissements. On observe à partir de 1990 un accroissement des investissements de portefeuille qui contraste avec les périodes précédentes où ces pays ont représenté la plus petite part. Les pays d'Amérique du Sud semblent attirer plus d'IP que d'IDE comparés aux pays d'Asie. En effet, entre 1993 et 1995, la part d'IP a dépassé celle des IDE. En terme de proportion, cela reste plus important que dans les pays d'Asie où la grande part des investissements est composée par les IDE suivie des autres investissements, et dans une moindre mesure les IP, alors qu'en Amérique Latine la plus grande part des investissements est sous forme d'IDE ou/et d'IP.

Tableau I.1: Flux de capitaux à destination des pays en développement (moyenne annuelle, en milliards de dollars)

	1983-1988 (1)	1989-1995 (1)	1995	1996
Pays en développement				
Flux nets de capitaux privés	15,8	103,3	147,3	207,4
Investissements directs	10,3	42,5	78,2	100,8
<i>Investissements de portefeuille</i>	3,5	43,6	15,6	43,2
<i>Autres investissements (2)</i>	2,1	17,2	53,5	63,3
Flux nets de capitaux publics	27,3	21,2	33,7	-8,6
Asie				
Flux nets de capitaux privés	11,9	43,4	88,8	98,4
Investissements directs	3,6	25,1	49,5	58,2
<i>Investissements de portefeuille</i>	1,2	4,9	9,3	8,0
<i>Autres investissements (2)</i>	7,1	13,4	29,9	32,2
Flux nets de capitaux publics	7,6	8,4	5,9	7,8
(1) Moyenne annuelle (2) Autres flux courts et longs, dont emprunts privés et publics				

Source : Rapport annuel du FMI (1997)

En vingt ans, ce sont les IDE qui ont le plus augmenté dans les marchés émergents suivi par les emprunts à court et à long terme et enfin les IP. Ces capitaux sont attirés par les régions où les rendements d'investissement sont élevés (pays où la croissance est élevée). Toutefois, les pays à revenu moyen, qui sont les plus concernés par la globalisation financière, ont enregistré des mouvements de portefeuille ces dernières années beaucoup plus importants que les pays à bas revenus (graphiques 1 et 2 annexe 1).

Le tableau I.2 montre l'évolution de la composition des flux de capitaux dans la région du Pacifique de l'Est asiatique et celle de l'Amérique Latine et des Caraïbes entre le début et la fin des années quatre-vingt-dix. En terme de volume, aussi bien les IDE que les IP augmentent, mais la croissance des IDE est beaucoup plus importante.

Tableau I.2 : Part des IDE et IP dans les flux de capitaux dans les pays à faible et moyen revenu (1) (en million

de dollars américains)

	Région du Pacifique et de l'Est asiatique (2)		Région d'Amérique Latine et des Caraïbes (3)	
	1990	1999	1990	1999
IDE	11135	56041	8188	90352
IP dont :				
<i>Titres</i>	-802	1072	101	19067
<i>Actions</i>	2290	21133	1111	3893
(1)Sont considérés comme des pays à moyen revenu l'Argentine, le Brésil, le Chili, la Corée, la Malaisie, le Mexique, les Philippines et la Thaïlande. L'Indonésie est considérée comme un pays à faible revenu. (2)La Thaïlande, les Philippines, la Malaisie, la Corée et l'Indonésie font partie de la région du Pacifique et de l'Est asiatique. (3)Le Mexique, le Chili, l'Argentine et le Brésil font partie des pays d'Amérique Latine et des Caraïbes.				

Source : Statistiques de la Banque Mondiale (2001)

Même si l'écart entre les proportions des IDE et IP reste important, il est clair que les IP gagnent de plus en plus de terrain et leur part augmente de manière conséquente au fil des années.

La question qui persiste est de déterminer les critères qui favorisent le développement d'une certaine forme de capitaux par rapport à une autre et les critères qui définissent leurs distributions géographiques. On ne peut pas attribuer ces différences uniquement aux rendements des investissements ou à la typologie des pays (revenu bas, moyen ou élevé). En matière d'entrées de capitaux en particulier, plusieurs facteurs déterminants ont été recensés et regroupés en facteurs externes et facteurs internes qui font l'objet de la section 2 du présent chapitre.

II- Les facteurs déterminants des entrées de capitaux dans les marchés émergents

La littérature attribue les entrées massives de capitaux sur les marchés émergents, constatées depuis le début des années quatre vingt-dix, à deux types de facteurs : les facteurs externes (*push*) et les facteurs internes (*pull*). La distinction entre ces deux types de facteurs tient à la définition et aux fondements de chacun d'entre eux.

Les facteurs internes sont fondés sur l'idée selon laquelle les entrées de capitaux répondent aux fondamentaux. Ces derniers sont assimilés aux améliorations qui touchent les perspectives et le développement de l'économie nationale. Ces améliorations sont notamment associées à la stabilisation de l'inflation et aux réformes structurelles.

Les facteurs externes en revanche sont associés aux chocs externes qui touchent l'économie mondiale. Ils sont fondés sur l'idée selon laquelle les entrées de capitaux ne

répondent pas nécessairement aux fondamentaux. A travers les facteurs externes, un important rôle a été attribué à la réduction cyclique des taux d'intérêt et au rendement des actions dans les pays industrialisés au début des années quatre-vingt-dix.

L'importance relative des facteurs internes et externes est toujours sujette à des débats dans la mesure où chaque ensemble de facteurs a tendance à varier significativement d'un pays à l'autre.

II-1- Les facteurs internes des entrées de capitaux

Les années quatre-vingt-dix ont marqué le début d'une nouvelle ère de mobilité des capitaux. Cette évolution des flux de capitaux a été influencée par un certain nombre de facteurs, notamment le vaste mouvement de libéralisation et de mondialisation des marchés de capitaux. L'intégration des marchés émergents au système financier international peut procurer des avantages considérables. Toutefois, l'intégration rapide aux marchés mondiaux des capitaux s'accompagne de risques de crises ou de turbulences financières.

En dépit des crises qui ont touché les marchés émergents au cours des années quatre-vingt, un grand nombre d'entre eux n'ont pas cherché à fermer leurs marchés. Ils ont plutôt envisagé d'entreprendre des réformes profondes, tant au niveau de la gestion qu'au niveau des politiques macro-économiques, du fonctionnement de leurs systèmes financiers et de leurs marchés internes. Ayant été adoptées par différents pays, ces réformes structurelles se sont notamment matérialisées par des privatisations marquant le passage d'une économie réprimée à une économie libéralisée. Elles constituent le principal facteur interne susceptible d'expliquer les entrées de capitaux sur les marchés émergents. Il est de plus en plus nécessaire que la libéralisation financière s'accompagne d'un renforcement de la réglementation et de la supervision des institutions financières si l'on veut que l'économie en bénéficie au maximum.

Les réformes effectuées dans le cadre de la libéralisation du compte de capital peuvent être regroupées en réformes domestiques et réformes externes. Les réformes domestiques portent sur la supervision financière, le développement des institutions et des marchés monétaires, ainsi que le développement du marché des capitaux. Quant aux réformes externes, elles concernent les marchés de change, les investissements directs et de portefeuille, les régimes des échanges commerciaux et l'introduction des restrictions sur les flux de capitaux.

Dans les marchés émergents ayant connu des entrées massives de capitaux, les réformes structurelles ont surtout porté sur l'aspect externe de la libéralisation du compte de capital. Nous allons présenter dans un premier point les réformes structurelles externes, et dans un second point, la mise en application des différentes réformes dans ces marchés.

II-1-1- Les réformes structurelles externes

La libéralisation du compte de capital, un des piliers de la libéralisation financière, peut avoir plusieurs avantages pour la croissance économique. Parmi ces avantages, nous

citons : l'amélioration de la capacité d'exploitation de l'épargne (à des coûts plus faibles que lorsqu'on exploite uniquement l'épargne domestique), le fait que les agents économiques domestiques puissent avoir la liberté de choisir où et comment emprunter et investir, une meilleure allocation des ressources à travers l'augmentation de la compétitivité des ressources financières, et l'augmentation de la capacité et de la disponibilité des ressources pour soutenir l'investissement et financer le commerce et les échanges.

Cependant, l'ouverture du compte de capital comporte certains risques si elle n'est pas accompagnée de réformes structurelles et de politiques macroéconomiques cohérentes.

Une analyse complète du rôle de la libéralisation du compte de capital nécessite une compréhension des engagements en matière de politique macroéconomique. Nous allons mettre l'accent sur certaines relations et variables clés considérées critiques, notamment, les interrelations entre, d'une part, la libéralisation du compte de capital et, d'autre part :

- le développement des marchés financiers, des instruments et des institutions domestiques ;
- les réformes sur les systèmes d'échange et du régime de change ;
- le développement de la balance des paiements des pays ;
- le rôle de la politique monétaire et de la politique du taux de change.

Dans ces relations, notre attention est d'abord portée sur la libéralisation des investissements directs qui représente une part importante des réformes du secteur réel. En second lieu, nous abordons la libéralisation des investissements de portefeuille, souvent associée aux réformes du secteur financier et au développement des marchés et des instruments financiers.

La libéralisation des IDE va souvent de pair avec les réformes ayant pour objectif de renforcer le secteur réel et le potentiel économique à l'exportation. Cela inclut : (i) les réformes des régimes d'investissement et des échanges ; (ii) les ajustements du taux de change pour améliorer la compétitivité ; et (iii) la libéralisation des contrôles de change sur les transactions internationales courantes. Une telle libéralisation du compte de capital, tend entre autres à soutenir le développement et la restructuration des différents secteurs à travers des injections de capitaux étrangers et une libéralisation de l'accès aux échanges financiers. Quant à la libéralisation des investissements de portefeuille, elle tend à être en phase avec les réformes et la libéralisation du système financier domestique, la libéralisation des taux d'intérêt, le développement des procédures indirectes de contrôle de monnaie et le renforcement des marchés bancaires et de capitaux.

Plusieurs raisons peuvent expliquer l'adoption d'une approche coordonnée et complète des réformes du secteur financier et de la libéralisation du compte de capital :

- D'un point de vue macroéconomique, et étant donné les perspectives de la balance des paiements, la recherche de la stabilité du système financier domestique a une

influence clé sur la croissance et la composition des mouvements de capitaux. De tels facteurs, sont généralement importants pour expliquer le volume et la nature des flux de capitaux. Les pays dont les marchés et les institutions financières sont développés attirent plus les flux de capitaux en portefeuille que les pays où ces marchés sont en voie de développement ;

- L'ouverture du compte de capital peut avoir des implications positives dans la mesure où cette libéralisation aide à mieux développer la compétitivité et la diversification des marchés financiers. La complexité des marchés financiers domestiques peut être aussi améliorée si les banques étrangères sont autorisées à opérer directement sur le pays en question. L'important volume d'intermédiation et l'accroissement de la compétitivité qui peuvent accompagner la libéralisation du compte de capital peuvent cependant accroître la pression sur la protection des institutions financières domestiques et les affaiblir. Certains pays ont été confrontés à des crises bancaires ainsi qu'à des entrées soudaines de capitaux;
- L'efficacité de l'utilisation des flux de capitaux pour améliorer la performance économique dépend du niveau de développement et de l'efficacité du système financier domestique. Ceci dépend à son tour de l'existence d'un système financier bien régulé et contrôlé et de l'élimination des sources d'échec des marchés. C'est pourquoi la libéralisation du compte de capital doit être compatible avec les réformes des marchés et des institutions financières domestiques ;
- La réussite de l'ouverture du compte de capital nécessite l'existence d'un minimum d'instruments, des institutions et des marchés financiers pour assurer l'efficacité de la gestion de la politique monétaire et de la politique du taux de change. Une grande mobilité des capitaux rend les différents instruments monétaires mis en place pour atteindre les objectifs de la politique monétaire moins efficaces. Les instruments qui génèrent un coût élevé ou imposent des contraintes administratives aux banques (tel que le plafonnement des crédits ou des taux d'intérêt, ou d'importantes réserves non rémunérés) peuvent être plus facilement contournés via la désintermédiation à travers le compte de capital et deviennent ainsi moins efficaces ;
- Les réformes peuvent aussi favoriser une synchronisation entre les réformes du secteur financier et la libéralisation des mouvements de capitaux. Les réformes du secteur financier incluent souvent une rapide monétisation de l'économie, et une période pendant laquelle la croissance des crédits dépasse les ajustements monétaires destinés à éliminer la répression financière. La libéralisation financière est souvent associée à un surplus initial du compte de capital de la balance des paiements reflétant l'amélioration des investissements et le retour des flux de capitaux.

La libéralisation du compte de capital doit être intégrée avec les schémas des politiques macroéconomiques et structurelles. L'idéal est d'arriver à maximiser les avantages de la libéralisation du compte de capital tout en minimisant les risques nécessaires à une approche de réforme complète. Par approche complète, on entend généralement la coordination de la libéralisation des flux de capitaux de portefeuille avec la libéralisation du secteur financier domestique et les réformes (la libéralisation du taux d'intérêt, le

développement des procédures de contrôle indirect de la monnaie).

Le manque de coordination entre le secteur financier domestique et les réformes du compte de capital peut créer des distorsions et des incitations à réguler les mouvements de capitaux qui sont sans rapport avec les conditions économiques soulignées, ainsi les mouvements de capitaux risquent de créer une importante instabilité. D'un autre côté, il peut y avoir de bonnes raisons pour coordonner la libéralisation des investissements directs avec les réformes dont l'objectif est de renforcer le secteur réel et le potentiel d'exportation de l'économie, incluant les réformes des régimes d'investissement et des échanges, les ajustements des taux de change à l'amélioration de la compétitivité et la libéralisation des contrôles de change sur les transactions commerciales internationales.

Nous présentons dans ce qui suit les expériences des pays d'Asie du Sud Est et ceux d'Amérique Latine en matière de réformes dans le cadre de la libéralisation du compte de capital.

II-1-2-La mise en place des réformes structurelles dans les marchés émergents

La libéralisation des entrées et sorties de capitaux varie en fonction des priorités de chaque pays.

En Corée, le système financier a été développé à travers un certain nombre de mesures, dont le développement du marché monétaire, le renforcement des régulations et la transparence de la sécurité du marché local. Les améliorations opérationnelles ont été introduites sur le marché de capitaux avec l'introduction d'un système qui vise à informatiser les transactions en bourse. Plusieurs étapes ont été poursuivies pour améliorer et renforcer la régulation et la supervision du secteur financier. Le processus de libéralisation financière en Corée a touché particulièrement les flux de capitaux à travers de multiples interventions d'une part, sur les règles qui régissent les entrées et sorties d'IDE et d'IP et d'autre part, sur la gestion du solde du compte courant dans la balance des paiements. La Corée a poursuivi une politique progressive pour libéraliser le système financier domestique et le compte de capital, et promouvoir les sorties de capitaux en libérant petit à petit les limites sur les investissements sortants.

La politique monétaire a d'abord été conduite à travers des instruments directs (dont le plafonnement des taux prêteurs et l'orientation vers les secteurs prioritaires). L'évolution de la balance des paiements, en particulier celle du compte courant, a conduit le gouvernement à intervenir sur les marchés de la monnaie et du change. Entre 1986 et 1989, le compte courant a enregistré un excédent de plus en plus important reflétant ainsi des entrées massives de capitaux. Face à cet excédent, les autorités ont progressivement libéralisé le régime des importations. Plusieurs mesures ont été introduites au cours de cette période pour accompagner une libéralisation sans heurts des marchés de la monnaie et des capitaux en particulier. Parmi ces mesures : le relâchement des restrictions sur les paiements des transactions courantes ; l'introduction d'une égalité d'échange entre les titres ; l'élargissement de l'ensemble des institutions financières capables d'investir à l'étranger et la permission aux résidents d'investir directement dans les bons étrangers ; l'introduction d'un plafonnement des crédits en devise accordés par

les banques étrangères ; et l'introduction progressive des banques étrangères et l'augmentation de leur champ d'action.

Par ailleurs, la libéralisation des investissements directs a encouragé les sorties de capitaux. Certains privilèges fiscaux destinés à attirer les IDE ont été réduits en 1987, et après le relâchement des contrôles sur les investissements, il n'y a plus de différences entre les entreprises d'investissement étrangères et leurs semblables domestiques. En parallèle, la banque centrale a entrepris des mesures afin de réduire les entrées nettes de capitaux en encourageant le remboursement des emprunts externes. Dans ce contexte, la position budgétaire a été consolidée pour pouvoir faciliter le remboursement de la dette publique en devise.

A partir de 1989, le compte courant a commencé à faiblir reflétant ainsi une dégradation de la situation budgétaire, une appréciation du taux de change réel et une augmentation de l'inflation. Les autorités ont répondu en encourageant les entrées de capitaux. Certaines des mesures précédentes, dont l'objectif est de limiter les entrées de capitaux ont été inversées, les banques *off shore* ont été autorisées à augmenter les fonds *off shore* et les limites des montants en devises qui peuvent être importés et vendus sur le marché local ont été diminuées. Les autorités ont aussi accéléré la libéralisation des entrées des investissements directs en supprimant tout plafond sur les montants des IDE approuvés automatiquement. Entre 1988 et 1996, plusieurs réformes visant le développement de la monnaie domestique, la sécurité du marché des changes et de la bourse ont été mises en place. En 1988, les autorités ont permis la libéralisation de quelques taux d'intérêt et un bon nombre d'entre eux ont été libéralisés en 1993. Les taux d'intérêt sur les dépôts ont été libéralisés en 1994, suivis par une libéralisation des dépôts à court terme en deux étapes en 1995.

Concernant les entrées de capitaux, en 1992 les non-résidents ont été autorisés à un accès limité à la bourse. En Corée, malgré l'instabilité des investissements de portefeuille par rapport aux investissements directs étrangers, il y a eu libéralisation sur les investissements de portefeuille, mais pas sur les IDE. Les entrées nettes de portefeuille ont doublé en 1992 reflétant ainsi l'ouverture partielle du marché de la bourse aux investisseurs étrangers. Le total des investissements nets étrangers dans le marché des actions domestiques est passé de 10% en 1992 à 12% en 1994, à 15% en 1995 et à 20% en 1996. En 1996, les non-résidents pouvaient investir dans les actions et titres domestiques à travers les fonds du pays et les titres coréens ont figuré à la bourse de Londres. La Corée a continué à être un exportateur net d'investissements directs pour finalement devenir un pays receveur d'entrées nettes au titre des investissements de portefeuille.

La Thaïlande a privilégié la promotion active des entrées de capitaux tout en limitant les sorties avec l'objectif d'augmenter l'épargne domestique, de promouvoir l'investissement et d'encourager une croissance économique rapide. Pour ce faire, la Thaïlande a entrepris plusieurs ajustements au début des années quatre-vingt telle que la dévaluation du baht de 14,8% en 1984 et le début d'une importante consolidation budgétaire. Elle a aussi mis en place des taxes et des réformes institutionnelles tout en développant ses marchés financiers. Cette politique, en plus d'un important écart positif des taux d'intérêt et d'un taux de change fixe, a considérablement promu les entrées de

capitaux. De telles entrées ont contribué à améliorer et renforcer la performance économique et à augmenter l'ouverture de l'économie. Pendant les années quatre-vingt-dix, les entrées en devises ont été encouragées à travers plusieurs mesures tels que : l'élimination des restrictions sur les investissements étrangers, la garantie d'un plafonnement des taxes pour encourager les investissements directs dans certains secteurs, la réduction des taxes sur les dividendes rapatriés à l'étranger, le libre rapatriement des fonds investis, le remboursement des prêts et le paiement des intérêts par les investisseurs étrangers. En 1992, les autorités ont approuvé la mise en place d'une mesure bancaire internationale qui facilite l'accès au financement étranger et aux entrées à court terme. *A contrario*, avec la promotion des entrées de capitaux et la libéralisation du système de change, les contrôles sur les sorties de capitaux par les résidents ont été progressivement libéralisés. En 1990, les banques commerciales ont obtenu l'autorisation d'accorder des prêts pour des sommes limitées aux non-résidents en devise. En 1991, les résidents thaïlandais ont donc pu investir à l'étranger. Les taux d'intérêt et les contrôles de crédit ont été progressivement libéralisés, et en 1992, les plafonds des dépôts d'épargne et les taux de prêt ont été modifiés. La promotion thaïlandaise pour les entrées de capitaux combinées à une rapide croissance économique a contribué à des entrées massives de capitaux de l'ordre de 9 à 13% du PIB entre 1989 et 1995. La composition de ces entrées de capitaux a évolué dans le temps et s'est montrée représentative des réformes effectuées à ce sujet. Avec la mise en place de ces réformes, les entrées nettes d'investissements de portefeuille sont devenues plus importantes et les entrées nettes d'investissements directs ont contribué à renforcer le compte de capital. En 1996, les niveaux d'investissement et de croissance se sont détériorés face à une appréciation du taux de change et les entrées de capitaux et les exportations ont largement baissé. L'important déficit du compte courant, les taux d'intérêt élevés et l'augmentation de l'inflation ont rendu le pays vulnérable aux chocs externes.

L'Indonésie a cherché à maintenir un régime relativement libéral pour les sorties de capitaux et à libéraliser progressivement les entrées avec l'objectif d'attirer des capitaux étrangers pour favoriser la restructuration de l'économie. Dans cet esprit, l'Indonésie a ainsi concentré ses réformes économiques sur la réduction de la dépendance de l'économie à l'égard du secteur pétrolier. En plus de ces réformes, cette stratégie a entraîné la poursuite des politiques financières et de taux de change coordonnés, ayant pour objectif la création d'un environnement macroéconomique stable, et ce afin de promouvoir une croissance durable et une diversification économique. Les éléments clés de ces réformes depuis 1985 comportent :

- une libéralisation progressive des entrées d'investissements directs dans le but de promouvoir des exportations non pétrolières et une diversification économique ;
- le maintien et l'amélioration de la compétitivité du taux de change ;
- l'amélioration de la gestion monétaire ;
- la réforme du secteur financier à travers la libéralisation des entrées externes ;
- la promotion de la compétitivité du secteur bancaire ;
- le renforcement des institutions financières et

· l'encouragement de la croissance du marché des capitaux.

En 1983 les taux d'intérêt ont été libéralisés et les contrôles des crédits directs sur le système bancaire partiellement éliminés. Les instruments du marché monétaire ont été introduits en 1984. Le 27 octobre 1988, un premier ensemble de mesures de politique financière a été introduit parmi lesquelles : l'exportation des matières premières non pétrolières, l'efficacité des banques et des institutions financières et l'efficacité de la gestion monétaire. Le 20 décembre de la même année, d'autres mesures ont été introduites afin d'encourager le développement du marché des capitaux et le financement des entreprises pour mobiliser, à long terme, davantage de fonds nécessaires au financement de l'investissement.

Ces changements ont été préparés en 1986 par les réformes sur le régime de change. En effet, en septembre 1986, la rupiah a été dévaluée d'environ 31% par rapport au dollar américain, passant de 1134 à 1644 rupiahs par dollar. Tout au long de cette période, les réformes se sont focalisées sur l'ouverture de l'économie réelle à travers une libéralisation progressive des entrées des investissements directs. Celles-ci ont été libéralisées par l'augmentation des champs d'action de ces investissements, en allongeant la période après laquelle une entreprise doit revenir à des propriétaires locaux. L'Indonésie a aussi libéralisé les paiements et transferts pour les transactions internationales courantes, le marché de change a été développé et la vente des swaps sur le marché de change en devise a été libéralisée. Ces réformes ont été associées à une grande ouverture de l'économie et une croissance économique plus rapide.

Les réformes ont touché les secteurs financiers et réels. Elles ont été avant tout entreprises afin d'établir les marchés financiers, des institutions et des instruments favorables à un système fondé sur le marché. En 1983, les taux d'intérêt ont été libéralisés et les contrôles directs sur les crédits bancaires ont été partiellement allégés. Les instruments du marché monétaire ont été introduits en 1984. En 1987 les réformes structurelles prévues pour renforcer les opérations des marchés de capitaux ont été engagées, y compris celles qui portent sur les actions en devise et l'introduction de nouveaux instruments du marché des capitaux. Les autorités ont modifié leur contrôle monétaire en adoptant un ciblage des réserves internationales. Elles ont introduit une vente aux enchères quotidienne des instruments du marché monétaire et ont permis aux taux d'intérêt et aux taux de change d'être déterminés sur le marché. Les taux d'intérêt ont alors permis une plus grande flexibilité des actions de la banque centrale (BI), et les modifications apportées au niveau de la procédure du marché monétaire ont renforcé la capacité de la BI à réguler la liquidité. Il est important de signaler aussi que les réformes ont été entreprises pour améliorer le fonctionnement du marché de capital, étendre le rôle du marché en augmentant les fonds pour les investissements, en allongeant la maturité des instruments du marché et en élargissant la portée des marchés monétaires.

En 1989, les autorités ont libéralisé les entrées des investissements de portefeuille en éliminant les limites quantitatives sur les emprunts bancaires par les non-résidents. Les étrangers ont été autorisés à investir en bourse et à acquérir plus de 49% des actions en leurs noms. Les restrictions sur les entrées des investissements directs ont aussi été relaxées, notamment par la permission donnée aux non-résidents de vendre les devises

directement aux banques commerciales au lieu de passer par la banque centrale. Par ailleurs, dans le contexte du maintien d'un taux de change réel stable, l'augmentation des taux d'intérêt s'est accompagnée d'une entrée substantielle de capitaux étrangers. Les flux nets de capitaux privés²⁰ ont ainsi enregistré un excédent en 1990 pour la première fois depuis 1985.

Les entrées de capitaux étrangers ont été essentiellement sous forme d'emprunts des banques commerciales convertis en monnaie nationale grâce aux swaps de la banque centrale, contribuant ainsi à la croissance de la masse monétaire. La restriction monétaire a été soutenue par un resserrement de la politique budgétaire dans le but de comprimer les pressions de la demande domestique. Cependant l'inflation a continué à augmenter. Les entrées liées au secteur bancaire étant excessives et compliquant dès lors la gestion macroéconomique, les autorités ont réimposé en 1991 des contrôles quantitatifs sur les emprunts *off shore* par les banques et les entreprises étatiques.

L'important écart des taux d'intérêt dans le contexte d'un taux de change stable et d'une rapide croissance du marché boursier a continué à promouvoir les entrées nettes de capitaux entre 1992 et 1996. Ces entrées ont pris la forme combinée de flux d'IDE et de portefeuilles nets. Elles ont été en partie compensées par une baisse des entrées de capitaux officiels et par une aggravation du déficit du compte courant. Les entrées ont aussi été stérilisées à travers des ventes publiques de titres de la banque centrale et à travers des opérations swap sur le marché des devises. En plus les autorités ont permis une large flexibilité du taux de change entre 1994 et 1996.

Conformément à son programme de restructuration économique, le Chili a libéralisé les entrées et les sorties de capitaux pour répondre aux considérations de la balance des paiements. Cela a nécessité une approche progressive des réformes. En matière d'instruments du marché monétaire, les mesures les plus importantes ont été effectuées en 1991 et en 1995. En 1991, les crédits garantis par les banques commerciales étrangères ont été exemptés des 20% des réserves obligatoires. A la place, un contrat de vente à réméré sur les emprunts étrangers en accord avec la Banque du Chili a été mis en place. En 1995, les institutions financières et bancaires ont obtenu la permission d'ouvrir des comptes de dépôt liquide au sein de la Banque Centrale du Chili (CBC). La CBC a cependant limité l'accès aux institutions financières à sa ligne de crédit et a baissé les taux d'intérêt indexés quotidiennement sur cette ligne de crédit.

Les réformes suscitées par la libéralisation du compte de capital au Chili ont aussi porté sur le régime de change. Tout au long des années quatre-vingt-dix et même avant, le régime de change a subi quelques changements tels qu'une dévaluation du peso en 1985 et un élargissement de la bande de fluctuation du taux de change, mais les réformes les plus marquantes ont eu lieu en 1992 et en 1996.

En 1992, le système de change est passé d'un ancrage par rapport au dollar américain à un ancrage par rapport à un panier de monnaie constitué du dollar américain, du deutsche mark et du yen japonais. Le taux de change central et la bande de fluctuation

²⁰ les flux nets de capitaux privés sont assimilés aux portefeuille nets directs, et autres investissements diminués des capitaux officiels nets plus les erreurs et omissions nettes dans la balances des paiements.

sont fixés quotidiennement en fonction de l'évolution de la valeur du panier de monnaie et des taux de change des monnaies au sein du panier en question.

En 1996, d'une part, les pondérations au sein du panier de monnaie ont changé, le dollar est passé de 45% à 80%, alors que le deutsche mark et le yen sont passées respectivement de 30% à 15% et de 15% à 5%. D'autre part, la marge de fluctuation du taux de change est passée de plus ou moins 10% à plus ou moins 12,5%.

En matière de libéralisation des entrées au titre des investissements de portefeuille et des investissements directs, d'importantes réformes ont été réalisées. En 1985, l'échange d'une obligation en devise contre une obligation en monnaie domestique a été autorisé. Concernant les entrées d'investissement en portefeuille, une autorisation a été accordée pour les résidents et les non-résidents d'acheter des « *selected debt instruments* » en utilisant de la devise non obtenue sur le marché de change officiel pour la conversion en peso. Cette autorisation a été retirée deux ans plus tard. En 1989, le compte financier de la balance des paiements a montré un renforcement remarquable et a enregistré un excédent qui reflète les entrées des investissements directs. La politique monétaire a été resserrée pour compenser l'accélération de l'inflation, et les entrées des investissements de portefeuille ont augmenté mettant ainsi en évidence l'importance de l'écart du taux d'intérêt. Dans ce contexte, les autorités ont abandonné leur politique de recherche d'une appréciation réelle du taux de change et ont élargi la bande de fluctuation du taux de change. Avec une parité glissante (*crawling peg*), le peso a été déprécié quotidiennement sur la base de la différence entre l'inflation domestique pendant les mois précédents et l'inflation étrangère prévue. La bande de fluctuation du taux de change a aussi été "élargie" entre 1985 et 1988. En 1993, les impôts payés par les investisseurs étrangers ont été réduits à 42% alors qu'ils étaient d'environ 49,5%, et les impôts sur le revenu brut des non-résidents ont aussi été baissés de 40% à 35%. Au Chili, la libéralisation du compte de capital a été combinée à l'évolution des politiques et instruments macroéconomiques : les instruments pour le contrôle monétaire indirect ont été renforcés, les dispositions de change ont été modifiées pour permettre une plus grande flexibilité du taux dans une bande de change.

Les autres économies d'Amérique Latine ont procédé de manière différente que le Chili au niveau de l'application des réformes structurelles. Pendant les années quatre-vingt, leurs économies reposaient essentiellement sur les exportations de matières premières, les entreprises ont souvent été propriété de l'Etat, ce qui rendaient les investissements très peu rentables et le choix des investisseurs quelque peu douteux. La situation économique des pays d'Amérique Latine n'a pas été des plus brillantes, et la récession américaine a accentué la crise d'endettement de 1982 de ces pays. Au cours de la décennie suivante, l'important déclin des déficits publics et l'accélération de cette politique dans la seconde moitié des années quatre-vingt-dix ont bien marqué ces pays. Depuis, les autorités cherchent à changer de politique dans la mesure où, contrairement à ce qui s'est passé lors des récessions des décennies précédentes, les récessions des années quatre-vingt-dix ne les ont pas incité à assouplir les politiques macroéconomiques.

Les réformes entreprises par ces pays dans ce contexte visent à la fois la baisse de l'inflation, qui a constitué un problème majeur pendant les années quatre-vingt ; une plus

grande efficacité économique ; l'entrée d'investissements directs étrangers ; et dans un certain nombre de pays, une croissance de la productivité.

Une partie non négligeable des réformes a été réalisée à travers les privatisations et au détriment de l'investissement public avec le risque de fragiliser le taux de croissance potentiel de l'économie. D'autres transformations structurelles ont été entreprises tel que le renforcement du secteur bancaire. Celui-ci a été largement ouvert désormais aux investisseurs étrangers, notamment en Argentine et au Brésil.

Comme d'autres pays d'Amérique Latine en ont déjà fait l'expérience avant lui, au Brésil l'ouverture de l'économie, bien que nécessaire, a peut-être été trop précipitée. En effet, les importations et les entrées de capitaux ont dans un premier temps permis au gouvernement d'atteindre plus facilement ses objectifs en matière de lutte contre l'inflation, toutefois elles ont contribué à la déstabilisation de l'économie, à travers l'aggravation du déficit extérieur et en créant un manque de compétitivité. Le Mercosur²¹ a permis au Brésil de compenser en partie ces effets négatifs, du moins jusqu'à ce que avec la dévaluation du real, il prenne davantage conscience de ses faiblesses institutionnelles. Les tensions au sein du Mercosur ont également été aggravées par une conjoncture économique internationale défavorable et les difficultés économiques auxquelles ont été confrontés ses deux piliers l'Argentine et le Brésil.

Pour l'Argentine, les réformes structurelles entreprises pendant les années quatre-vingt-dix ont réussi à la mettre sur la voie d'une croissance durable. En dépit des programmes de stabilisation qui ont caractérisé les années quatre-vingt-dix, l'Argentine a connu des réformes du système financier fondées sur la libéralisation des échanges et des mouvements de capitaux. Les droits d'exportation et la plupart des contingents d'importation ont été éliminés. Les droits des entrées de capitaux ont été révisés à la baisse dans le but d'instituer la libre circulation des capitaux liés aux investissements directs et aux investissements de portefeuille. Par ailleurs, le phénomène de privatisation a touché environ toutes les grandes entreprises de la place. L'accès au marché intérieur de nouvelles entreprises, souvent internationales a été facilité, et les restrictions à l'établissement des banques étrangères ont été levées.

Au Mexique, les réformes structurelles se sont essentiellement fondées sur la dévaluation du peso dans l'objectif de stabiliser les prix. Dans le cadre de la dérégulation de l'économie intérieure le contrôle étatique des prix a été supprimé. Quant à la dérégulation de l'économie extérieure, elle s'est traduite d'une part, par la libéralisation du commerce extérieur, qui a coïncidé avec l'entrée du Mexique au GATT en 1986, et d'autre part, par la levée des restrictions sur les investissements étrangers, à la suite de l'entrée du Mexique dans l'ALENA en 1994.

Il est à noter qu'en Amérique Latine, pendant les années quatre-vingt-dix, les pays qui ont suivi un processus agressif de libéralisation, à travers une réduction de leurs taux d'inflation et le maintien ou l'établissement d'un système commercial et financier libre, ont davantage reçu des capitaux que ceux qui n'ont pas opté pour ce même processus.

²¹ Le Mercosur est le troisième plus grand bloc d'intégration économique au monde après l'ALENA et l'Union Européenne. Il comprend entre autre l'Argentine et le Brésil.

En se référant à l'approche générale de la libéralisation du compte de capital, l'ouverture des marchés de capitaux doit être préparée avec soin. En particulier, s'assurer que le système financier est suffisamment bien géré, que le pays dispose d'une réglementation adéquate et des instances de supervision nécessaires pour que ce système se conforme de plus en plus aux normes internationales et soit en mesure d'absorber les chocs auxquels il est exposé.

L'expérience des différents pays en matière de libéralisation du compte de capital montre qu'à l'exception du Chili, dont l'expérience est plus ancienne que les autres pays de la région, les pays d'Amérique Latine ont fondé leurs réformes en majorité sur la privatisation du secteur public. De leur côté, les pays d'Asie du Sud-Est²² ont accordé plus d'importance à la libéralisation des entrées d'investissements directs. Celle-ci s'inscrit en général dans le cadre de la stratégie de la restructuration des secteurs réels de l'économie. Cette stratégie comprend l'élimination des barrières au commerce, les ajustements du taux de change, et la libéralisation des restrictions sur les paiements et les transferts courants.

La libéralisation des flux de capitaux est généralement coordonnée avec les réformes du secteur financier domestique, en particulier la libéralisation des taux d'intérêt domestiques et les réformes sur le marché de change.

Au Chili et en Corée, les réformes du secteur financier tendent à précéder la libéralisation du compte de capital. Ils ont tous deux opté pour une approche progressive des réformes. En revanche, l'Indonésie a libéralisé les sorties de capitaux au début du processus, la libéralisation des entrées de capitaux a eu lieu bien plus tard et progressivement. Celle-ci a été réalisée dans le cadre de la libéralisation du compte de capital qui a aidé à promouvoir la restructuration, et l'amélioration de la compétitivité du système financier domestique. De son côté, la Thaïlande a ouvert son économie aux entrées de capitaux, plus particulièrement les entrées d'investissement de portefeuille, plus rapidement que les autres pays mais la libéralisation des sorties de capitaux s'est faite par étapes. La crise de change en Thaïlande a illustré les risques lorsque l'approche de la libéralisation ne couvre pas toutes les réformes nécessaires. Dans ce cas, la force des institutions financières et le développement des instruments monétaires indirects a causé un ralentissement au niveau de la libéralisation du compte de capital.

En Amérique Latine, la privatisation des sociétés d'Etat et les stratégies de diversification industrielle ainsi que l'ouverture du marché local ont davantage encouragé les investissements directs étrangers qui ont constitué une grande part des entrées de capitaux.

Dans tous les pays, les entrées nettes des capitaux privés ont accompagné la libéralisation du compte de capital et tous les pays ont enregistré un excédent dans leur balance des paiements. Les flux d'investissements de portefeuille ont dominé les flux d'investissement directs étrangers. La balance des paiements a été moins affectée en Indonésie que dans les autres pays par la libéralisation du compte de capital, peut être

²² La Corée constitue ici une exception dans la mesure où elle a libéralisé les investissements directs étrangers à court terme seulement, et non pas à long terme.

parce que les restrictions sur les sorties de capitaux étaient libéralisés beaucoup plus tôt.

II-2- Les facteurs externes des entrées de capitaux

Dans ce qui suit, il est question d'étudier les facteurs externes déterminants les entrées de capitaux. Nous commençons par une présentation des sources des chocs sur la disponibilité des capitaux. Ensuite, nous discutons de la manière dont de tels chocs agissent sur les entrées de capitaux.

Pendant les années quatre-vingt-dix, les facteurs externes ont constitué un important déterminant des flux de capitaux à destination des marchés émergents. Parmi les facteurs les plus marquants, on distingue les taux d'intérêt mondiaux et l'évolution de l'activité économique dans les pays industrialisés.

II-2-1- Rôle des taux d'intérêt mondiaux

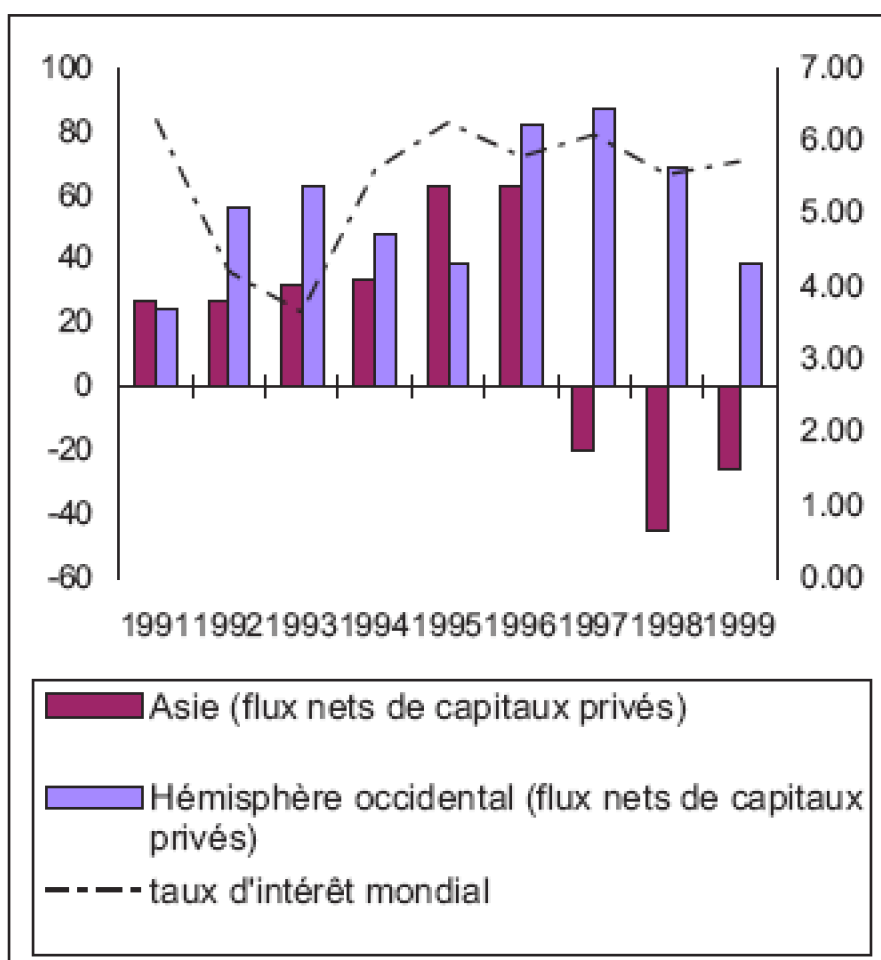
Suite à l'étude des mouvements de capitaux depuis 1970 nous remarquons, en particulier en Amérique Latine, que les flux de capitaux sont très volatils et sont déterminés par les développements de l'économie mondiale essentiellement exogènes à la région. La volatilité ayant frappé le système financier et bancaire de cette région a aussi touché les pays d'Asie du Sud Est et l'ensemble des pays émergents en général pendant les années quatre-vingt-dix. Elle s'est matérialisée, en particulier, par une soudaine perte d'accès aux marchés internationaux de capitaux, et par des périodes de forte volatilité des prix globaux d'action. En plus de leur incapacité à accéder librement au marché de capitaux international, les marchés émergents avaient à cette période des politiques macro-économique et de change instables. Cela a entravé le bon fonctionnement des marchés financiers domestiques et a suscité l'adoption de certaines mesures visant l'amélioration de la situation bancaire et financière de ces marchés. Pour remédier à cette situation, plusieurs pays ont mis en place des mesures afin de se prémunir contre les méfaits d'une telle volatilité. Ces mesures diffèrent d'un pays à un autre, on cite : (i) l'adaptation du régime du taux de change au degré d'ouverture du compte de capital ; (ii) le renforcement des institutions financières nationales et l'augmentation des mesures de supervision et de régulations prudentielles afin d'accroître la résistance à la volatilité ; et (iii) le développement du marché des actions et des marchés dérivés nationaux.

Cette dernière mesure est perçue comme un moyen permettant de renforcer la stabilité de la monnaie nationale altérée auparavant par les entrées soudaines de capitaux étrangers. Par ailleurs, le développement de ces marchés peut éventuellement aider à améliorer l'efficacité et la stabilité des intermédiaires financiers, réduisant ainsi les problèmes de maturité de la dette et créant de nouvelles opportunités pour faire face aux risques financiers et du taux de change.

Les flux internationaux de capitaux à destination de ces pays ont été particulièrement volatils, cette volatilité étant une des causes des crises financières qu'ils ont subi. Alors que les flux nets de capitaux ont augmenté de manière soutenue au début des années quatre-vingt-dix, l'accroissement de la volatilité des flux de capitaux tout au long de cette décennie a favorisé le déclin du niveau des entrées de capitaux.

A la fin des années quatre-vingt-dix, après la crise asiatique et argentine, la collecte de fonds des marchés émergents a continué. Pour l'Asie, les placements de capitaux propres se sont concentrés en particulier vers la fin de 2002 qui a en effet été caractérisée par une augmentation importante de la volatilité des marchés d'actions. En 2003, les fonds collectés ont atteint 134,8 milliards de dollars reflétant une diminution des flux vers les pays d'Amérique Latine compte tenue des problèmes argentins.

Le graphique I.9 montre que les flux nets de capitaux dans les différents marchés émergents évoluent inversement à la variation du taux d'intérêt. En effet, les flux nets de capitaux augmentent avec la baisse du taux d'intérêt mondial et diminuent lorsqu'il augmente. Ces flux s'avèrent fortement corrélés au taux d'intérêt mondial sur lequel les développements économiques ont une légère influence. Dans un monde où les capitaux privés se déplacent librement d'un marché à l'autre, le volume des flux de capitaux est fonction d'un certain nombre de facteurs, notamment le niveau des taux d'intérêts mondiaux.



- (1) axe des ordonnées de gauche
- (2) axe des ordonnées de droite

Graphique I.9 : Flux nets de capitaux (en milliards de dollars) dans les pays émergents (1)

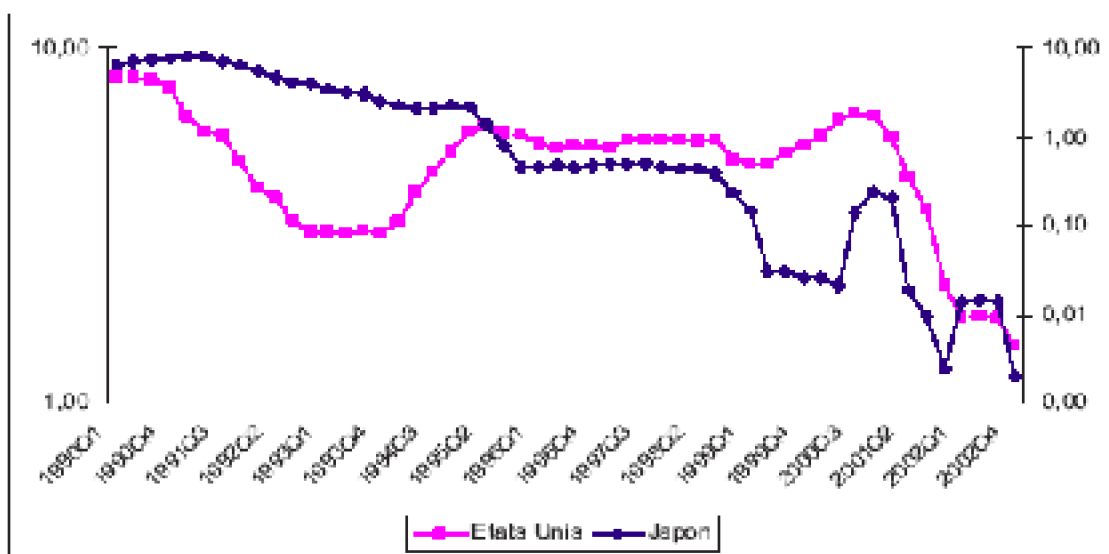
en vertu de la loi du droit d'auteur.

et le taux d'intérêt mondial (2)

Source : Nouvelles perspectives du FMI (2000) et Statistiques de la Banque Mondiale (2001)

D'après ce graphique, lorsque le taux d'intérêt mondial diminue, les flux nets de capitaux étrangers dans les marchés émergents de l'Hémisphère occidentale ont tendance à augmenter. Ce mouvement a aussi été suivi par les pays asiatiques en particulier avant 1997. En effet, la crise asiatique a fait fuir les investisseurs étrangers de cette région à destination des pays d'Amérique Latine qui en cette période ont vu leurs flux nets de capitaux augmenter.

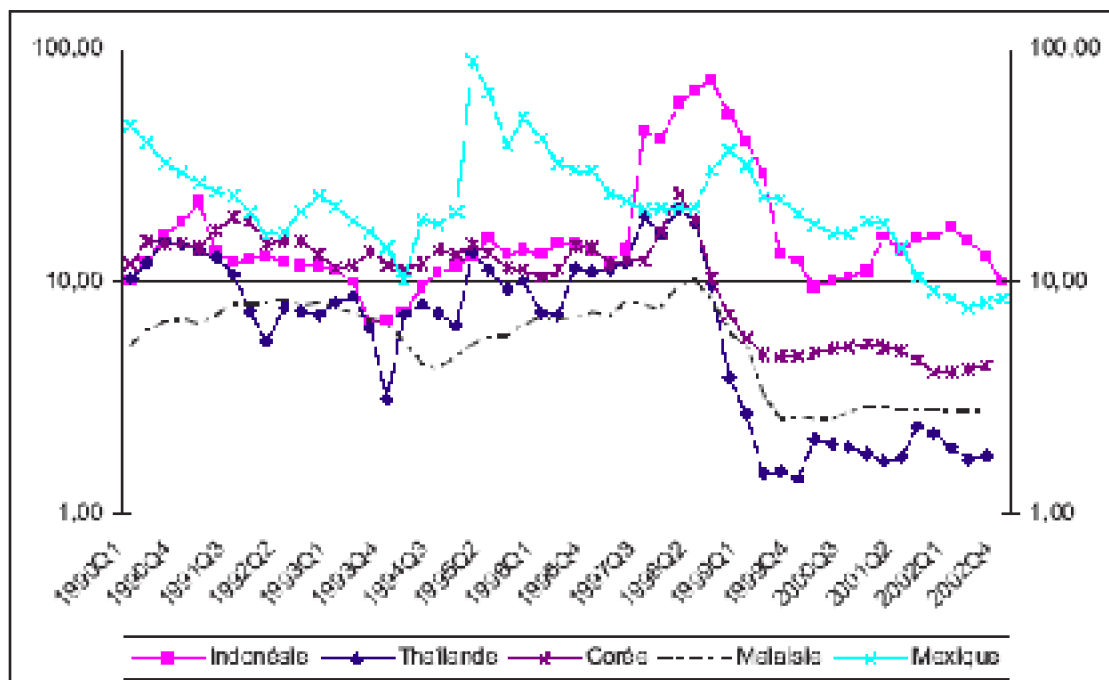
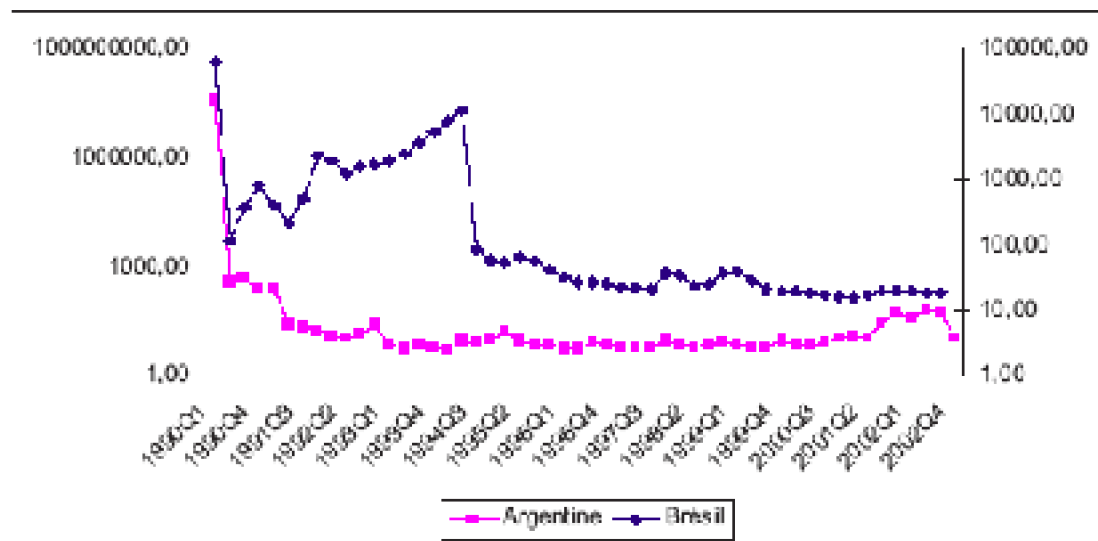
Cette corrélation entre les taux d'intérêt mondiaux et les flux de capitaux vers les marchés émergents trouve aussi son explication dans la modification et le développement des moyens disponibles pour les pays émergents pour combler le déficit de leurs comptes courants. Pendant les années soixante-dix, la politique monétaire expansionniste menée dans les pays industrialisés impliquait des taux d'intérêt faibles. Il était ainsi simple pour le pays en développement de trouver de quoi financer les déficits courants et ce, en empruntant des dollars auprès des banques internationales. Au début des années quatre-vingt-dix, les taux d'intérêt aux Etats Unis et dans les pays industrialisés sont redevenus faibles. En cherchant une meilleure rémunération de leurs placements, les investisseurs se sont orientés vers les marchés émergents, stimulant ainsi les entrées de capitaux étrangers dans ces pays. En effet, l'accroissement des flux de capitaux dans les marchés émergents est généralement attribué à des taux d'intérêt faibles des pays industrialisés, et élevés dans les marchés émergents. Calvo, Leiderman et Reinhart (1995) sont arrivés à cette conclusion en particulier pour la période 1992- 1994 où les entrées de capitaux dans les marchés émergents s'expliquent essentiellement par un baisse des taux d'intérêt des Etats Unis. Cette conclusion remet en cause la thèse selon laquelle les facteurs domestiques auraient joué un rôle majeur à la suite des réformes effectuées dans ces pays.



L'échelle utilisée est une échelle logarithmique

Le Japon est sur l'axe des ordonnées de droite, et les Etats-Unis sur celui de gauche

Graphique I.10 : Evolution trimestrielle du taux d'intérêt (en pourcentage)



Le Brésil est représenté sur l'axe des ordonnées de droite et l'Argentine sur celui de gauche
 Le Mexique et la Malaisie sont sur l'axe des ordonnées de droite, l'Indonésie, la Corée et la Thaïlande sur celui de gauche.

Source : Données statistiques du FMI (2003)

D'après le graphique I.10 (où sont représentés les taux d'intérêt des pays d'Amérique Latine, des pays d'Asie du Sud Est, des Etats Unis d'Amérique et du Japon), la mobilité des capitaux semble avoir affecté les mouvements des taux d'intérêt pour certains pays. Nous pouvons remarquer que :

- il existe un léger co-mouvement dans les taux d'intérêt domestiques entre les pays d'Amérique Latine et les Etats Unis, ce qui peut éventuellement expliquer pourquoi les flux de capitaux se dirigent vers les pays d'Amérique Latine au moment où les Etats Unis d'Amérique (EUA) enregistrent des baisses de taux d'intérêt. Le déclin des taux d'intérêt mondiaux entre 1990 et 1993 a incité les investisseurs internationaux à investir dans les marchés émergents où les taux d'intérêt sont restés élevés. En terme de composition des entrées de capitaux, alors qu'une forte corrélation négative entre le taux d'intérêt et les flux nets de portefeuille est facilement perceptible, les IDE restent relativement insensibles aux changements du taux d'intérêt. Cela peut indiquer que les IP obéissent à une logique financière (d'où leur sensibilité aux taux d'intérêt) alors que les IDE obéissent à une logique réelle, fondée sur la rentabilité de l'investissement. En effet, un taux d'intérêt élevé augmente le coût d'opportunité d'investissement à l'étranger, auquel sont exposés les investisseurs des pays industrialisés. Ils réduisent alors leurs offres de capitaux aux pays en développement. Cependant, un changement dans le taux d'intérêt devrait affecter le coût d'opportunité des IDE, reste à savoir pourquoi les IDE n'affichent pas une corrélation négative avec le taux d'intérêt comme c'est le cas pour les flux de portefeuille ;
- concernant les écarts des taux d'intérêt²³, nous remarquons que les écarts Corée/Etats Unis, et Thaïlande/Etats Unis sont élevés et toujours positifs. Ce qui veut dire qu'entre 1988 et 2000, les taux d'intérêts nationaux de la Corée et de la Thaïlande sont supérieurs aux taux d'intérêt américains. C'est ce qui pourrait expliquer éventuellement la préférence des investisseurs pour ces marchés émergents. En revanche, pour la Malaisie, cette remarque n'est valable qu'entre 1991 et 1994, et entre 1995 et 1998 ; pour les autres périodes, le taux d'intérêt américain était supérieur ;
- les taux d'intérêt mondiaux faibles ont affecté l'attraction des investissements en Amérique Latine. Il est à noter que le Mexique, et dans une moindre mesure l'Argentine, ont bénéficié plus tôt que les autres pays des entrées de capitaux. En effet, le Mexique a réussi à résoudre ses problèmes d'endettement, à stabiliser l'inflation, à se privatiser et libéraliser son économie relativement tôt. Le recouvrement de l'international au Mexique a été important puisque dans les premières années des entrées de capitaux, le Mexique comptait un peu plus que la moitié des flux de capitaux dans la région.

II-2-2- L'activité économique mondiale

En plus de l'importance des taux d'intérêt mondiaux, en 1994, l'économie mondiale a enregistré une forte reprise après des résultats relativement faibles entre 1990 et 1993. La croissance observée en 1994 dans les pays industrialisés comme dans les pays en développement et en transition a entraîné une hausse du volume du commerce mondial d'environ 9%. Les flux de capitaux vers les pays en développement sont restés très élevés, toutefois un léger déclin a été enregistré pouvant s'expliquer par le ralentissement des entrées de capitaux dans les pays de l'Hémisphère occidental, du Moyen orient et de l'Europe. Comme il a été signalé plus haut, les taux d'intérêt à long terme ont augmenté

²³ L'étude des écarts de taux d'intérêt est présentée plus en détail dans le chapitre 3 du présent travail, dans le cadre de l'impact des contrôles de capitaux sur les taux d'intérêt.

dans les pays industrialisés en particulier en début d'année. Cela s'explique par l'effet conjugué de l'amélioration des perspectives de croissance, des anticipations inflationnistes et de l'accroissement de la demande de capitaux générés par la reprise de l'activité économique.

En 1994 et début 1995, la continuité de la reprise aux Etats Unis s'est manifestée par un resserrement graduel de la politique monétaire et une augmentation des taux d'intérêt à court terme. Au Japon, les taux d'intérêt à court terme ont largement augmenté à la fin de l'été 1994 pour garder un niveau relativement stable jusqu'au début de 1995.

A la fin des années quatre-vingt-dix, malgré la forte expansion des flux de capitaux internationaux, le comportement d'investissement aux Etats Unis et au Japon sont relativement stables sur le moyen terme. Comme le montre le tableau I.3, les capitaux américains à destination de l'étranger et notamment à destination des marchés émergents ont pris pour la plupart la forme d'IDE. Le Japon, en revanche a recyclé ses excédents sous forme d'IP et à moindre degré, d'IDE.

Tableau I.3 : Les principaux soldes financiers (en milliards de dollars américains courants)

	Solde des IDE		Solde des IP		Solde des autres flux (hors réserves de change)	
	Etats-Unis	Japon	Etats-Unis	Japon	Etats-Unis	Japon
1990	11	-49	-9	9	59	9
1990-1995	-20	-25	14	-14	-7	-127
1995-1999	24	-20	219	-21	-8	-56
1999	130	-10	244	-27	2	6

le signe négatif signifie des sorties nettes de capitaux hors du pays considéré

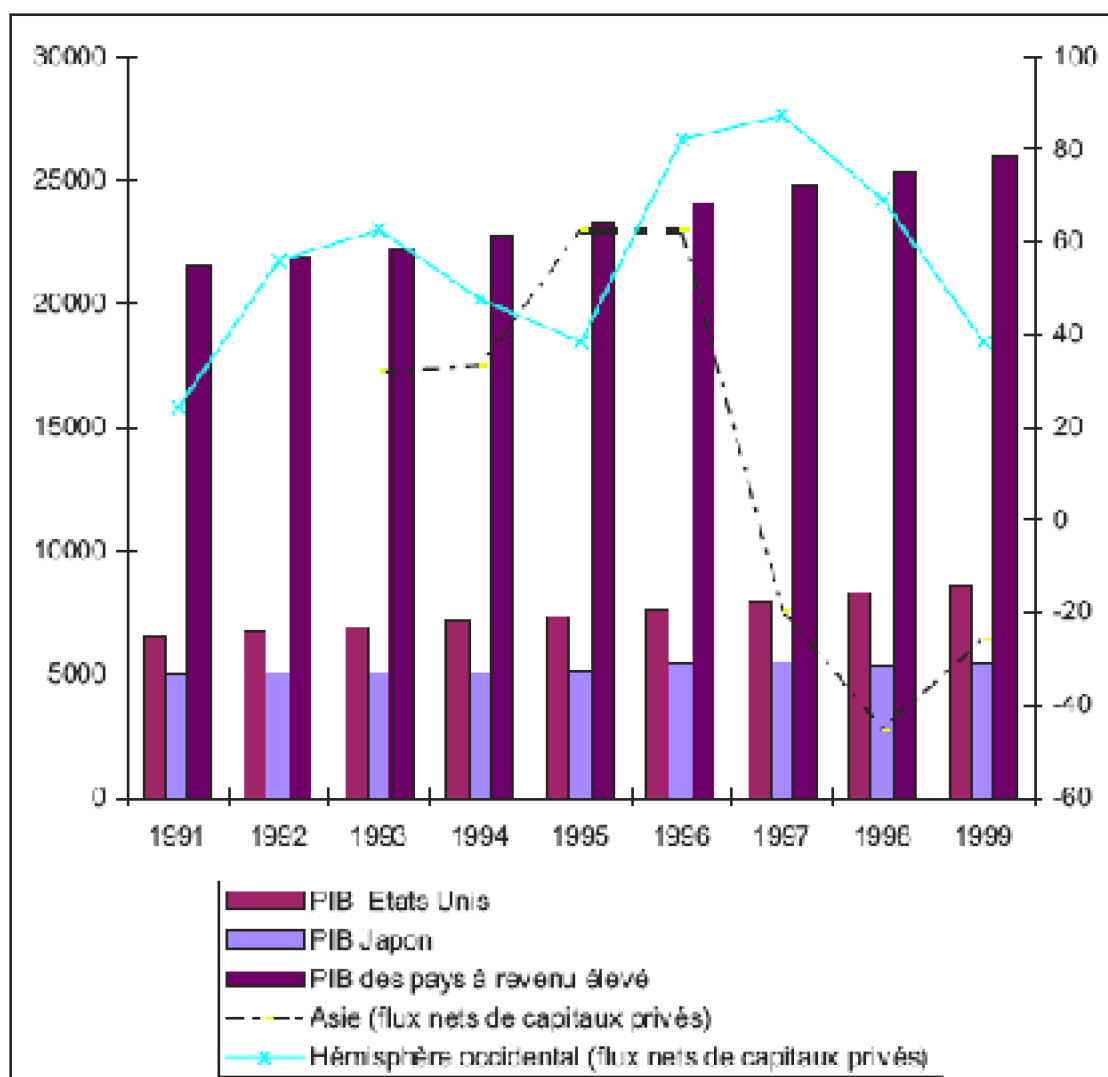
Source: FMI, US Department of Commerce (2000)

Le graphique I.11 retrace l'évolution d'une part des flux nets de capitaux dans les pays émergents d'Asie²⁴ et de l'Hémisphère occidental, et d'autre part du PIB réel des pays à revenu élevé, comme le Japon et les Etats Unis.

Les flux nets de capitaux comportent des investissements directs nets, des investissements de portefeuille nets et des autres investissements nets à court et à long terme. A partir du PIB réel²⁵ des pays industrialisés, on veut voir à travers ce graphique s'il existe une évolution cohérente entre l'activité économique de ces pays et les flux de capitaux dans les marchés émergents.

²⁴ Dans ce groupe seuls les pays en crise ont été retenus, à savoir : la Corée, l'Indonésie, les Philippines et la Thaïlande.

²⁵ Le PIB réel a été calculé à prix constant (année de base 1995), son évolution reflète donc l'évolution réelle de l'activité économique dans le pays.



Graphique I.11 : Flux nets de capitaux dans les marchés émergents et activité économique dans les pays à revenu élevé (en milliards de dollars et PIB calculé au prix constant année de base 1995)

Source : Nouvelles perspectives du FMI (2000) et Statistiques de la Banque Mondiale (2001)

Dans ce graphique, le PIB réel aux États-Unis est légèrement plus élevé qu'au Japon. Jusqu'en 1996, les flux nets de capitaux dans les marchés émergents asiatiques ou ceux de l'Hémisphère Occidental ont évolué dans le même sens, exception faite des années 1994 et 1995. En effet, en faisant abstraction des périodes de crises, 1994-1995 pour les pays d'Amérique Latine et 1997-1998 pour les pays d'Asie, où les flux nets de capitaux ont tendance à diminuer, on remarque que lorsque le PIB réel augmente dans les pays à revenu élevé et notamment aux États-Unis et au Japon, les flux nets de capitaux augmentent aussi. On remarque aussi (tableau I.3 et graphique I.11) qu'entre 1990 et 1995, en moyenne aussi bien le Japon que les États-Unis ont été caractérisés par des sorties nettes de capitaux, ce qui explique les flux nets de capitaux relativement

élevés enregistrés dans les marchés émergents à la même période. Par ailleurs, pour les pays d'Amérique Latine, une augmentation des flux nets de capitaux a été enregistrée après la crise du Mexique entre 1995 et 1997, ce qui correspond à une période d'absence de sorties de capitaux américains, puisque les principaux soldes financiers affichaient des résultats positifs. Au Japon en revanche, il y avait encore des sorties de capitaux, qui n'ont pas bénéficié aux pays émergents d'Asie ici représentés.

Contrairement aux années quatre-vingt où le Japon a enregistré les meilleurs taux de croissance, pendant les années quatre-vingt-dix, l'économie américaine a dépassé en termes de performance celle du Japon. Non seulement la croissance aux Etats Unis s'est améliorée, avec l'augmentation de l'emploi et la baisse de l'inflation, mais en plus, les crises ayant frappé les pays asiatiques n'ont pu que consolider la position économique leader des Etats Unis. Il est important d'insister sur la situation économique des pays industrialisés alors que l'étude porte sur les marchés émergents dans la mesure où la situation économique de ces derniers est affectée par la variation des fondamentaux macroéconomiques des pays industrialisés notamment du Japon et des Etats Unis. En effet, dans les pays émergents, la production suit le taux de croissance des pays industrialisés. La production des marchés émergents est meilleure lorsque le taux de croissance des pays industrialisés partenaires est élevé. Ainsi, l'économie des pays émergents est affectée par celle des pays les plus avancés. Par exemple, le recouvrement de la crise du Mexique en 1994 a été facilité par la rapide croissance enregistrée aux Etats Unis pendant cette période. En revanche, l'absence de croissance et le recul observé dans les pays leader asiatiques comme le Japon, ont posé des problèmes au niveau du recouvrement des pays d'Asie du Sud-Est à la suite de la crise de 1997. A l'exception des Philippines, les pays d'Asie ont été soutenus par la liquidité régionale fournie par les investisseurs les plus solides.

Entre 2000 et 2003, les pays d'Amérique Latine, en raison de leur besoin de financement croissant, se montrent vulnérables à une augmentation de l'aversion au risque et plus exposés à une importante baisse des flux financiers. A l'exception du Mexique qui a achevé son plan de financement en 2003, les autres pays de la région trouvent des difficultés à faire de même.

Pour conclure, nous avons pu remarquer que les facteurs internes sont généralement attribués à des dislocations de l'économie réelle tel que le choc de productivité transitoire, ou un renversement soudain des politiques macroéconomiques qui génèrent des modifications brusques au niveau du solde ($S - I$). Ces facteurs peuvent aussi être attribués aux marchés financiers, tel est le cas lorsque les nouvelles politiques altèrent la confiance des investisseurs et mènent par conséquent à des entrées ou fuites de capitaux. Les facteurs externes peuvent directement affecter l'économie, comme dans le cas d'un changement des taux d'intérêt dans le monde modulant d'où l'attraction relative des actions domestiques. Pour ces facteurs, le meilleur indicateur de la disponibilité des capitaux dans les marchés émergents a été pour plusieurs auteurs le taux d'intérêt réel. Généralement, la disponibilité des capitaux étrangers dans les marchés émergents est mesurée par l'équilibre entre l'épargne et l'investissement. Un excès d'apport d'investissement dans ces marchés est généralement expliqué par une hausse des taux d'intérêts et/ou une baisse des taux d'intérêt dans les pays industrialisés, ou bien par un

faible rapport entre le capital et le travail des épargnants domestiques disponibles sur le marché. Il reste toutefois usuel d'attribuer l'augmentation des flux de capitaux dans les marchés émergents à une faiblesse des taux d'intérêt des pays industrialisés par rapport à un accroissement de ceux des pays émergents.

Par ailleurs, il est important de signaler qu'un arrêt soudain des flux de capitaux reflète souvent l'inquiétude croissante des investisseurs au sujet de la faiblesse de la situation économique et politique des systèmes financiers dans les marchés émergents pouvant générer des risques. Plusieurs études ont montré que les développements dans les pays industrialisés²⁶ jouent un rôle important pour limiter l'accès des marchés émergents au marché international des capitaux. Face à la volatilité des flux de capitaux, depuis la seconde moitié des années quatre-vingt-dix, les marchés émergents tentent de retrouver cet accès à travers l'établissement d'une politique macro-économique stable.

Il est capital de noter ici l'importance des réserves de change, dans la mesure où elle représente une articulation entre les déterminants des entrées de capitaux et les effets de ces derniers. En effet, les réserves répondent aux deux types de fondements internes et externes. Par ailleurs, elles peuvent à la fois provoquer les entrées de capitaux, mais aussi être affectées par les entrées de capitaux

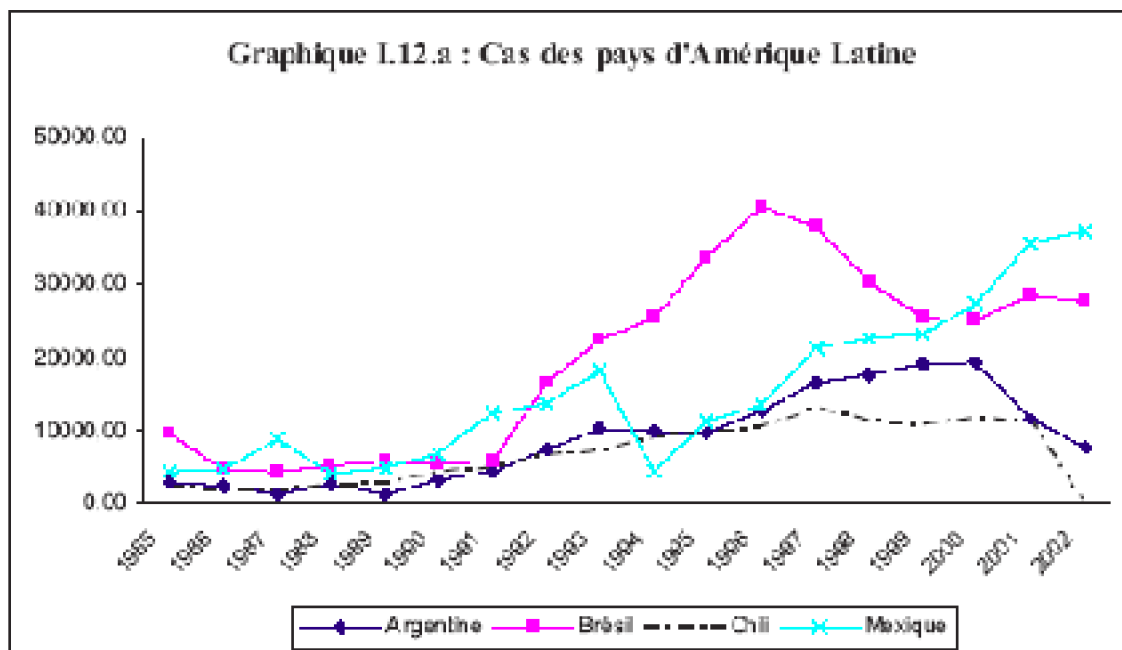
Dans un grand nombre de marchés émergents, les entrées de capitaux qui ont accompagné la libéralisation financière ont été sollicitées dans un premier temps pour financer le déficit du compte courant. En cas de déficit du compte courant, l'économie peut avoir recours soit à une entrée de capitaux, soit à une baisse de ses réserves officielles. Dans ce contexte, l'état des réserves peut donc nous informer sur le volume des entrées de capitaux. En effet, en considérant la corrélation entre les entrées de capitaux et la variation des réserves de change, et à partir des graphiques I.12 (a et b)²⁷, qui retracent le niveau des réserves de changes diminué de l'or, nous pouvons faire les constations suivantes, qui à leur tour nous renseignent sur le mouvement des entrées de capitaux :

- Dans les pays asiatiques, les réserves de changes ont enregistré une hausse à partir de 1991. Celle-ci n'est pas surprenante dans la mesure où elle s'inscrit dans le cadre des entrées nettes de capitaux qui ont été massives pour les pays d'Asie du Sud Est (graphique I.6 c). Ces réserves tout comme les entrées de capitaux ont participé à maintenir l'équilibre du compte courant (graphique I.5 b). D'ailleurs en Corée, l'entrée nette des capitaux a été du même montant que le déficit courant, et le remboursement anticipé de la dette en 1980 a permis d'éviter l'accumulation des réserves. Mais à la suite de la crise de change en Asie du Sud Est, les réserves de change ont commencé à chuter en 1998 dans cette région. Cette baisse a duré toute l'année pour laisser place en 1999 à une reprise ;
- Pour les pays d'Amérique Latine, à l'exception du Brésil, le scénario a été différent, puisque à partir de 1996, le niveau des réserves de changes a été particulièrement

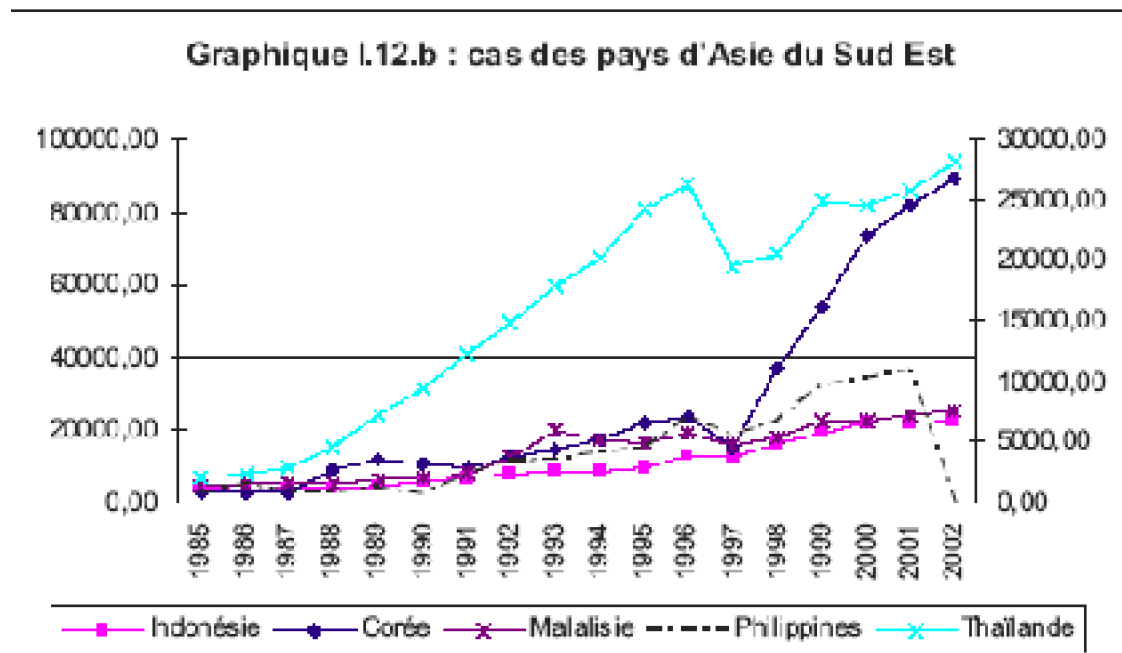
²⁶ Comme par exemple sur les marchés boursiers où les prix des actifs volatils réduisent l'aversion au risque des investisseurs

²⁷ Sur le graphique I.12 b, l'axe des ordonnées de droite concerne uniquement la Corée

soutenu et n'a que peu varié, les entrées nettes de capitaux en revanche ont accusé une augmentation au cours de cette décennie malgré la crise du Mexique qui s'est traduite au Brésil par un accroissement des entrées de capitaux en 1994.



Graphique I.12 : Evolution des réserves de change en millions de DTS



Sur le graphique I.12 b, sur l'axe des ordonnées de droite sont représentés la Thaïlande et les Philippines, et sur celui de gauche l'Indonésie, la Corée et la Malaisie.

Source : Données statistiques du FMI (2003)

Au terme de cette analyse de l'évolution des flux de capitaux et l'étude de leurs déterminants, les principales conclusions suivantes peuvent être dégagées.

En premier lieu, l'intégration des marchés de capitaux montre au cours du temps une courbe en forme de U. En effet, avant la première guerre mondiale, les marchés de capitaux ont été fortement intégrés. Ce degré d'intégration a connu une chute jusqu'en 1950 où il a recommencé à augmenter et s'est intensifié dans les années quatre-vingt-dix sans pour autant atteindre son niveau d'avant 1914. D'où l'intérêt que nous portons aux caractéristiques macroéconomiques des pays en question qui ont contribué à ce degré d'intégration des marchés à cette époque.

En second lieu, les flux officiels qui constituaient jusqu'en 1970 la majeure partie du financement des pays en développement, ont été remplacés par les flux privés représentant actuellement plus de 80% du total des flux. Ces flux privés qui constituent en partie les entrées de capitaux sur les marchés émergents se composent d'investissements directs étrangers, d'investissements en portefeuille et d'emprunts publics et privés à court et à long terme. Les IDE et les IP en particulier, ont connu plusieurs variations en terme de volumes selon les pays et les périodes en question. En effet, les investissements directs étrangers présentent une forme de flux de capitaux séduisante, et même avantageuse pour les pays hôtes. Du point de vue des investisseurs étrangers, ils sont rapidement séduits par les IDE compte tenu des rendements qu'ils peuvent générer. Les flux de portefeuille en revanche, étant soumis aux lois des marchés financiers, ne sont pas très demandés par les investisseurs étrangers, surtout si le pays hôte ne dispose pas d'instruments de politique macro-économique assez développés ou si l'économie a des faiblesses fondamentales tel qu'un faible système bancaire. Ils deviennent ainsi très sensibles à l'efficacité des marchés financiers. Etant plus volatils, les IP permettent aux investisseurs étrangers de décider subitement de quitter le pays dans lequel ils ont investi. C'est ce qui peut expliquer la préférence des pays pour les IDE plutôt que les IP.

En troisième lieu, les différentes formes d'entrée de capitaux peuvent être expliquées par des facteurs internes et externes. Les facteurs internes représentent en particulier les différentes réformes structurelles entreprises par les marchés émergents dans le cadre de la libéralisation financière et précisément la libéralisation du compte de capital. Ces réformes peuvent toucher à la fois le développement des institutions financières et monétaires, le développement des marchés de capitaux, les marchés de change, la libéralisation des IDE et des IP et les restrictions sur les mouvements de capitaux. Les facteurs externes sont plutôt liés aux chocs externes qui affectent l'économie et en particulier le mouvement des taux d'intérêt mondiaux, ainsi que l'évolution de l'activité économique.

Les entrées massives de capitaux ayant caractérisé les marchés émergents des années quatre-vingt-dix ont été provoqués par certains facteurs internes et externes, mais leurs volumes et leurs tailles ont aussi affecté certains aspects de l'économie. Nous nous intéressons dans le chapitre suivant aux effets macroéconomiques des entrées de capitaux dans les pays d'Amérique Latine et d'Asie du Sud-Est. Ces deux groupes de pays dont les caractéristiques sont différentes n'ont pas vu leur fondamentaux macro-économiques affectés de la même manière.

Annexes

Tableau 1 : Persistance du ratio CCA/PIB, données annuelles pour le groupe 1

	Mean	Arg	Aus	Can	Den	Fin	Fra	Ger	Itl	Jap	Nor	Swe	UK	US
Régime de change-or 1880-1913														
Coeff	0,6	0,3	0,7	0,8	0,2	0,3	0,7	0,4	-0,8	0,1	0,9	0,8	0,9	0,8
SE	0,1	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	0,1	0,2	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
T Stat	2,5	3,4	2,2	1,5	4,3	4,2	2,9	3,0	1,6	3,8	1,6	1,7	0,9	2,1
Entre les deux guerres 1919-1939														
Coeff	0,5	0,6	0,1	0,6	0,4	0,4	0,5	0,1	0,7	0,3	0,7	0,5	0,8	0,6
S.E	0,2	0,2	0,3	0,2	0,3	0,1	0,1	0,3	0,1	0,2	0,1	0,2	0,2	0,1
T Stat	3,3	2,0	2,7	2,7	1,9	5,7	5,2	2,8	3,4	3,1	4,8	3,1	0,8	4,1
Régime de Bretton Woods 1960-1971														
Coeff	0,1	0,1	-0,2	0,5	-0,3	-0,2	0,6	0,2	0,3	0,3	0,0	0,1	-0,9	0,6
S.E	0,4	0,4	0,4	0,4	0,7	0,4	0,3	0,3	0,3	0,5	0,3	0,5	0,5	0,3
T Stat	2,3	2,3	3,2	1,4	1,8	2,8	1,7	2,7	2,0	1,3	2,9	2,0	4,0	1,4
Régime de change flottant à partir de 1971														
Coeff	0,6	0,6	0,6	0,6	0,9	0,5	0,4	0,7	0,3	0,7	0,8	0,6	0,6	0,8
S.E	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,2	0,2	0,1	0,2	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1
T Stat	2,1	1,9	2,1	1,9	1,0	2,9	2,4	2,2	2,9	2,5	1,6	2,1	2,8	1,7
Moyenne (Mean), Argentine (Arg), Australie (Aus), Canada (Can), Danemark (Den), Finlande (Fin), France (Fra), Allemagne (Ger), Italie (Itl), Japon (Jap), Norvège (Nor), Suède (Sew), Grande Bretagne (UK) et Etats Unis (US).														

Source : Bordo and Schartz (1996) Table 2.1 et table 2.2 ; Ghosh, Goulde , Ostry and Wolf (1995) ; IMF 1997 International Financial Statistics Year Book p 18 Exchange Rate Arrangement

Tableau 2 : Persistance du ratio CCA/PIB, données annuelles pour le groupe 2

Chapitre I : Les entrées de capitaux : volume, composition et déterminants

	Mean	Alg	Bra	Chl	Chn	Col	Egy	Hun	Ini	Ino	Isr	Kor
<i>Régime de Bretton Woods 1948-1970</i>												
Coeff	0,3	-0,7	0,6	-	-	0,7	0,5	-	0,1	-	0,2	0,7
S,E	0,3	0,4	0,2	-	-	0,3	0,2	-	0,4	-	0,4	0,2
T-Stat	2,5	3,9	1,8	-	-	1,2	2,0	-	2,2	-	2,1	1,5
<i>Régime de change flottant à partir de 1971</i>												
Coeff	0,4	0,6	0,6	0,3	0,1	0,5	0,7	0,2	0,8	-0,2	0,3	0,5
S,E	0,2	0,3	0,2	0,2	0,3	0,2	0,2	0,4	0,1	0,3	0,2	0,2
T-Stat	2,7	1,5	2,1	2,8	2,6	2,8	1,8	2,3	1,2	4,1	3,5	3,0
	Mal	Mex	Mor	Pak	Per	Phi	Pol	Rom	Saf	Tha	Tur	Ven
<i>Régime de Bretton Woods 1948-1970</i>												
Coeff	0,1	-0,1	-0,3		0,4	0,2	-	-	0,6	0,0	0,5	0,6
S,E	0,5	0,3	0,2		0,3	0,3	-	-	0,2	0,2	0,2	0,3
T-Stat	1,8	3,1	6,2		2,1	2,8	-	-	1,9	3,9	2,2	1,5
<i>Régime de change flottant à partir de 1971</i>												
Coeff	0,6	0,5	0,7	0,3	0,1	0,5	0,0	0,5	0,3	0,6	0,3	-0,0
S,E	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,4	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
T-Stat	2,8	2,1	1,9	2,9	3,4	3,0	2,7	1,9	3,8	1,8	2,7	4,5
Moyenne (Mean), Algérie (Alg), Brésil (Bra), Chili (Chl), Chine (Chn), Colombie (Col), Egypte (Egy), Hongrie (Hun), Inde (Ini), Indonésie (Ino), Israël (Isr), Malaisie (Mal), Mexique (Mex), Maroc (Mor), Pakistan (Pak), Pérou (Per), Philippines (Phi), Pologne (Pol), Roumanie (Rom), Afrique du Sud (Saf), Thaïlande (Tha), Turquie (Tur) et Venezuela (Ven).												

Source : Bordo and Schartz 1996 Table 2.1 et table 2.2, Ghosh, Goulde , Ostry et Wolf (1995), IMF (1997)

Tableau 3 : Flux de capitaux pour les pays d'Amérique Latine entre 1989 et 1994 (en milliards de dollars)

	1989	1990	1991	1992	1993	1994
<i>Intra-régional</i>						
Investissement en portefeuille	0,00	0,00	0,15	0,33	4,72	3,00
Acquisitions et fusions	0,00	0,00	0,00	0,18	0,57	1,10
Avoirs tangibles	(2,37)	(5,90)	4,41	(3,58)	3,46	9,92
<i>Etats-Unis</i>						
Investissement en portefeuille	0,40	1,04	2,35	7,03	9,27	5,00
Acquisitions et fusions	0,02	0,71	0,79	0,49	2,63	2,71
Avoirs tangibles	8,62	8,74	4,96	13,48	7,66	10,67
Total des flux intra-américains	6,67	4,59	12,66	17,93	28,31	32,40
<i>Le reste du monde</i>						
Investissement en portefeuille	6,60	8,86	8,70	2,24	6,01	6,90
Acquisitions et fusions	0,42	4,78	3,05	5,11	2,14	4,46
Avoirs tangibles	1,47	(1,53)	(1,91)	(1,88)	(0,36)	(2,96)
Total des flux	15,16	16,70	22,50	23,40	36,10	40,80
<i>En pourcentage du total des actions</i>						
Les intra-américains	44,0	27,5	56,3	76,6	78,4	79,4
Flux américains	59,6	62,8	36,0	89,7	54,2	45,1
Actifs tangibles	50,9	7,8	33,2	34,3	29,8	43,2

Source : Baring Securities

Source : Baring Securities

Tableau 5 : Flux nets d'investissement de portefeuille pour la Thaïlande, classés par pays, 1994-95 (en millions de dollars)

Les Pays	1994			1995			Pourcentage de change dans les flux nets
	entrées	sorties	net	entrées	sorties	net	
Singapour	2671,2	2751,1	-79,6	3520,2	2257,2	1263,0	1680,7
HongKong	1226,2	993,6	232,6	1283,9	914,4	369,5	58,9
Royaume Uni	1525,0	1960,2	-435,2	1343,2	1035,1	308,1	170,8
Etats-Unis	565,4	377,3	188,1	318,8	280,2	38,6	-79,5
Belgique	15,6	62,2	-46,6	38,8	107,7	-68,9	-47,9
Pays-bas	2,9	331,7	-328,8	16,1	183,0	-166,9	49,2
Autres	362,9 (1)	289,2	73,7	323,5 (2)	106,8	216,7	194,0
Total	6369,2	6765,3	-396,1	6844,4	4884,4	1960,1	594,8

(1) La majorité comprend : Japon, Bahamas, Suisse, Luxembourg, ... (2) La majorité comprend : Australie, Suisse, Luxembourg, Japon

Source : Banque de Thaïlande

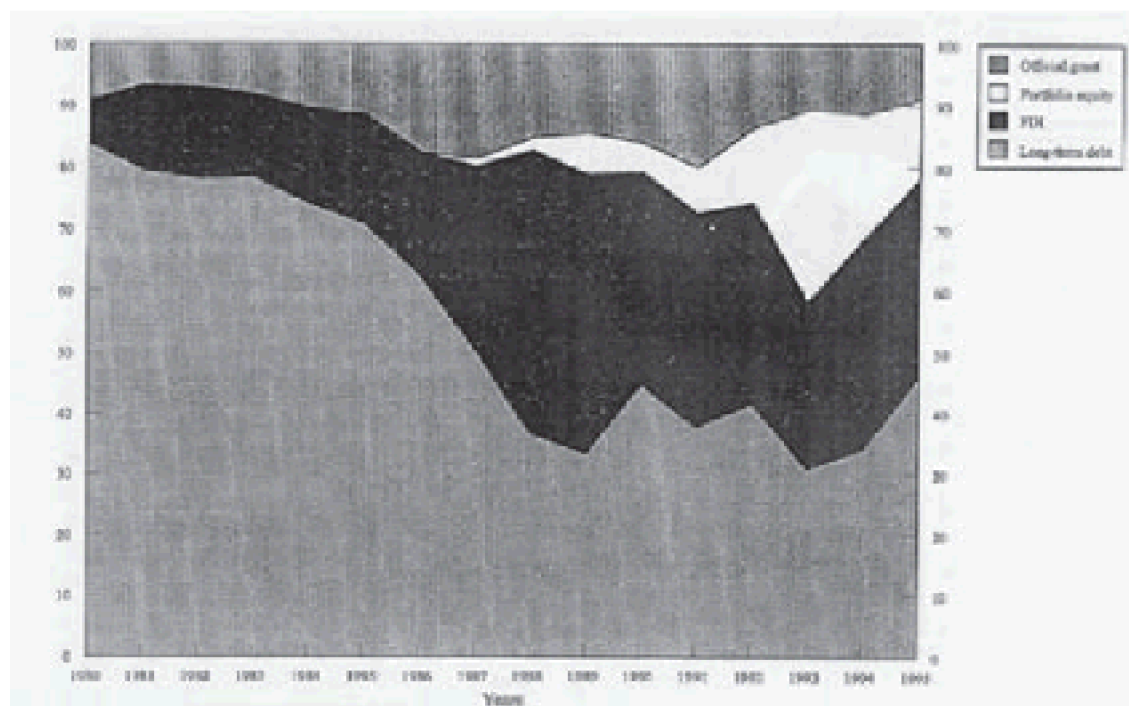
Tableau 6 : Flux de capitaux pour les pays en développement, 1990-95 (en milliards de dollars)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995
<i>Tous les pays en développement</i>						
Total net des entrées de capitaux (1)	35,5	154,4	130,1	172,9	151,6	193,7
IDE et investissement en portefeuille (net)	36,9	65,3	78,8	138,5	111,7	108,6
IDE nets	18,6	28,4	31,6	48,9	61,3	71,7
Investissements en portefeuille nets	18,3	36,9	47,2	89,6	50,4	37,0
Autres (2)	-1,4	89,1	51,3	34,5	39,8	85,1
Crédits nets du FMI	-1,9	1,1	-0,2	-0,1	-0,8	12,2
<i>Afrique</i>						
Total net des entrées de capitaux (1)	2,0	3,5	2,7	7,2	13,4	12,6
IDE et investissement en portefeuille (net)	1,1	1,1	-1,6	0,3	3,3	2,2
IDE nets	1,4	1,6	2,6	1,2	2,2	2,1
Investissements en portefeuille nets	-0,2	-0,5	-1,0	-0,9	1,1	0,1
Autres (2)	0,8	2,4	1,1	6,9	10,1	10,4
Crédits nets du FMI	-0,6	0,2	-0,2	0,2	0,9	0,8
<i>Asie</i>						
Total net des entrées de capitaux (1)	23,1	49,8	32,1	70,5	81,1	104,1
IDE et investissement en portefeuille (net)	8,5	17,2	24,2	56,5	57,9	70,9
IDE nets	9,4	14,3	14,4	32,7	41,9	52,4
Investissements en portefeuille nets	-0,9	2,9	9,8	23,8	16,0	18,5
Autres (2)	14,6	36,2	7,9	14,0	23,1	33,2
Crédits nets du FMI	-2,4	1,9	1,3	0,6	-0,8	-1,8
<i>Est Central</i>						
Total net des entrées de capitaux (1)	-8,1	78,1	42,2	31,9	9,9	15,1
IDE et investissement en portefeuille (net)	3,3	24,5	22,4	16,3	15,4	8,4
IDE nets	1,2	1,3	1,8	1,1	-0,5	0,0
Investissements en portefeuille nets	2,1	23,2	20,6	15,1	15,9	8,4
Autres (2)	-11,4	53,6	19,9	15,6	-5,5	6,7
Crédits nets du FMI	-0,1	0,0	0,4	-0,0	0,4	0,3
<i>Amérique Latine</i>						
Total net des entrées de capitaux (1)	18,5	23,0	53,1	63,4	47,2	61,8
IDE et investissement en	24,0	22,5	30,7	65,5	35,1	27,2

Chapitre I : Les entrées de capitaux : volume, composition et déterminants

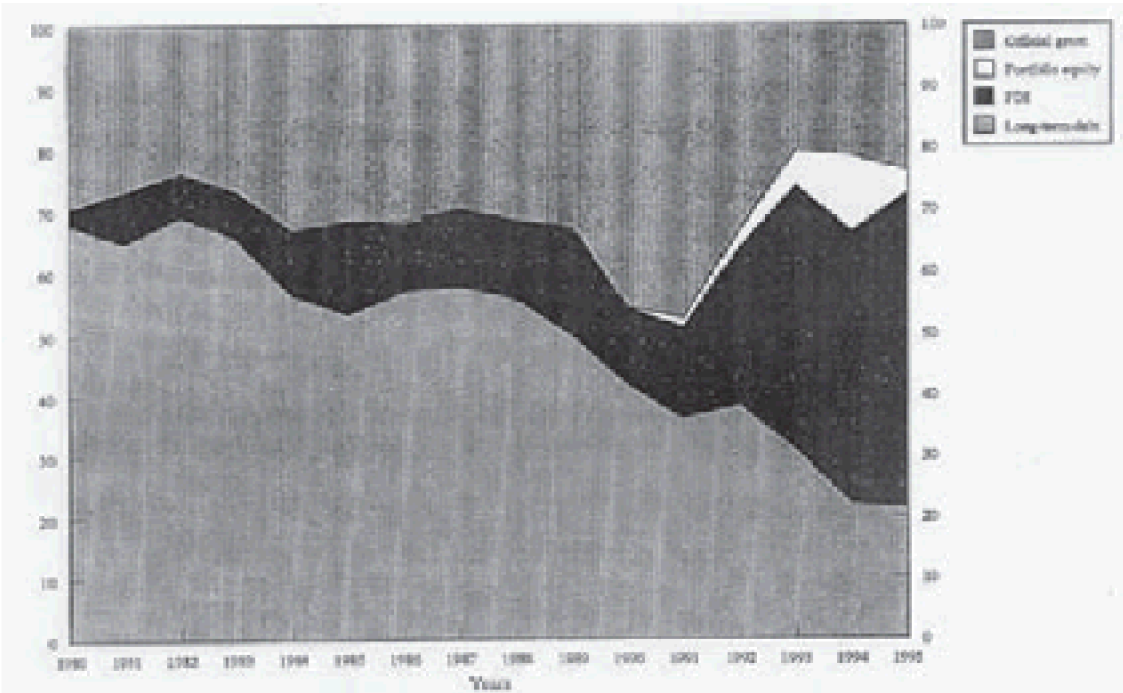
portefeuille (net)						
IDE nets	6,6	11,2	12,8	13,9	17,7	17,1
Investissements en portefeuille nets	17,4	11,4	17,8	51,6	17,4	10,0
Autres (2)	-5,5	0,5	22,5	-2,1	12,1	34,7
Crédits nets du FMI	1,2	-1,0	-1,6	-0,9	-1,3	12,9
Mémorandum Items						
<i>Tous les pays en développement</i>						
Total net des entrées de capitaux (1)	11,9	0,5	5,0	10,9	13,6	34,4
IDE et investissement en portefeuille (net)	0,0	3,2	3,3	8,8	8,5	17,3
IDE nets	0,0	2,4	4,2	6,0	5,6	11,4
Investissements en portefeuille nets	-	0,8	-0,8	2,7	3,0	6,0
Autres (2)	11,9	-3,7	1,7	2,1	5,1	17,1
Crédits nets du FMI	0,3	2,4	1,6	3,7	2,4	4,7
(1) : n'incluent pas les réserves (2) crédits à long et court terme						

Source : Base de données du FM



Graphique 1 : La composition des flux de capitaux pour les pays à moyen revenu entre 1980 et 1995 (en pourcentage)

Source: Tableaux de dette mondiale (Banque Mondiale)



Graphique 2 : La composition des flux de capitaux pour les pays à bas revenu entre 1980 et 1995 (en pourcentage)

Source: Tableaux de dette mondiale (Banque Mondiale)

Chapitre II : La complexification de la politique monétaire suite à la libéralisation financière : approche empirique

D'un point de vue macroéconomique, la mobilité des capitaux peut être amenée à réduire l'efficacité de la politique monétaire dans une petite économie financièrement ouverte. Dans ce contexte, les marchés émergents asiatiques et d'Amérique Latine ont vu leurs variables macro-économiques affectées différemment. Cette différence trouve son explication en partie dans les caractéristiques des politiques monétaires de ces pays, où une limitation des politiques discrétionnaires a été recherchée. Or, cette limitation s'avère difficile à assurer compte tenu des problèmes liés à la mobilité des capitaux. C'est le cas de l'ancrage sur le change qui est un ancrage nominal.

L'ancrage nominal fait référence ici²⁸ à la stabilité du taux de change nominal²⁹ en niveau ou en variations à court terme³⁰. Les différentes caractéristiques des pays étudiés nous amène à faire la distinction entre l'ancrage nominal explicite, ayant pour objectif la

²⁸ Il existe en effet d'autres ancrages nominaux alternatifs tels que les agrégats monétaires, le taux d'intérêt et la cible d'inflation.

²⁹ Agnès Bénassy-Quéré (1996)

lutte contre l'inflation, et l'ancrage nominal implicite, ayant pour objectif la stabilité du taux de change. Lorsque la valeur cible de l'objectif est annoncée, la poursuite de l'ancrage est dans ce cas explicite, *a contrario* lorsque aucune valeur cible n'est annoncée à l'avance, la poursuite est implicite. L'adoption de l'une ou de l'autre des deux modalités est fortement influencée par le niveau de l'inflation prévalant dans l'économie en question. Ainsi dans les pays d'Amérique Latine où l'inflation a été élevée, les banques centrales ont annoncé un objectif explicite afin de montrer au public leur volonté de réduire cette inflation. En revanche, dans les pays d'Asie du Sud Est où les tensions inflationnistes sont moins importantes, les banques centrales ont un objectif implicite orienté vers la recherche de la stabilité du taux de change. Nous distinguons ainsi deux groupes de pays : d'un côté, ceux qui appliquent explicitement des stratégies d'ancrage nominal, ce sont les pays d'Amérique Latine ; d'un autre côté, ceux qui utilisent un ancrage implicite, à savoir les pays d'Asie du Sud Est qui à la base bénéficient d'un taux d'inflation relativement faible. Pour faire face au problème d'inflation, les pays d'Amérique Latine ont adopté des programmes de stabilisation.

Dans ce chapitre, nous essayons de démontrer à travers l'évolution des différents fondamentaux macroéconomiques, les conséquences des entrées de capitaux sur ces variables, et ce en trois points :

- la première section traite des différents programmes de stabilisation adoptés par les pays d'Amérique Latine, au cours de ces vingt dernières années, dans le but de baisser l'inflation ;
- la seconde section montre l'évolution des différents agrégats macroéconomiques et les liens éventuels entre ces variables et les entrées de capitaux dans les pays d'Amérique Latine et dans les pays d'Asie du Sud Est ;
- enfin, la troisième section, présente les réponses apportées par les politiques économiques.

I. Les programmes de stabilisation

Contrairement aux pays d'Asie du Sud Est, les pays émergents d'Amérique Latine se sont caractérisés par une forte inflation. Avec la libéralisation des économies et la nécessité d'une plus grande rigueur en matière de politique monétaire et budgétaire, l'ancrage des monnaies au dollar américain³¹ a constitué l'un des piliers des plans de stabilisation mis en place à la fin des années quatre-vingt et au début des années quatre-vingt-dix, dans le but de lutter contre l'inflation et de renforcer la confiance des investisseurs étrangers.

Compte tenu des difficultés que leur cause la persistance et le niveau élevé d'inflation³², les pays d'Amérique Latine³³ ont adopté des plans de stabilisation dans le but de

³⁰ L'ancrage réel se rapporte à la stabilité de long terme du taux de change réel. A long terme, les ancrages nominaux et réels doivent être compatibles.

ramener l'inflation à un niveau plus bas. Certaines de ces tentatives non seulement n'ont pas été profitables, mais ont entraîné de surcroît des crises de balance des paiements. Étant donnée l'importance de l'enjeu économique et de l'impact de ces plans sur les variables macroéconomiques, il est impératif de déterminer les paramètres nécessaires à la réussite des plans de stabilisation. Pour ce faire, il faut revenir sur les expériences des pays en question et étudier les facteurs qui ont participé à l'échec ou à la réussite de ces plans.

Avant d'étudier l'évolution des différents agrégats en Amérique Latine, il est important de présenter les différents moyens et programmes préconisés par ces pays pour s'assurer une stabilité des prix.

On distingue deux types de plans, ceux qui sont fondés sur le taux de change, et ceux qui sont fondés sur la monnaie.

I-1- La stabilisation fondée sur le taux de change

Le tableau II.1 présente la liste de quelques programmes de stabilisation fondés sur le taux de change dans des pays à caractère inflationniste depuis la fin des années soixante-dix.

Tableau II.1 : Les principaux plans de stabilisation fondés sur le taux de change

³¹ Cet ancrage des monnaies nationales au dollar a pris des formes plus ou moins strictes selon les pays : système de bande de fluctuation autour d'un cours pivot calculé en fonction d'un panier de devises dominé par le dollar et périodiquement réajusté, c'était le cas du Chili dès 1982 et le Mexique à partir de 1994 ; système de « *crawling peg* » autorisant une lente dépréciation à un rythme pré-défini, tel que celui mis en œuvre en 1994 au Brésil à la suite du « plan Real » ; système de change fixe garanti par rapport au dollar, liant à cet effet la base monétaire aux réserves en devises ; c'est le régime du « *currency board* » adopté par l'Argentine en 1991.

³² Il est important de distinguer entre deux terminologies : inflation chronique (Pazos 1972) et hyper-inflation (Cagan 1956). La différence apparaît essentiellement au niveau de la durée. En effet, alors que l'hyper-inflation est mesurée en mois, l'inflation chronique est mesurée en décennie voire même plus. Avec une inflation chronique, il semble être courant que les pays concernés apprennent à vivre avec une inflation élevée et persistante, et ce par la création de mécanismes d'indexation qui tendent à perpétuer le processus d'inflation.

³³ Les pays dont il est question sont les pays d'Amérique Latine suivants : le Brésil, l'Argentine, le Chili et le Mexique.

Plan	Dates début-fin du plan	Régime du taux de change				Taux d'inflation (1)		Fondamentaux monétaires	
		parité glissante	taux de change fixe	bande de taux de change	caisse d'émission	initial (2)	le plus bas	réserves	valeur de la monnaie
Tablita Chilien	février 1978-juin 1982 (3)	février 1978-juin 1979	juin 1979-juin 1982			52,1	3,7	perte d'environ 65% des réserves	en février 1983, dépréciation de la monnaie de 55%
Tablita Argentine	décembre 1978-février 1981	décembre 1978-1981	1978-février			169,9	81,6	baisse de 71%	en avril 1982, dépréciation de 410%
Austral (Argentine)	juin 1985-septembre 1986 (4)	mars 1986-septembre 1986	juin 1985-mars 1986			1128,9	50,1	en sept 1987, baisse de 58%	inflation > 10% par mois
Cruzado (Brésil)	février 1986-novembre 1986		février 1986-novembre 1986			286,0	76,2	en mars 1987, baisse de 75%	inflation mensuelle en déc. 1987 de 21%

Tableau II.1 (suite) : Les principaux plans de stabilisation fondés sur le taux de change

Plan	Dates début- fin du plan	Régime du taux de change				Taux d'inflation (1)		Fondamentaux monétaires	
		parité glissante	taux de change fixe	bande de taux de change	caisse d'émission	initial (2)	le plus bas	réserves	valeur de la monnaie
Mexique 1987	décembre 1987- (5)	parité glissante 1989- novembre 1991	taux de change fixe 1987- décembre 1988 (6)	bande de taux de change novembre 1991-décembre 1994	caisse d'émission	159,0	6,7	entre février 1994 et janvier 1995, chute de 85% des réserves	dépréciation du peso de 100% en 4 mois depuis décembre 1994
Convertibilité (Argentine)	avril 1991- présent (7)				depuis avril 91, avec une parité un pour un au dollar américain	267,0	-0,3	baisse des réserves de 52% entre mi 1994 et mars 1995	

(1) Taux d'inflation sur 12 mois (en pourcentage) ; (2) Taux d'inflation sur 12 mois dans le mois où le plan a été mis en application ; (3) Le programme a été achevé en mai 1982 ; (4) Le programme a été achevé en juin 1986 ; (5) Le programme a été achevé en septembre 1994 ; (6) Le taux de change a été fixé suite à quelques dévaluations initiales entre décembre 1987 et février 1988 ; (7) Le programme a été achevé en mai 1996

Source : A partir de Calvo et Végh (1999), FMI (1999)

En se référant à ces exemples, dont les principaux aspects sont résumés dans le tableau II.1, nous pouvons identifier les régularités empiriques suivantes :

- diminution rapide de l'inflation ³⁴ expliquée par le contrôle temporaire des prix ;
- augmentation initiale de l'activité réelle suivie par une lente contraction,
- appréciation réelle de la monnaie nationale ;
- détérioration de la balance commerciale et de la balance du compte courant ;
- ambiguïté dans l'impact de la réponse des taux d'intérêt réels.

L'étude de Calvo et Végh (1999) permet de dégager un certain nombre de conclusions concernant le comportement des variables macroéconomiques clés, le comportement cyclique de la croissance du capital, et la consommation et l'investissement à la suite de l'application des programmes de stabilisation fondés sur le taux de change. Il apparaît que

³⁴ Cette application des programmes de stabilisation

:

- le taux de change réel s'est apprécié pendant trois années consécutives avant de commencer à se déprécier suite au taux de dévaluation élevé entre T-1³⁵ et T+2 (panel A, annexe 2³⁶) ;
- le compte courant s'est détérioré jusqu'à la date T+3 qui correspond à trois années après la mise en application des plans de stabilisation, puis il a commencé à augmenter (panel B, annexe 2) ;
- les taux d'intérêt réels diminuent à T et augmentent rapidement aussitôt après (panels C et D annexe 2) ;
- la croissance réelle du PIB augmente et atteint son maximum à T+1 puis diminue. On observe un même comportement pour la consommation privée et pour la consommation des biens durables (respectivement panel E, F et G, annexe 2). Cependant, on note que le cycle des biens durables est beaucoup plus prononcé que le PIB réel ;
- avant de chuter, l'investissement fixe a connu un pic maximum (panel H, annexe 2) ;
- les comportements respectifs des ratios consommation privée/PIB et investissement fixe/PIB sont représentés sur les panels I et J (annexe 2). A T+1, le ratio consommation privée/PIB a atteint 74,3 % (son maximum). En revanche, le ratio investissement fixe/PIB diminue à T et n'a dépassé son niveau initial qu'à T+3, avant de diminuer aussitôt après.

La réussite d'un plan de stabilisation est liée aussi à la date de sa mise en application. Il faut en effet tenir compte du fait que certains plans ont été programmés mais leur mise en application s'est effectuée beaucoup plus tard.

Lorsqu'un plan anti-inflationniste est mis en application, les investisseurs vont essayer d'évaluer la viabilité du plan en vérifiant la compatibilité des politiques gouvernementales avec le nouvel objectif annoncé d'une faible inflation. Comme l'ingrédient de base de la majorité des plans de stabilisation est la fixation du taux de change, les investisseurs vont se concentrer sur l'évaluation de la faisabilité d'un régime de taux de change fixe. Le plan de stabilisation qui consiste à ramener le niveau de l'inflation domestique au niveau international en fixant le taux de change est fondé sur l'idée qu'à long terme, l'inflation domestique va converger vers l'inflation étrangère majorée du taux de dépréciation de la monnaie domestique. La décision de fixer le taux de change et d'ancrer l'inflation nationale sur l'inflation internationale contraint naturellement les politiques budgétaires et monétaires. Cette contrainte s'explique essentiellement par le fait que le taux de croissance de l'offre de monnaie devient déterminé par la demande. Par exemple, si le financement du déficit public par l'expansion du crédit interne est supérieur au taux d'inflation, il y aura un excès d'offre de monnaie conduisant à une perte continue des réserves de change de la banque centrale, les autorités seront dans ce cas forcées d'abandonner le régime du taux de change fixe.

³⁵ Par conséquent, un régime de change fixe viable a besoin d'un taux de croissance du crédit domestique inférieur au taux d'inflation internationale.

³⁶ Une augmentation du taux d'expansion du crédit interne finance le déficit public, mais signale surtout un conflit entre

les politiques monétaires et budgétaires et l'objectif d'inflation. Cela conduit les investisseurs à anticiper un abandon de la stabilisation.

L'Argentine et le Mexique ont vécu pendant la période d'après guerre l'expérience d'une inflation chronique. Ils ont aussi connu l'échec de leurs programmes de stabilisation. Pour ces deux pays, la principale cause de l'inflation est la forte croissance de la masse monétaire. L'inflation s'est particulièrement accélérée dans les années soixante-dix, période caractérisée par un accroissement du déficit public d'au moins 7 % en 5 ans (voir tableau annexe 2). Or, pendant les années soixante, le Mexique s'est aligné sur le taux d'inflation des Etats Unis. Au début des années soixante-dix, le déficit budgétaire a commencé à augmenter assez rapidement. Le déficit budgétaire a été financé en grande partie par les emprunts auprès de la banque centrale qui ont à leur tour accéléré l'inflation. Le 31/08/1976, le peso est dévalué de 100 % et le taux annuel d'inflation a atteint 27 %. Peu après la dévaluation, un plan de stabilisation recommandé par le FMI est mis en place pour les trois années qui ont suivi. Ce plan a bien réussi la première année puisqu'une baisse du déficit public a été observée. Cependant l'inflation est restée quasi stable. Le plan de stabilisation s'est soldé par un échec en 1981 après une importante surévaluation du peso, ce qui a précipité une fuite massive de capitaux et une accumulation de la dette externe. En 1982, l'inflation s'est intensifiée, alimentée par une augmentation du déficit public due aux importantes subventions publiques pour aider les firmes à contrôler les dettes en dollar.

Pour freiner, voire baisser l'inflation, le gouvernement a annoncé un plan de stabilisation en décembre 1987. Ce plan prévu pour une durée de sept ans préconise un « pacte social » pour diminuer l'inflation ainsi qu'un taux de change fixe pour la première année.

Pour l'Argentine, après une période d'instabilité et de stagnation au cours des années quatre-vingt, l'Argentine a connu une amélioration de sa croissance économique au cours de la décennie suivante. Jusqu'en 1994, l'économie s'est rapidement accrue, aidée en cela par un environnement financier international favorable et par la stabilisation rapide consécutive à l'introduction du plan de convertibilité de la monnaie en dollar en avril 1991. Dans le cadre de ce plan, l'Argentine a essayé à travers les instruments de la politique économique de rétablir la liquidité du secteur financier, d'augmenter l'épargne intérieure et de redonner confiance dans la capacité des pouvoirs publics à défendre le taux de change fixe. Mais à la fin 1994 et en 1995, l'Argentine a subi de plein fouet les retombées de la crise mexicaine. Cette période a été suivie, en 1996 (année d'achèvement du plan convertibilité) et 1997, par une nouvelle période de croissance, mais une série de chocs extérieurs (crises asiatique et russe, dévaluation brésilienne) ont de nouveau bouleversé l'économie du pays dès la fin 1998.

La sortie de la récession se révèle lente car la croissance n'est tirée que par les exportations qui représentent une faible part du PIB. La poursuite de l'austérité budgétaire et le pessimisme ambiant n'ont pas permis un véritable redémarrage de la demande intérieure en 2000. Malgré un léger rétablissement de la croissance attendu en 2001, l'Argentine a bénéficié de la part des institutions financières internationales en 2001 et 2002 de 40 milliards de dollars américains en vue de rétablir ses comptes. Le gouvernement s'est engagé dans une série de réformes structurelles, socialement

douloureuses, en vue de stimuler les investissements (modifications du régime de TVA) et de réduire les dépenses publiques (concessions dans les infrastructures, réforme des pensions, réforme du système de santé,...). Le système de convertibilité (1 peso = 1 dollar américain), en place depuis 10 ans, inclut depuis le 15 juin 2000 la devise européenne a concurrence de 50% mais seulement pour le commerce des marchandises. Malheureusement, la reprise tant espérée se fait attendre. A la fin de l'année 2000, l'accès au marché de capitaux a commencé à diminuer sérieusement. Pour certains économistes, le régime de convertibilité a fourni un manque de flexibilité des prix et des salaires, ainsi qu'une vulnérabilité aux chocs externes. Ainsi, ce régime n'a pas permis au taux de change réel effectif du peso de se déprécier lorsque cela a été nécessaire. Par ailleurs, l'Argentine accorde beaucoup d'importance aux entrées de capitaux plus que l'épargne domestique, ce qui reflète en partie le développement des marchés financiers domestiques. Lorsqu'il y a eu une importante réduction des flux de capitaux vers les marchés émergents en 1998, il est devenu très coûteux pour l'Argentine d'augmenter les fonds des marchés de capitaux internationaux. Compte tenu du régime de convertibilité et de la petite taille des exportations, l'Argentine n'a pas pu facilement s'adapter au choc à travers une rapide dépréciation du taux de change réel. Depuis décembre 2001, l'Argentine est plongée dans une crise économique. En janvier 2002, l'Argentine a rompu son lien avec le dollar, la caisse d'émission a ainsi été abandonnée.

Le tableau (annexe 2) présente le résumé des statistiques monétaires, budgétaires et d'inflation pour l'Argentine et le Mexique, avant et après les plans de stabilisation. Nous remarquons que les plans mexicains ont réussi à réduire l'inflation d'au moins 20 % par an alors que les politiques en Argentine ont échoué. L'inflation a retrouvé dans ce pays très rapidement des niveaux similaires à ceux qui prévalaient avant le plan de stabilisation.

En examinant le comportement de la monnaie, du crédit au secteur privé, des déficits budgétaires et du taux d'inflation (tableau annexe 2), il apparaît que le Mexique montre une contraction monétaire progressive et des déficits budgétaires après les plans. En revanche, l'Argentine ne montre pas une telle contraction monétaire ou une austérité budgétaire durable. A part ces différences, les deux pays ont connu des taux d'intérêt élevés dans les quelques premiers trimestres qui suivent la stabilisation.

Les tentatives de stabilisation dans les pays à inflation chronique risquent de souffrir d'un manque de crédibilité. Ces pays ont en effet appris à vivre avec une inflation élevée. Dès lors, les incitations à supprimer l'inflation seraient moins importantes que celles dans l'hyper inflation. D'ailleurs, ces pays ont connu plusieurs échecs quant aux plans de stabilisation qu'ils ont mis en application. Par conséquent, les autorités politiques auront du mal à convaincre les investisseurs que le plan de stabilisation courant ne va pas s'effondrer. D'autant plus que la réussite de tels plans demeure tributaire de l'avènement de chocs négatifs susceptibles d'affecter la croissance et le déficit budgétaire. Cela renvoie au comportement des fondamentaux du marché qui indiquent la compatibilité des politiques monétaires et budgétaires annoncées et l'objectif d'inflation.

En plus du plan Cruzado, le Brésil a mis en place le Plan Real qui est un plan de stabilisation mis en place dans le cadre d'un régime d'ancrage nominal souple de la monnaie. En 1993, l'économie brésilienne a connu une nette reprise avec un taux de

croissance annuel de 4,9 %, un déficit budgétaire réel de 0,8 % du PIB et un solde de la balance courante équilibré. Toutefois, le taux d'inflation a fortement augmenté et a même atteint les 2500 %. Avec le Plan Real, au cours des premiers mois qui ont suivi sa mise en place datée du premier juillet 1994, le taux d'inflation a chuté à 28%.

A la différence du plan Cruzado, le Plan Real se définit par l'introduction d'une nouvelle monnaie (le réal) dont la parité par rapport au dollar a été fixée en 1995 à 1 réal = 1 dollar américain. Cette parité a été accompagnée par une nouvelle mesure permettant le contrôle de la masse monétaire, mesure selon laquelle cette dernière ne doit pas dépasser de 20 % les réserves internationales.

En plus des plans de stabilisation fondés sur le taux de change, certains pays ont aussi fait appel aux plans de stabilisation fondés sur la monnaie.

I-2- La stabilisation fondée sur la monnaie

Contrairement aux plans de stabilisation fondés sur le taux de change, dont la mise en place favorise un boom économique et une appréciation réelle soutenue, les plans de stabilisation fondés sur la monnaie occasionnent une récession au début du programme pour faire baisser l'inflation.

Le contrôle de l'inflation passe ici par celui de la masse monétaire. En effet, en se référant à un ciblage par un agrégat monétaire, moyennant la fixation d'une norme d'accroissement de la monnaie mise en circulation, on arrive à contrôler la demande de monnaie et par conséquent l'inflation. Pour ce faire, deux hypothèses de base sont mises en avant, à savoir des prix rigides et une demande de monnaie élastique au taux d'intérêt.

Dans les pays à tradition inflationniste, les programmes de stabilisation fondés sur la monnaie sont moins fréquents que ceux fondés sur le taux de change. Le tableau II.2 présente les principales caractéristiques des programmes de stabilisation fondés sur la monnaie adoptés pendant ce dernier quart de siècle.

Tableau II.2 : LES principaux plans de stabilisation fondés sur la monnaie

Programmes	Dates de début et fin de programme	Politique monétaire	Taux de change	Taux d'inflation initial	Taux d'inflation minimum
Chili 1975	Avril 1975-déc 1977	Contrôle d'agrégats monétaires	Taux de change ajusté par l'inflation passée	394,3	63,4
Onex (Argentine)	Déc. 1989-fév. 1991		Taux de change flottant	4923,3	287,3
Collor (Brésil)	Mars 1990-janv 1991	Ajustement de la politique monétaire (resserrement)	Le taux de change a eu un rôle passif	5747,3	1119,5

Source : A partir de Calvo and Végh (1999)

Comme le montre ce tableau, les régimes monétaires varient et les purs programmes de stabilisation fondés sur la monnaie³⁷ sont rares.

Les régularités empiriques identifiées dans ces programmes sont :

- une lente convergence du taux d'inflation vers le taux de croissance de l'offre de monnaie ;
- une appréciation réelle de la monnaie domestique ;
- une absence de réponse claire de la balance commerciale et du compte courant ;
- une contraction initiale de l'activité économique ;
- une augmentation initiale des taux d'intérêt réels domestiques.

Afin d'illustrer quelques-unes de ces régularités, nous allons nous référer au panel de Calvo et Végh (1999) qui comprend l'Argentine, le Brésil et le Chili avec des données sur 25 ans entre 1971 et 1995 (graphique 2, annexe 2). Les conclusions dégagées par les deux auteurs sont les suivantes :

- le taux d'inflation diminue de façon importante la première année après le programme, mais commence à augmenter aussitôt après ;
- même si le taux d'inflation est resté au-dessus du taux de croissance de la monnaie, la persistance de l'inflation semble être moins prononcée que dans les programmes fondés sur le taux de change ;
- la croissance réelle du PIB a diminué pendant l'année du programme (T), mais a retrouvé son niveau et a même dépassé son niveau principal à T+3. Il est à noter cependant que la croissance réelle du PIB était en dessous de son niveau de départ avant T ;
- le taux de change réel s'apprécie à travers le programme, alors que le compte courant ne donne pas une tendance très claire.

Le manque de données ne permet pas de suivre l'évolution du taux d'intérêt réel. Cependant, les données trimestrielles présentées par Calvo et Végh (1994) sont compatibles avec une baisse initiale des taux d'intérêt réels.

Il est important de remarquer que l'utilisation de l'ancrage monétaire pour diminuer l'inflation a été beaucoup moins fréquente que l'ancrage par le taux de change. L'étude empirique dont nous disposons suggère cependant que ces stabilisations par l'ancrage monétaire ont conduit à une récession au début de son application, à des taux d'intérêt réels élevés et à une appréciation du taux de change réel³⁸.

³⁷ Un pur programme de stabilisation fondé sur la monnaie implique l'existence d'un flottement du taux de change qui peut aussi conjugué avec un objectif de taux d'intérêt ou d'inflation. Mais pour le besoin de cette étude, les plans de stabilisation fondés sur la monnaie peuvent aussi être établis pour des économies ayant aussi bien des régimes de change flottants que fixes.

³⁸ Une étude plus approfondie de ces ancrages est traitée dans le chapitre 4 du présent travail.

Jusque là, nous avons décrit les différentes expériences de stabilisation, vécues par des pays en développement caractérisés par une inflation élevée. Nous avons distingué deux types de plans de stabilisation, ceux fondés sur le taux de change, et ceux fondés sur la monnaie. La littérature nous permet de remarquer que le premier type de plan est plus fréquent et plus utilisé que le second dans l'échantillon des pays étudiés. Les causes et les résultats restent quelque peu ambigus. En effet, bien que l'objectif premier de ces plans soit la baisse de l'inflation, le succès des plans ne dépendrait pas seulement de l'inflation réalisée mais aussi du comportement des fondamentaux monétaires et budgétaires. Dans certains cas, l'inflation peut être réduite temporairement à travers le contrôle des prix et des salaires, mais la désinflation reste tributaire de la cohérence de ces contrôles avec les fondamentaux. Dans d'autres cas, on retrouve plusieurs troubles des fondamentaux tels qu'une large appréciation du taux de change et à des vitesses variables, une récession de l'activité économique, des déséquilibres externes, une variation dans la vitesse de la circulation de la monnaie, et d'autres.

Certains résultats suggèrent que le manque de crédibilité peut expliquer le comportement anormal des fondamentaux telle que la hausse des taux d'intérêt réels au cours des mois qui ont suivi le lancement des programmes. Il semblerait que les programmes de stabilisation, avec les pactes et les accords de prix et de salaires, ont aidé à briser l'inertie de l'inflation au tout début de leur mise en oeuvre. Cependant, la faible inflation n'a pas vraiment amélioré la confiance des investisseurs dans les plans des gouvernements.

Finalement un programme de stabilisation de l'inflation peut aboutir à une réduction sévère du taux de change ou du taux de croissance de la demande de monnaie, mais ne permet pas nécessairement d'atteindre l'objectif final à savoir la baisse du taux d'inflation.

II- Les effets des entrées de capitaux sur les variables macroéconomiques

Dans ce qui suit, nous allons montrer aussi bien pour les pays d'Amérique Latine que pour les pays d'Asie du Sud Est, à travers une représentation graphique de l'évolution des différentes variables macroéconomiques, les effets générés par les entrées de capitaux sur ces variables depuis 1980. Les variables retenues³⁹ regroupent le taux d'inflation⁴⁰, la liquidité à travers la croissance de M2, le ratio crédit par rapport au PIB, le ratio compte courant et les réserves nettes en pourcentage du PIB, le taux de change effectif réel⁴¹ et le taux de croissance du PIB.

II-1- Aperçu et analyse des principales tendances

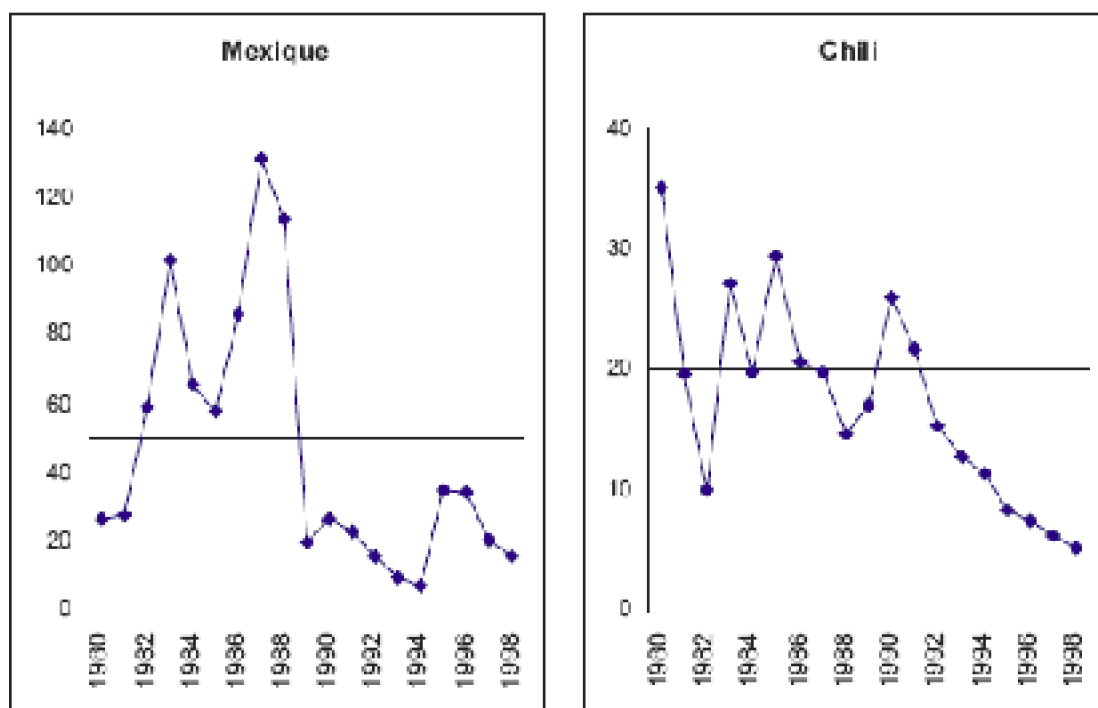
³⁹ Faute de données, nous n'avons pas pu voir l'évolution du taux d'intérêt nominal.

⁴⁰ Le calcul du taux d'inflation a été effectué à partir de l'indice des prix à la consommation (Données statistiques du FMI, 2001).

macro-économiques dans les pays d'Amérique Latine

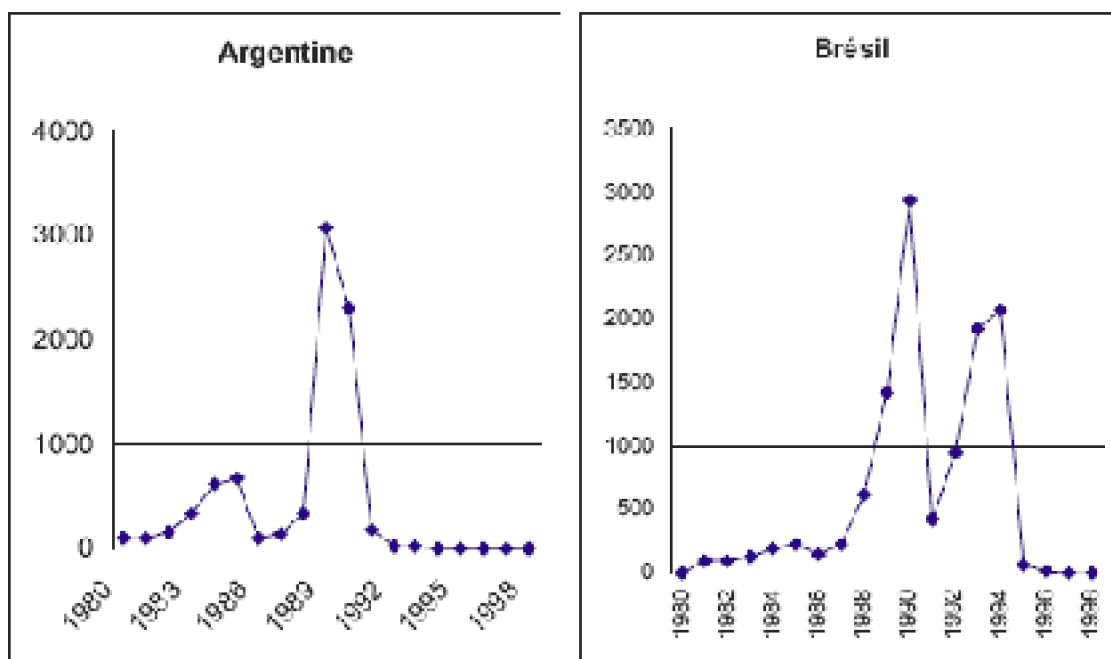
Les graphiques II.1 à II.6 résument le comportement des variables macroéconomiques clés sur une période de vingt ans. Notre échantillon en Amérique Latine regroupe l'Argentine, le Brésil, le Chili et le Mexique. L'objectif est d'établir le lien éventuel entre l'évolution de ces différentes variables et la massive entrée de capitaux effectuée dans ces pays. Nous insistons sur le comportement des variables étudiées avant et après les plans de stabilisation.

Nous commençons l'analyse en considérant dans quelle mesure les plans de stabilisation ont réussi à baisser l'inflation dans le contexte des entrées massives de capitaux des années quatre-vingt-dix. Le graphique II.1 montre l'évolution du taux d'inflation dans le temps face aux différentes perturbations économiques et particulièrement au cours des périodes de stabilisation dans les pays d'Amérique Latine.



Graphique II.1 : Taux d'inflation annuel (en pourcentage)

⁴¹ La définition du taux de change effectif réel retenue est celle du FMI. D'après le FMI, le taux de change réel effectif est l'indice du taux de change nominal effectif corrigé des variables relatives des indicateurs prix. Le taux de change effectif nominal est le rapport (exprimé sur la base 1995 = 100) entre l'indice du taux de change moyen de la monnaie en question pour la période et la moyenne géométrique pondérée des taux de change des monnaies de certains pays et de la zone euro. Les données ici représentées sont celles calculées par les Nations Unis dans leur rapport de la situation économique et sociale dans le monde 1999. Les indices ici représentés ont été pondérés en fonction de la composition des échanges bilatéraux des pays concernés en 1990. Lorsque le taux de change effectif augmente alors il y a appréciation de la monnaie, et en termes réels, il y aura perte de la compétitivité prix au sein du pays concerné.



Source : Données statistiques du FMI, (2000)

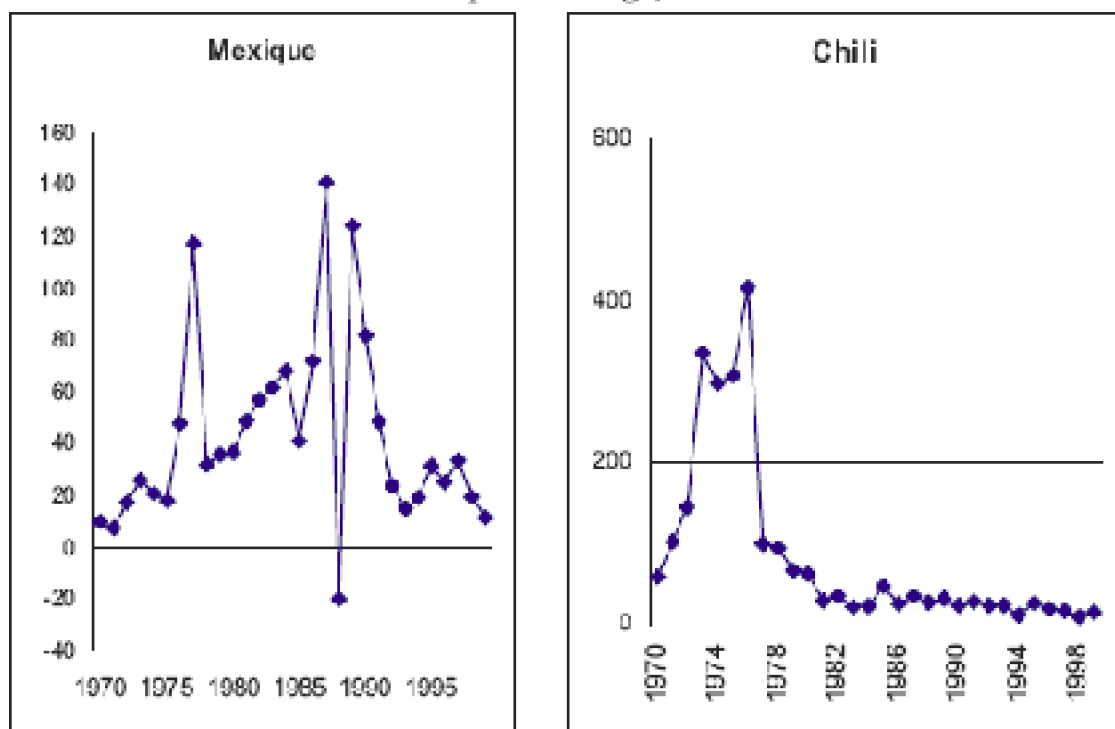
Pour le cas de l'Argentine, par exemple, les plans de stabilisations fondés sur le taux de change ont été plus efficaces que ceux fondés sur la monnaie. En effet, au cours du premier plan de stabilisation fondé sur le taux de change, entre 1978 et 1981, l'inflation a été à un niveau stable et relativement faible par rapport aux autres années ; entre 1985 et 1986 (période du second plan de stabilisation), le taux d'inflation a diminué, et en 1991, il y a eu une importante baisse du taux d'inflation après avoir atteint son pic en 1989, date de la mise en place du plan de stabilisation fondé sur la monnaie et suite auquel le taux d'inflation a légèrement diminué.

Par ailleurs, pour le Brésil, le plan Cruzado, n'a pas donné les résultats escomptés puisque le niveau d'inflation a légèrement augmenté à cette période même s'il est resté relativement bas. Mais en 1990 après avoir approché le taux de 3000 %, le taux d'inflation a très rapidement baissé avec la mise en place du plan de stabilisation fondé sur la monnaie, mais cette baisse n'a été qu'éphémère puisque le taux a augmenté aussitôt après.

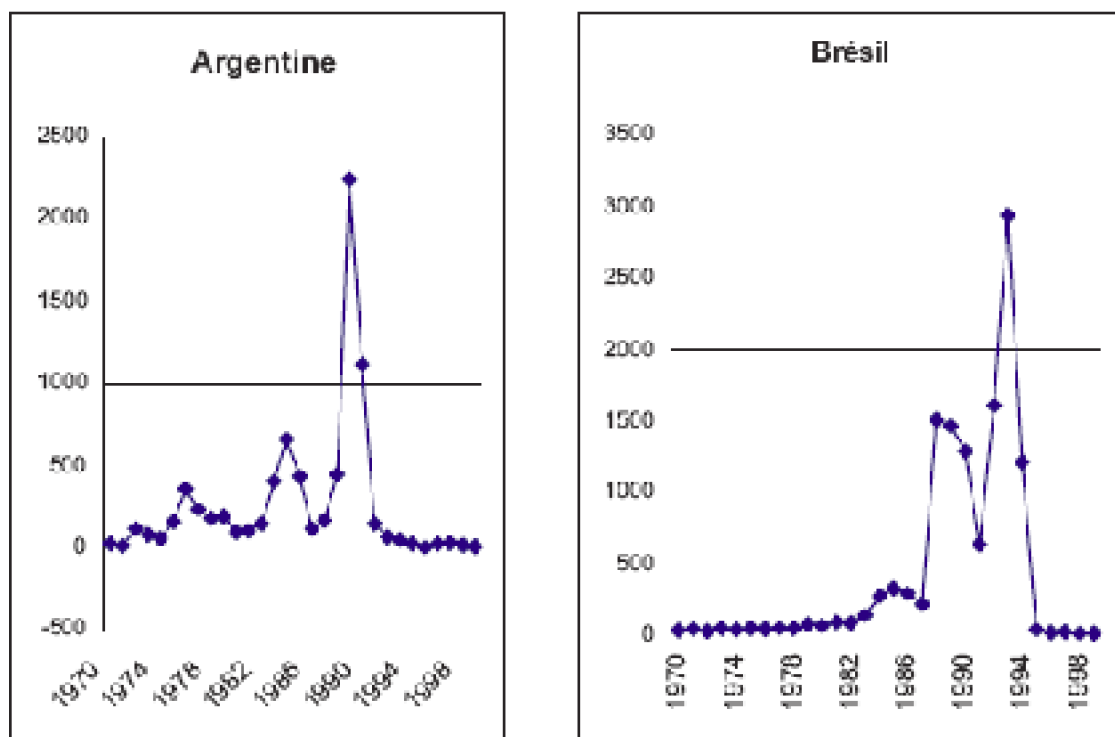
Pour le Mexique et le Chili, les résultats ont été plus satisfaisants dans la mesure où le taux d'inflation a diminué pendant et après la période de stabilisation. En effet, le Mexique a réussi à faire baisser son taux d'inflation de 130,8 % en 1987 à 6,9 % en 1994, et le Chili de 26,6 % en 1990 à 12 % en 1994.

En présence des entrées massives de capitaux enregistrées entre 1989 et 1994, le taux d'inflation a été beaucoup plus faible au Mexique et au Chili. Cependant, la hausse des taux d'inflation dans les pays d'Amérique Latine au cours de ces années peut être expliquée par le fait que la plus part d'entre eux avaient un régime de change flexibles favorisant les pressions inflationnistes. Dans l'ensemble, les plans de stabilisation ont réussi à la fin des années quatre-vingt-dix à ramener l'inflation à des taux faibles, en particulier en Argentine où le taux d'inflation a atteint un niveau inférieur à 1 % en 1996.

Les entrées de capitaux touchent plusieurs variables dont la liquidité et les crédits. Nous allons voir l'intensité de ces effets pour les pays d'Amérique Latine et si les plans de stabilisation ont joué un rôle pour augmenter ou atténuer ces effets. Le graphique II.2 retrace l'évolution de la croissance annuelle de l'agrégat M2.



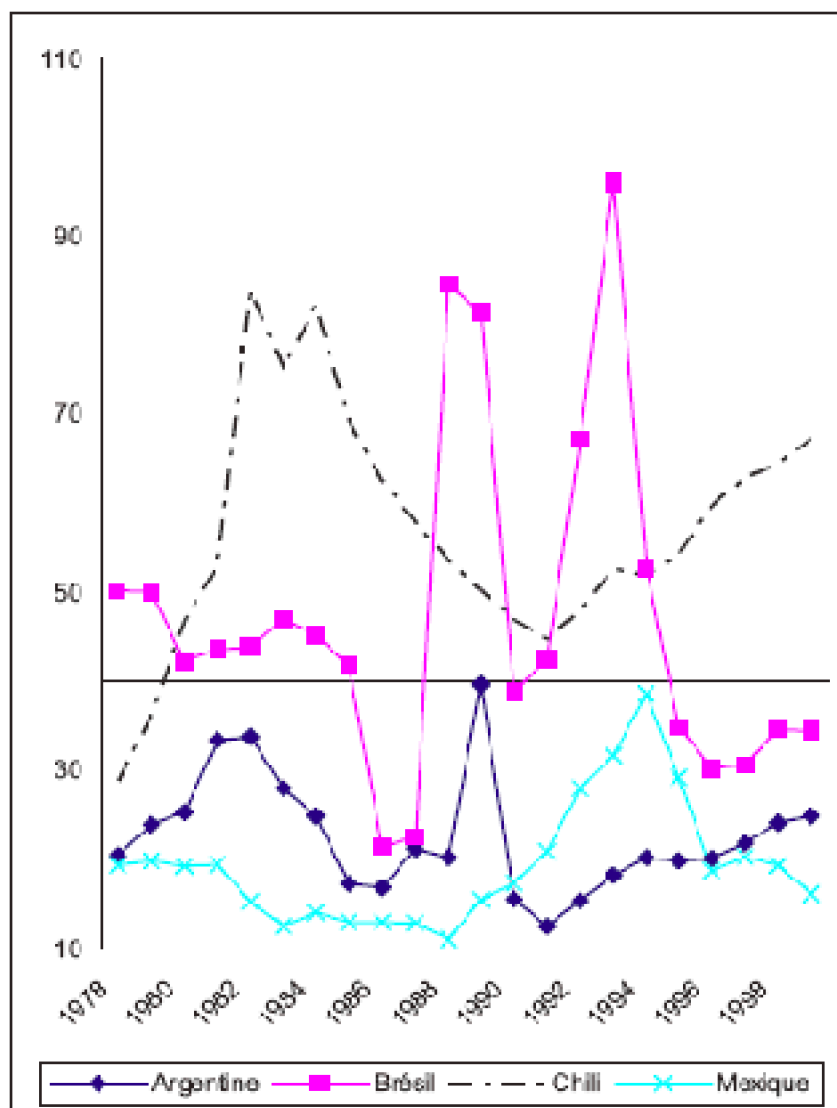
Graphique II.2 : Croissance annuelle de M2 en terme nominal (en pourcentage)



Source : Données statistiques de la Banque Mondiale, (2001)

Au Mexique, on enregistre une importante baisse de M2 en 1988 suivie d'une brève hausse, elle-même suivie d'une importante diminution en 1989. Ce mouvement de baisse de M2 a continué jusqu'en 1994. Au Chili en revanche, les contrôles sur les entrées de capitaux pourraient expliquer l'importante baisse de la croissance de M2. Pour la période entre 1989 et 1994, où les entrées de capitaux ont été massives, à l'exception du Chili, le taux de croissance de M2 a augmenté, conséquence naturelle des entrées de capitaux.

Le graphique suivant (II.3) montre l'évolution des crédits accordés au secteur privé en pourcentage du PIB.



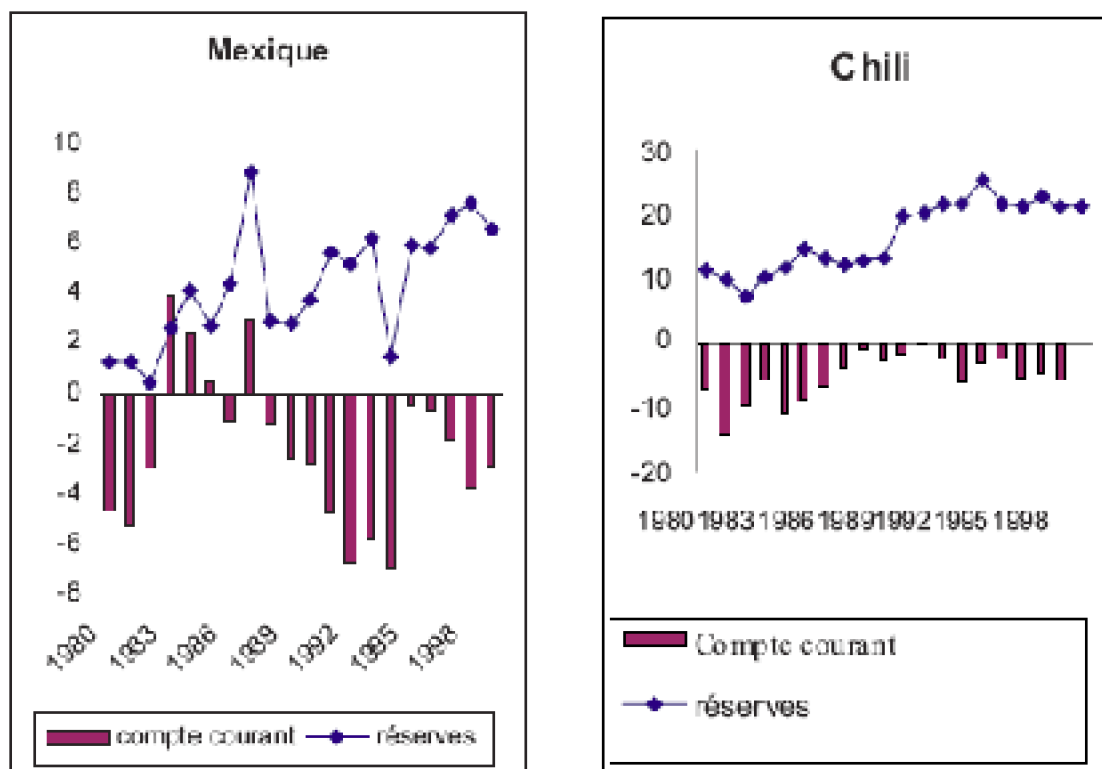
Graphique II.3 : Crédits au secteur privé (en pourcentage du PIB)

Source : Données statistiques de la Banque Mondiale (2001)

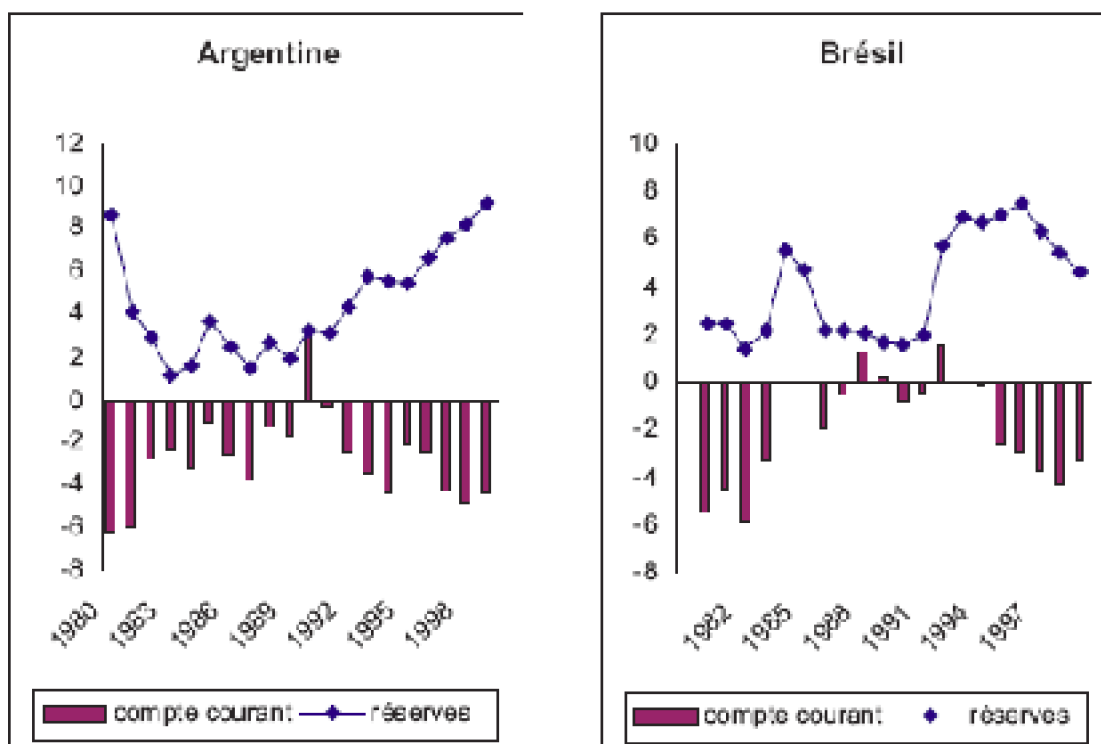
D'après ce graphique, le Brésil est celui qui a accordé le plus de crédits au secteur privé, suivi de l'Argentine et du Mexique. L'augmentation du ratio du crédit témoigne des

entrées de capitaux de l'époque. Il est important de noter aussi qu'à partir de la fin des années soixante-dix, il y a eu une importante hausse des crédits bancaires accordés au secteur privé, en particulier en Argentine et au Chili qui dépasse de loin les dépôts bancaires privés. En revanche, entre 1986 et 1994, le Chili a enregistré une baisse des crédits en pourcentage du PIB malgré la massive entrée de capitaux observée.

Les entrées de capitaux affectent aussi le compte courant de la balance des paiements et les réserves de change. Le graphique II.4 retrace à la fois l'évolution du solde du compte courant (%PIB) et les réserves internationales nettes (%PIB).



Graphique II.4 : Evolution du solde du compte courant et des réserves internationales (en pourcentage du PIB)



Source : Données statistiques de la Banque Mondiale et du FMI (2001)

D'après ce graphique, il apparaît qu'à chaque fois qu'un plan de stabilisation fondé sur le taux de change est mis en application, le solde du compte courant baisse et continue à baisser pendant toute la durée du plan. Ainsi pour le Mexique⁴², le Chili, l'Argentine et le Brésil pendant la période de stabilisation, le déficit du compte courant s'est de plus en plus creusé. Au terme de chaque plan⁴³ le niveau du compte courant augmente aussitôt. Pour le Chili et le Mexique, le solde du compte courant est toujours resté déficitaire, alors que pour l'Argentine et le Brésil, ils ont enregistré des excédents du compte courant de courtes durées.

En revanche lorsqu'il s'agit d'un plan de stabilisation fondé sur la monnaie⁴⁴, le niveau du compte courant pendant la durée du plan augmente. Pour le Brésil cette hausse a continué après la fin du plan, contrairement à l'Argentine qui a connu à partir de fin 1991 une baisse du niveau du compte courant.

Pour les pays d'Amérique Latine, le compte courant a été le plus souvent déficitaire

⁴² Pour le Mexique, le solde du compte courant était excédentaire à la base, et a commencé à devenir déficitaire à partir de fin 1987 juste avant le début du programme de 1987.

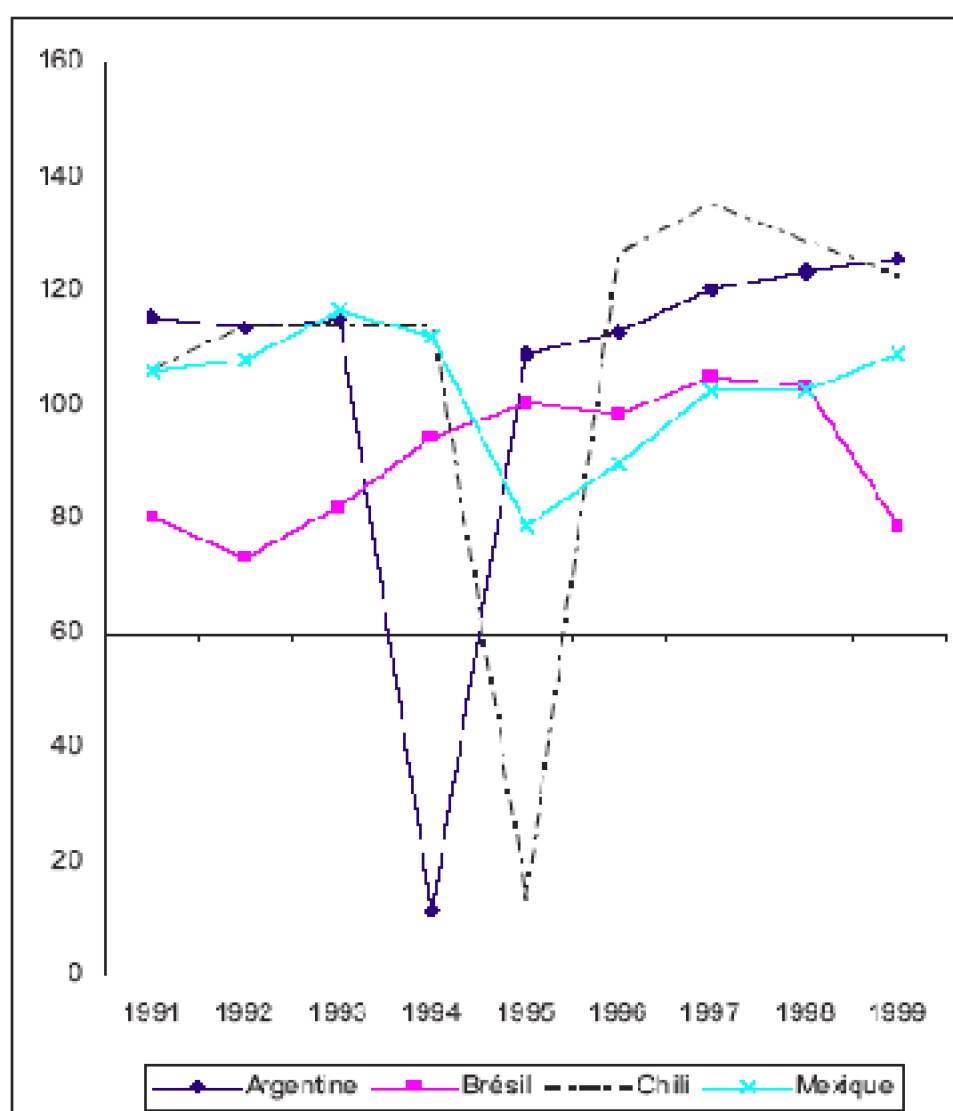
⁴³ Les plans de stabilisation fondés sur le taux de change en question sont : *Chilean tablita* (Fev 1978-juin 1982), *Argentine tablita* (décembre 1978-février 1981), *Austral Argentine* (juin 1985-septembre 1986), *Cruzado Brésil* (février 1986-novembre 1986), *Mexico 1987* (décembre 1987-décembre 1994) et *Convertibility Argentine* depuis avril 1991.

⁴⁴ Les plans de stabilisation fondés sur la monnaie considérés sont : *Bonex Argentine* (décembre 1989-février 1991) et *Collor Brésil* (mars 1990-janvier 1991)

ce qui reflète un endettement extérieur des différents pays en question. La baisse du niveau du compte courant accentue le déficit de ce compte, ce qui se traduit par un besoin supplémentaire des devises afin de combler ce déficit en particulier à la fin des années quatre-vingt-dix, ce qui n'était pas le cas des pays d'Asie du Sud Est. Plus le déficit du compte courant est grand, plus les pays ont besoin de fonds pour le financer, et ce sont les entrées de capitaux attirées qui assurent ce financement. En ce qui concerne les réserves de change, entre 1989 et 1994, elles ont enregistré une augmentation qui s'explique par les entrées de capitaux, à l'exception du Brésil pour qui les réserves ont commencé à augmenter à partir de 1991.

Les effets sur les réserves de changes touchent aussi le taux de change. A travers le graphique II.5, on peut voir le comportement du taux de change réel effectif depuis 1991

45 .

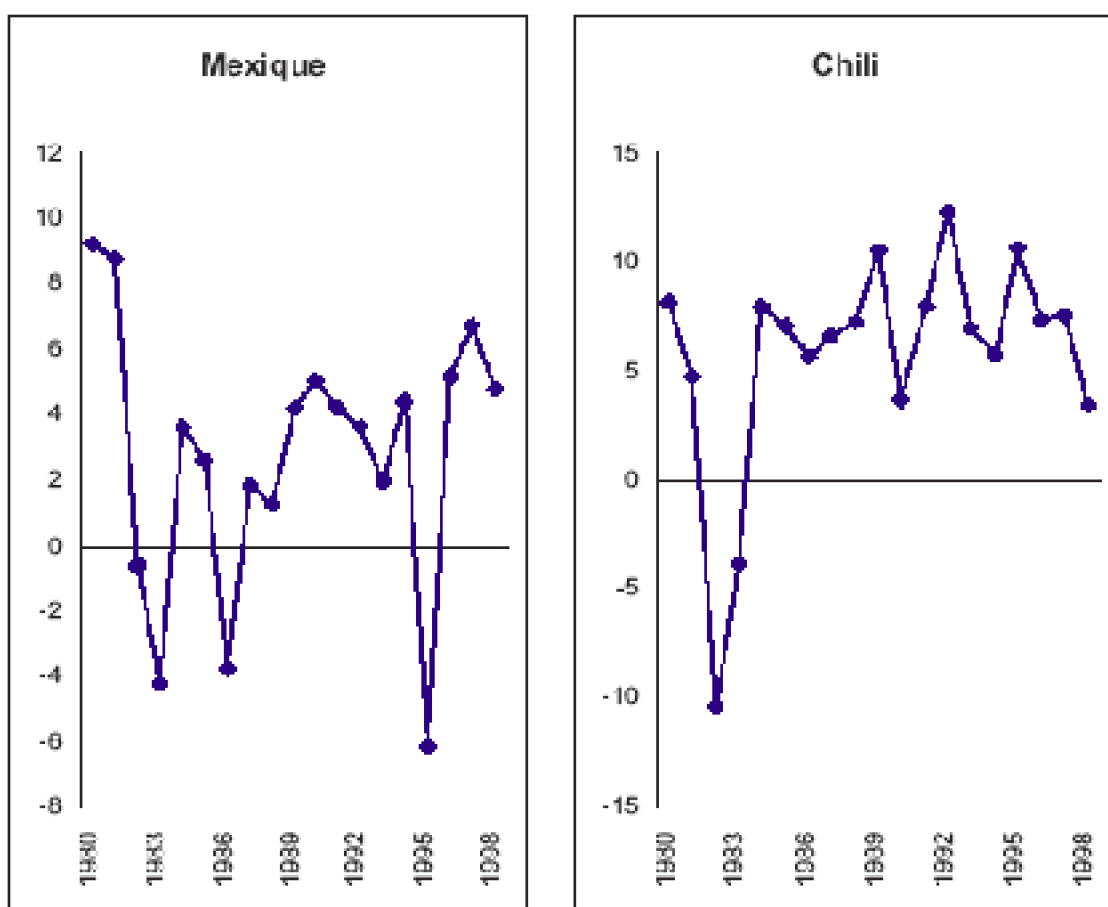


Graphique II.5 : Evolution du taux de change effectif réel

⁴⁵ Les données n'étaient disponibles pour tous les pays qu'à partir de 1991.

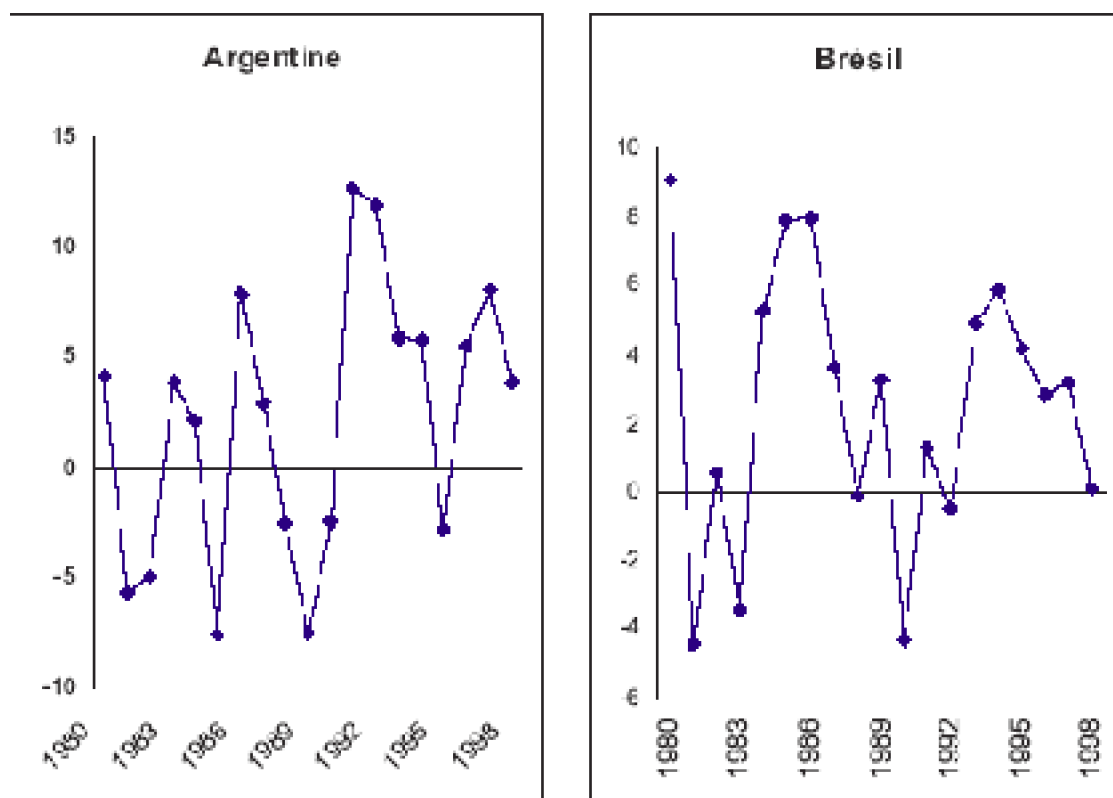
Source : Données statistiques du FMI (2001)

D'importantes baisses du taux de change effectif réel ont été observées au Chili et en Argentine respectivement en 1995 et 1993. Pour le Chili, après la fin du plan de stabilisation en 1982, le taux de change réel effectif a commencé à baisser jusqu'en 1996. Cette diminution du taux de change a conduit à l'appréciation de la monnaie, mais comme cette baisse du taux de change entre 1989 et 1994 n'était pas très importante le degré d'appréciation ne l'était pas non plus. En effet, l'utilisation du taux de change comme ancrage nominal a produit une appréciation réelle pour les monnaies des pays d'Amérique Latine, mais ce sont les degrés d'appréciation qui ont fait la différence. Par exemple, le peso mexicain s'est apprécié de 22,2 % entre 1988 et 1994, alors que pendant la même période le peso chilien s'est apprécié de 8,8 %⁴⁶.



Graphique II.6 : Croissance annuelle du PIB en terme nominal (en pourcentage)

⁴⁶ R. Levich "Emerging market capital flows" Stern School of business, NY University 1998



Source : Données statistiques de la Banque Mondiale (2001)

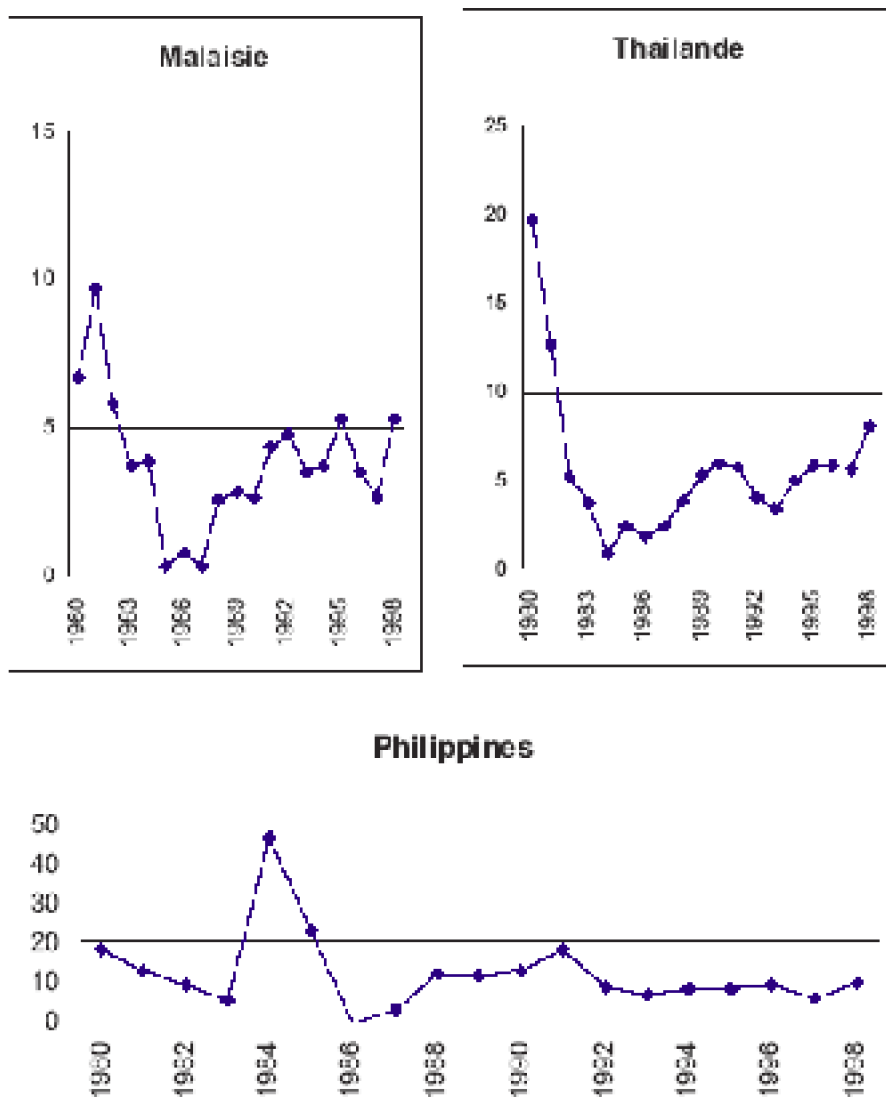
II-2- Aperçu et analyse des principales tendances macro-économiques dans les pays d'Asie du Sud Est

Comme nous l'avons précisé précédemment, contrairement aux pays d'Amérique Latine, les pays d'Asie du Sud Est se caractérisent par l'absence de fortes et récurrentes tensions inflationnistes. Ces pays ont connu en particulier pendant les années quatre-vingt-dix, d'importantes entrées de capitaux qui semblent avoir eu un impact non négligeable sur leurs variables économiques.

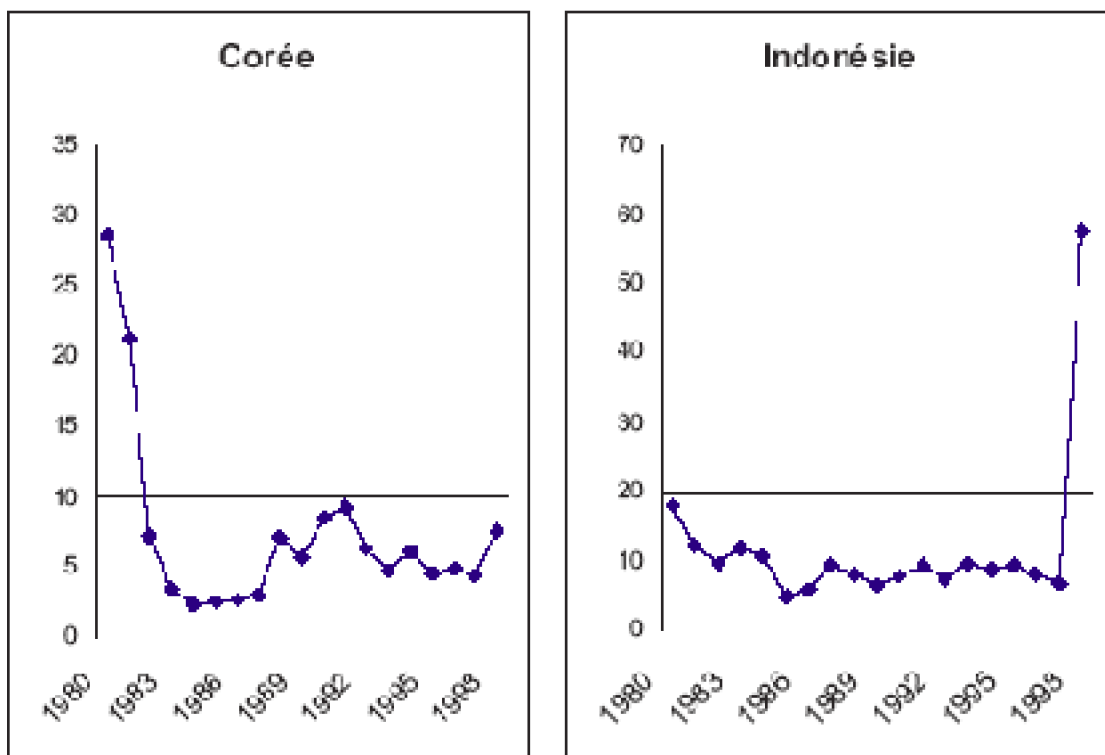
Les graphiques II.7 à II.12 résument le comportement des variables macroéconomiques clés annuelles sur une période de vingt ans. Notre échantillon regroupe la Corée du Sud, l'Indonésie, la Malaisie, les Philippines et la Thaïlande. L'objectif est d'établir un lien entre l'évolution de ces différentes variables et l'entrée massive de capitaux effectuée dans ces pays. Le graphique II.7 montre l'évolution du taux d'inflation. Une question importante est de déterminer si ces pays ont pu maintenir les faibles niveaux d'inflation malgré les entrées massives de capitaux.

D'après le graphique II.7, le taux d'inflation est resté relativement faible pour les pays d'Asie du Sud Est par rapport aux pays d'Amérique Latine. Ceci est attribué en grande partie à la politique monétaire adoptée dans ces pays. En étant volontairement restrictive, la politique monétaire a visé notamment à attirer les capitaux étrangers nécessaires au financement des déficits courants et à éviter les dérapages inflationnistes. Les

performances en matière d'inflation se sont en effet améliorées au cours des dernières années. L'Indonésie et les Philippines ont enregistré en 1996 des rythmes d'augmentation des prix supérieurs à 8%, et ont connu en avril 1997 des glissements au voisinage de 5%. En revanche, pour la Thaïlande et la Malaisie, les salaires réels ont continué à augmenter entraînant une perte de compétitivité dans les industries de main d'œuvre. Cette perte de compétitivité a eu en Malaisie, en Thaïlande et même en Indonésie des effets négatifs sur la croissance de la production dans les secteurs les plus intenses en main d'œuvre.

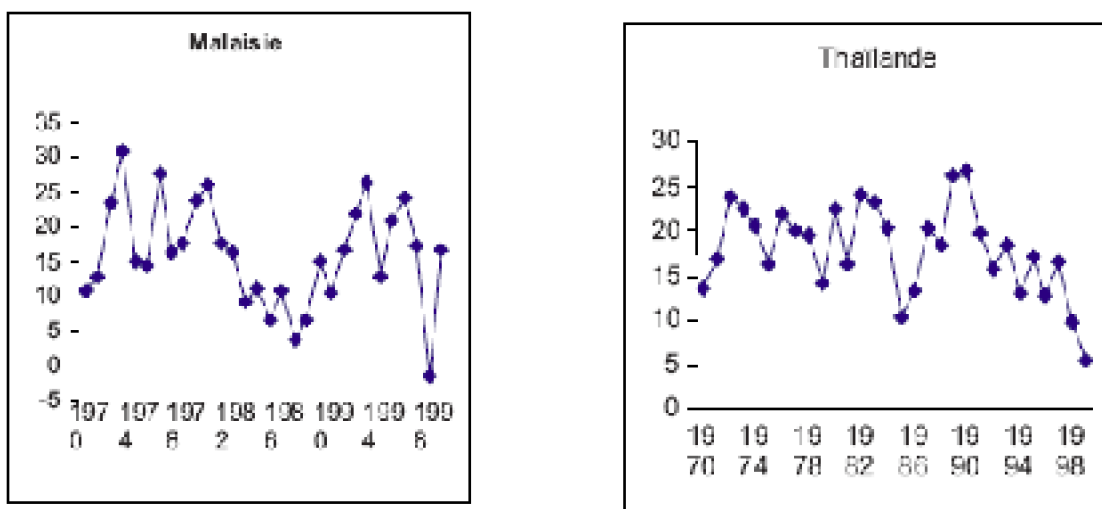


Graphique II.7 : Taux d'inflation annuel (en pourcentage)

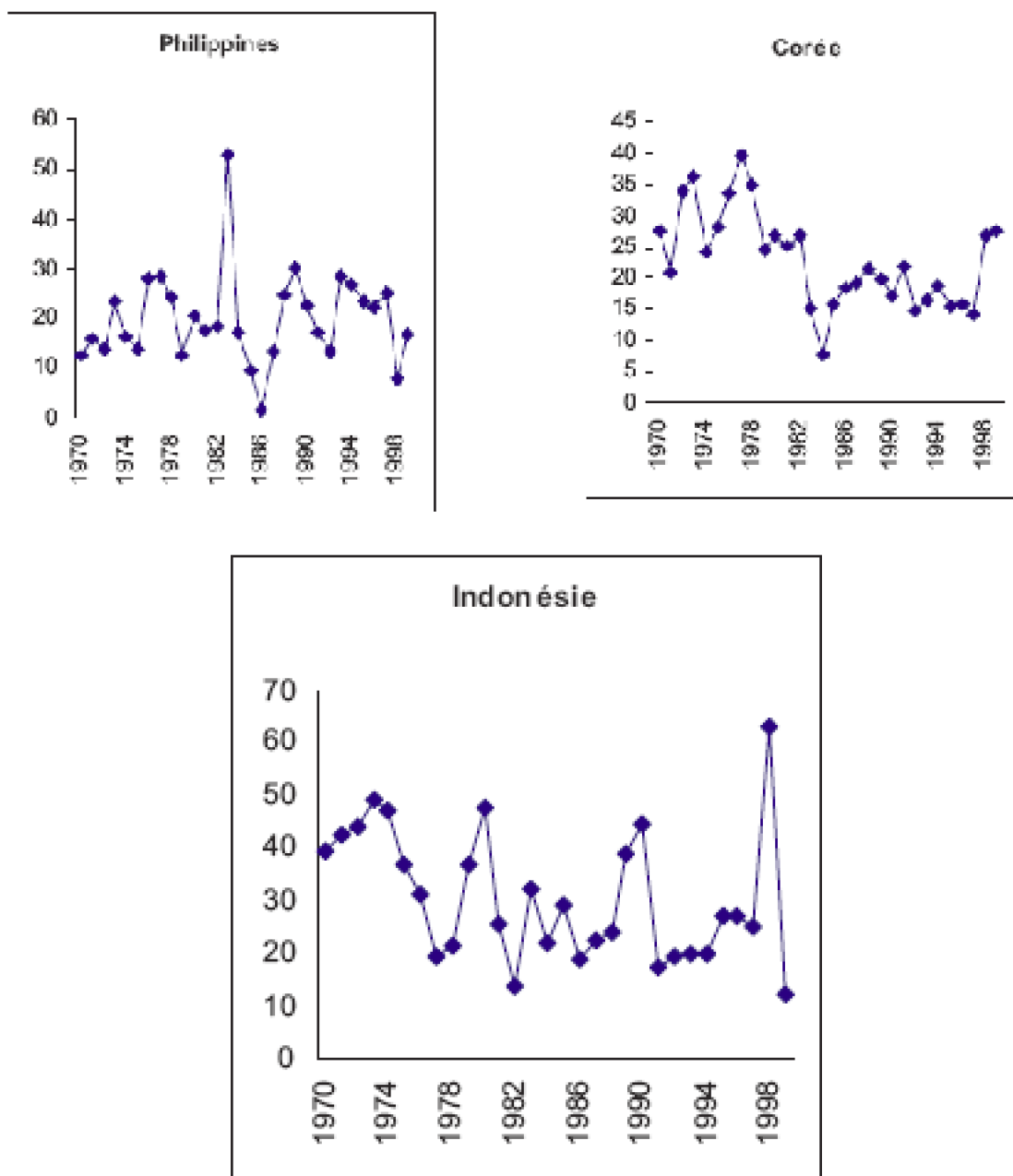


Source : Données statistiques du FMI (2001)

Les entrées de capitaux ont plusieurs effets. Elles agissent en premier lieu sur la liquidité intérieure et par voie de conséquence sur le crédit. Nous allons voir l'évolution de M2 suivie de l'évolution des crédits. Le graphique II.8 retrace l'évolution du taux de croissance de l'agrégat monétaire M2. Dans les pays d'Asie de l'Est, il y a une croissance soutenue du niveau des avoirs en réserves associée à une croissance continue de M1 et M2, expliquant ainsi que l'augmentation des avoirs en devises associée aux entrées de capitaux est en partie à l'origine de la croissance rapide des agrégats monétaires pendant cette période.



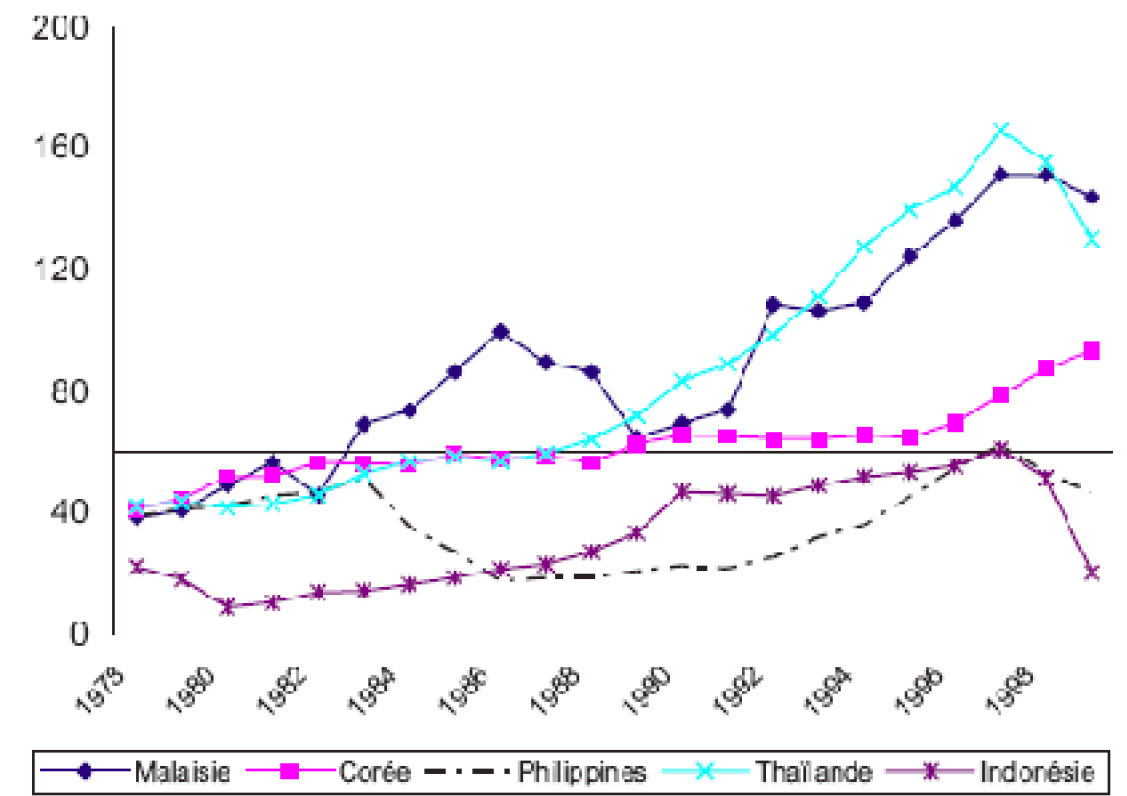
Graphique II.8 : Croissance annuelle de M2 en terme nominal (en pourcentage)



Source : Données statistiques de la Banque Mondiale (2001)

D'après ces graphiques, aux Philippines, le niveau de M2 a connu d'importantes variations. Après une rapide augmentation entre 1982 et 1984, M2 a diminué aussitôt après en 1985. En Malaisie et en Thaïlande également le mouvement de M2 est très variable, mais certains de ces mouvements, en particulier ceux observés à partir de 1997, peuvent s'expliquer par la crise asiatique. En Corée, en revanche, le scénario est différent. En effet, depuis 1985, le niveau de M2 est resté soutenu, il a varié dans une fourchette de plus ou moins 5 % jusqu'en 1997 où une hausse remarquable a été enregistrée.

Dans la majorité des pays de cette région, on observe une chute de l'agrégat M2 vers la fin des années quatre-vingt-dix qui peut être expliquée par la baisse du niveau des entrées de capitaux dans les pays d'Asie du Sud Est entre 1995 et 1999 (graphique I.6 c). Généralement, lorsqu'il y a entrée de capitaux, il y a expansion de la liquidité et un accroissement des crédits. Le graphique II.9 nous montre l'évolution des crédits pour le secteur privé en pourcentage du PIB.



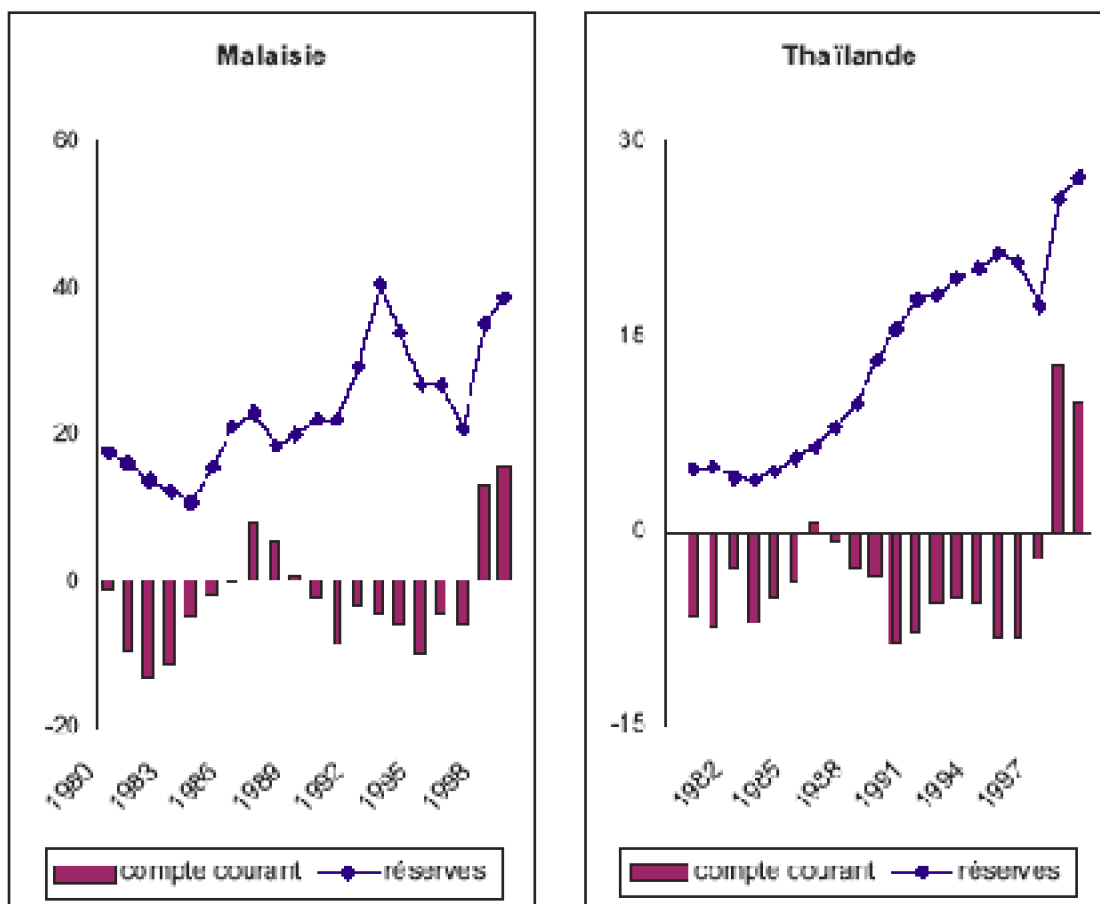
Graphique II.9 : Crédits au secteur privé (%PIB)

Source : Données statistiques de la Banque Mondiale (2001)

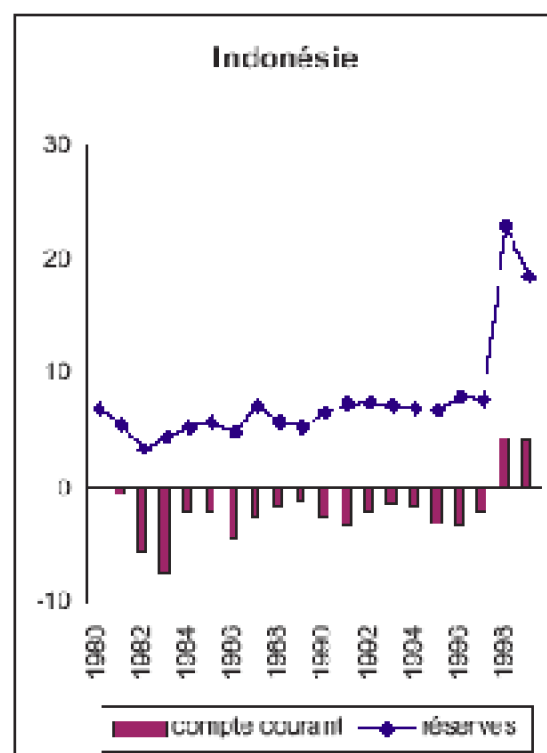
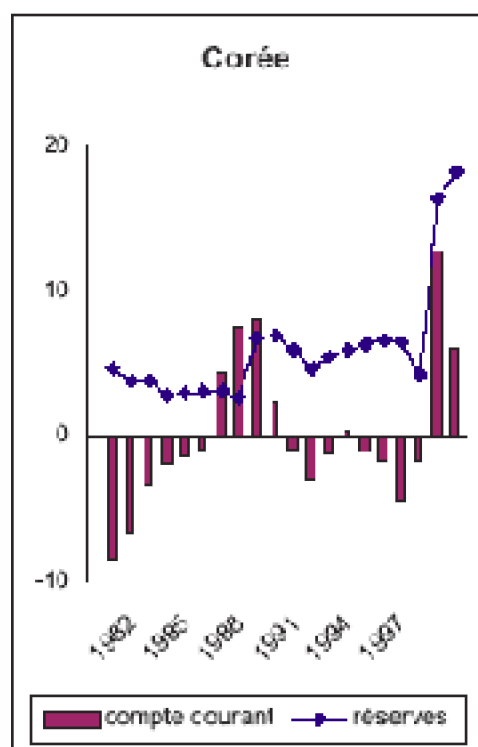
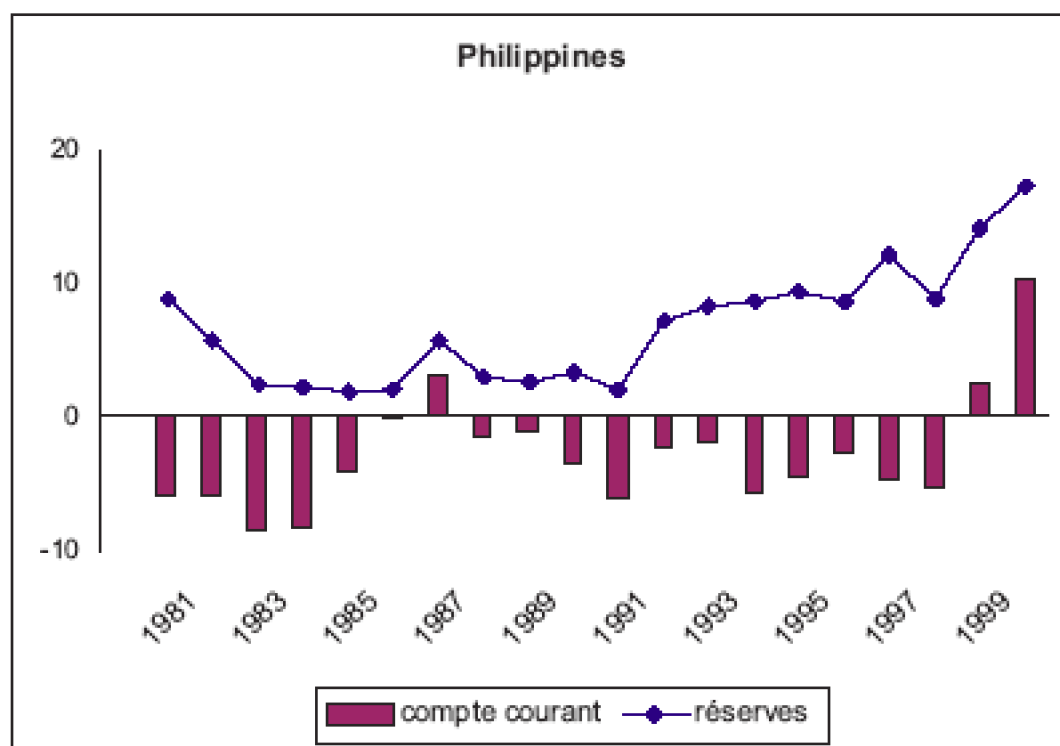
Avec la libéralisation financière, aussi bien en Indonésie qu'en Corée, il y a eu réallocation des crédits qui est passée de l'industrie et l'agriculture au secteur bancaire et privé, avec une part importante pour l'immobilier en Corée. En Malaisie, c'est le secteur réel, qui a bénéficié dans l'ensemble de plus de crédits, quand à la Thaïlande, la plus grande partie des crédits a été consacrée pour le secteur industriel et pour l'immobilier. L'accroissement des crédits accompagnant les entrées de capitaux peut s'expliquer par le fait que les flux sous forme de dépôts en devise à court terme passent souvent par le système bancaire. Cela augmente la capacité du système bancaire à prêter. Toutefois, ces entrées de capitaux peuvent ne pas passer par les banques, mais cela ne change en rien les effets sur les crédits. En effet, les fonds reviennent toujours à la banque. Par exemple, si un investisseur étranger désire acheter une action sur le marché boursier national, il va devoir utiliser la monnaie nationale pour effectuer cet achat, monnaie qu'il aura obtenue en l'échangeant contre de la devise. La devise sera encaissée par une banque locale qui pourra éventuellement l'utiliser pour augmenter ses prêts domestiques.

Le graphique II.9 nous montre que l'augmentation du ratio crédit (%PIB) correspond à une augmentation des entrées de capitaux. Ainsi la Thaïlande est le pays qui a accordé le plus de crédits au secteur privé en particulier au cours des années quatre-vingt-dix et ce entre 1988 et 1996, suivi par la Malaisie. Les Philippines ont accordé le moins de crédit au cours des années quatre-vingt-dix, période où les autres pays de la région ont bénéficié d'importantes entrées de capitaux et en ont fait profité les emprunteurs.

La hausse des entrées de capitaux a aussi un effet important sur les réserves de change, ainsi que sur le compte courant de la balance des paiements. Le graphique II.10 retrace à la fois l'évolution du solde du compte courant (%PIB) et des réserves internationales nettes (%PIB) depuis le début des années quatre-vingt. Comme nous l'avons signalé dans le chapitre précédent, le compte courant peut nous renseigner sur le volume des entrées de capitaux dans la mesure où le déficit du compte courant doit se traduire par un solde positif du compte financier, c'est à dire des entrées de capitaux destinées à financer ce déficit. Dans le cas contraire, l'économie subit des pertes en réserves de change.



Graphique II.10 : Evolution du solde du compte courant et des réserves internationales (en pourcentage du PIB)



Source : Données statistiques de la Banque Mondiale et du FMI (2001)

D'après le graphique II.10, on peut établir une comparaison entre l'évolution du solde du compte courant et celle des réserves de change. En général l'augmentation des

entrées de capitaux se traduit par une hausse des réserves de change. Si les entrées de capitaux censées couvrir le déficit du compte courant sont insuffisantes, elles provoqueront alors une diminution des réserves de change. Depuis la fin des années soixante-dix, le déficit du compte courant aux Philippines s'est creusé de plus en plus, jusqu'en 1985 date à laquelle il devient excédentaire. Dès 1987, le déficit apparaît de nouveau et perdure jusqu'en 1997. Pour la Malaisie, le scénario est légèrement différent puisque la période de l'excédent dure environ quatre années entre 1986 et 1990 où un déficit apparaît et s'accroît progressivement pendant les années quatre-vingt-dix. En revanche, en Corée du Sud (jusqu'en 1986), comme en Thaïlande (jusqu'en 1988), le compte courant est tantôt déficitaire tantôt excédentaire mais avec des valeurs proches de zéro aussi bien pour le déficit que pour l'excédent. Pour la Thaïlande, le solde du compte courant devient négatif à partir de 1988, déficit qui dure neuf ans. Comme la majorité des pays émergents, la Thaïlande a choisi un système de change fixe et a fixé le cours de sa monnaie par rapport à un panier où le dollar représentait environ 90 %, ce qui lui a très bien réussi les dix dernières années précédant la crise. Avec un taux de croissance annuel moyen de 10 %, la Thaïlande a réussi à attirer de massives entrées de capitaux. Les importations nettes de capitaux ont permis à ce pays d'investir au-delà de ses moyens, en dépit d'une tradition d'épargne et de finances publiques saines, ce qui a dopé sa croissance. Il en a découlé un déficit courant typique des pays émergents. En Corée en revanche, la tendance a été inversée entre 1986 et 1990, le solde était excédentaire, puis déficitaire jusqu'en 1998.

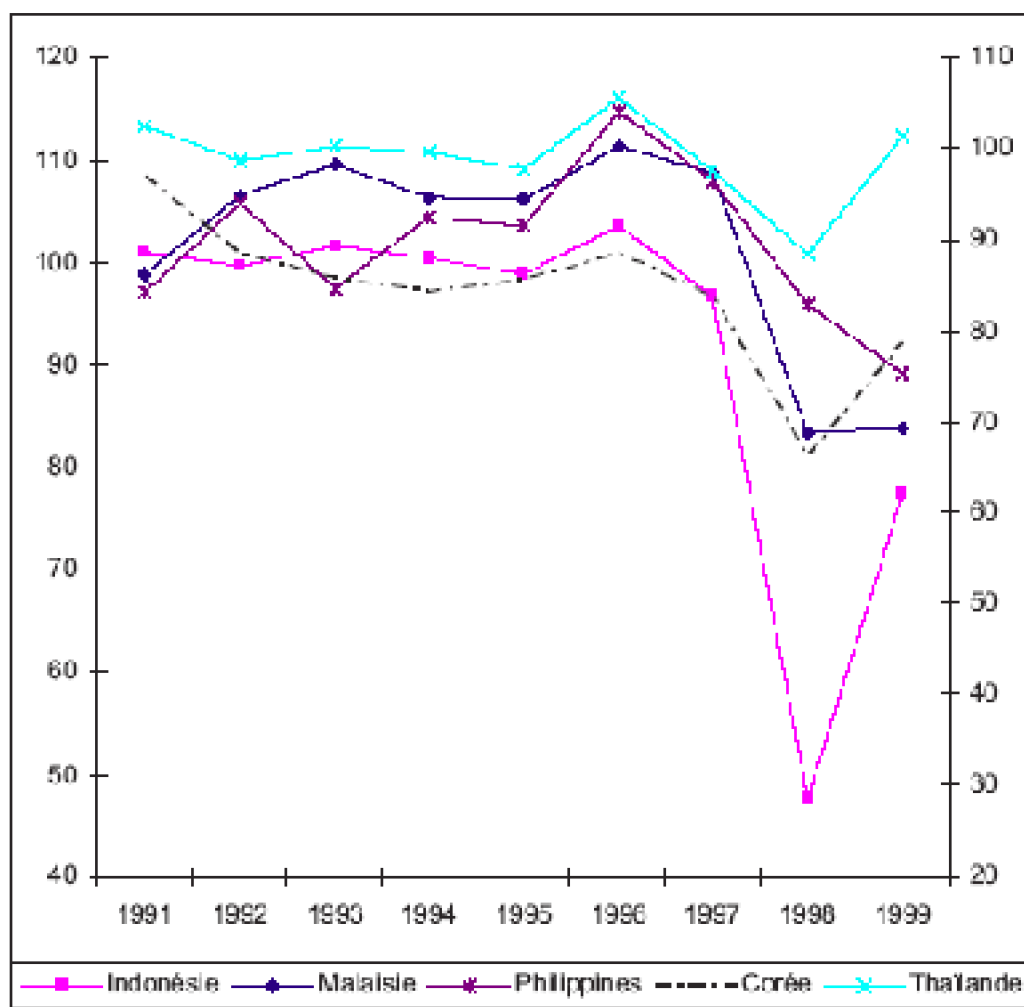
La période où les entrées de capitaux dans les pays d'Asie du Sud Est ont été massives est comprise entre 1988 et 1994. La Malaisie, la Thaïlande et les Philippines ont connu à cette époque une hausse des réserves, mais cette période était caractérisée aussi par un solde déficitaire du compte courant. Cela signifie que les entrées de capitaux enregistrées au cours de ces années ont servi à financer le déficit du compte courant et à alimenter les réserves de change. La Corée et l'Indonésie, n'ont pas bénéficié d'autant de capitaux puisque jusqu'en 1996 les réserves n'ont pas augmenté et le solde du compte courant est demeuré déficitaire.

En affectant ainsi les réserves de change, le compte courant, la liquidité et le crédits, les entrées de capitaux touchent aussi le taux de change réel et le taux d'intérêt nominal. Le graphique II.11⁴⁷ montre le comportement du taux de change effectif réel depuis 1991

48 .

⁴⁷ Sur l'axe de droite sont représentés la Malaisie, l'Indonésie et les Philippines, sur l'axe de gauche, sont représentées la Corée et la Thaïlande.

⁴⁸ Les données entre 1980 et 1991 n'étaient pas disponibles pour tous les pays, c'est pourquoi on a préféré se limiter à l'étude des années quatre-vingt-dix.



Sur l'axe des ordonnées de gauche sont représentées l'Indonésie, la Malaisie et les Philippines et sur celui de droite la Corée et la Thaïlande

Graphique I.11 : Taux de change effectif réel

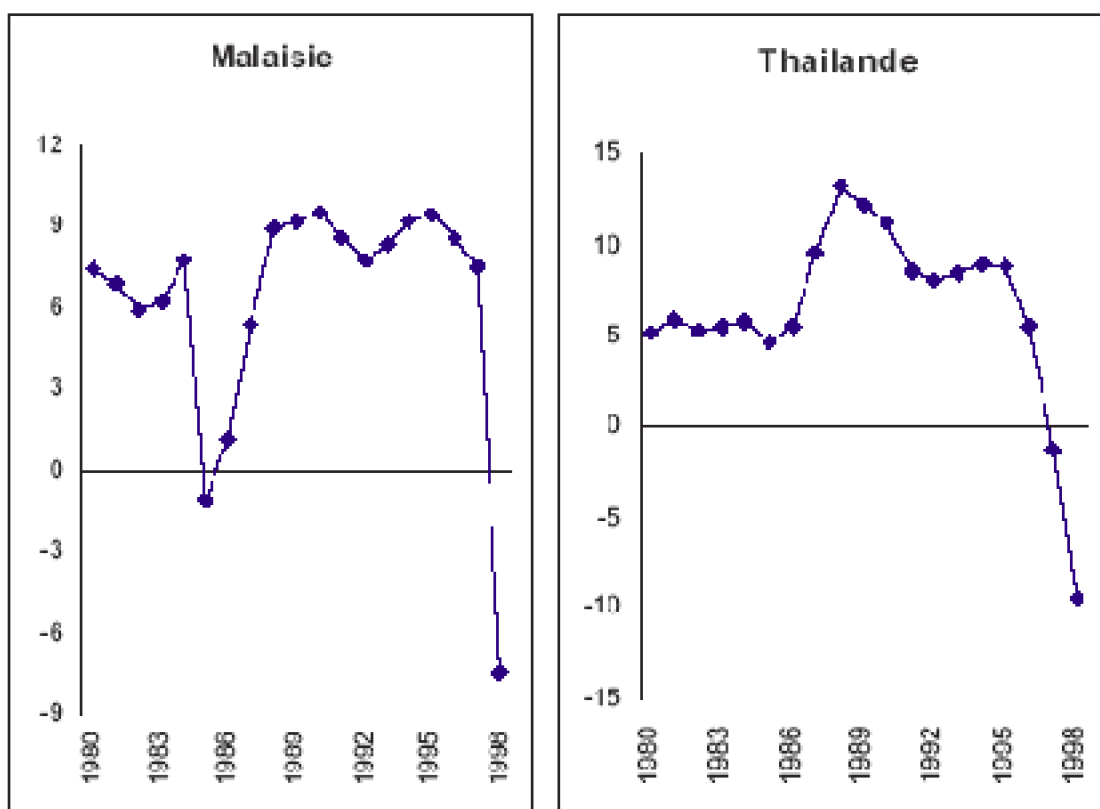
Source : Nations Unis, Situation économique et sociale dans le monde (1999)

Il est important de rappeler que les effets des entrées de capitaux sur le taux de change dépendent du régime de change adopté. En effet, sous un régime de changes flexibles (Philippines, Indonésie et Corée), une entrée de capitaux entraîne une appréciation du taux de change nominal. La probabilité que les entrées de capitaux aient un effet inflationniste diminue avec l'augmentation du degré de flexibilité du taux de change. Ainsi plus le régime de change est flexible plus l'effet d'inflation lié aux entrées de capitaux diminue. Toutefois, nous remarquons, par exemple pour le cas de la Malaisie et de la Thaïlande, que sous un régime de change fixe l'effet inflationniste des entrées de capitaux est éliminé. Cela s'explique par la parité pratiquée par ces pays, en effet la monnaie servant d'ancrage est très importante et c'est elle qui affecte l'inflation.

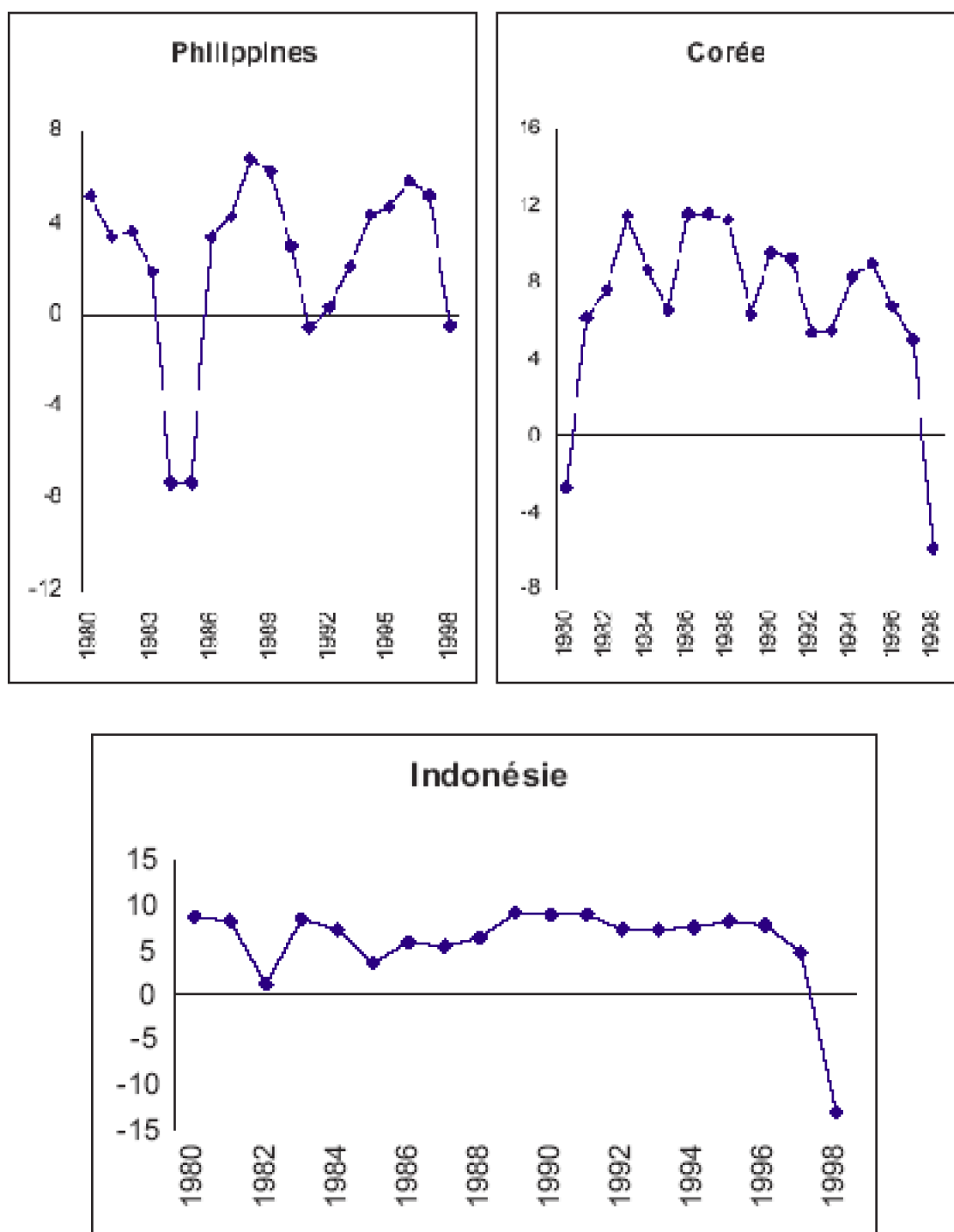
A l'exception de la Malaisie, les autres pays de la région ont vu leur taux de change diminuer entre 1991 et 1994. En Malaisie le taux de change effectif réel a commencé à

diminuer à partir de 1984 pour garder entre 1987 et 1997 un niveau quasi stable. Il y a donc eu au cours de cette décennie une dépréciation de la monnaie.

Il est important de voir enfin dans quelle mesure les entrées de capitaux ont affecté l'économie dans son ensemble. Il existe selon la Banque Mondiale (1996) une corrélation stable et positive, entre la croissance du PIB et le développement financier. Le pays souffrant d'une faible croissance est souvent caractérisé par un développement financier inférieur à celui des économies à forte croissance. Les graphiques II.12 peuvent nous montrer si l'évolution de la croissance du PIB peut être expliquée par les entrées massives de capitaux.



Graphique II.12 : Croissance annuelle du PIB (en pourcentage)



Source : Données statistiques du FMI (2000)

Pour les pays d'Asie du Sud Est, on remarque qu'au cours des années quatre-vingt-dix, la croissance du PIB a enregistré un léger ralentissement en particulier vers la fin. En effet, à partir de 1997 il y a eu une importante phase de récession du PIB due en grande partie à la crise de juillet 1997. Pour l'Indonésie et la Malaisie, le PIB a connu en 1983 une importante hausse, et le niveau de croissance est resté constant

jusqu'en 1996. En Thaïlande, le rythme de croissance du PIB était plus ou moins constant avant 1986, puis il a augmenté progressivement jusqu'en 1996 date à laquelle il a commencé à chuter. Les philippines ont connu une période de récession entre 1983 et 1985 où le PIB a diminué de plus de 8 % suivie d'une phase de relance à partir de 1986, mais le cycle s'est renouvelé en 1991 pour aboutir à une importante baisse en 1997. En Corée, le mouvement du PIB a été cyclique : reprise, expansion, crise et récession. Quatre cycles ont caractérisé ces deux décennies : en 1980, 1985, 1989 et le dernier en 1993. Entre 1992 et 1996, la croissance dans les pays asiatiques a atteint une moyenne de 7 à 8 %. Cette croissance a été à la fois forte et spontanée compte tenu de la dynamique du secteur privé. Le plus important à signaler, c'est que ce développement rapide n'a pas généré d'importantes hausses des prix. En effet, les taux d'inflation sont restés assez faibles (entre 3,8 et 8,6 % en fonction des pays).

Au cours de cette période, les comptes extérieurs se sont montrés très contrastés selon les pays. L'Indonésie et la Malaisie ont présenté des excédents commerciaux (respectivement de l'ordre de 4 et de 3,3 % du PIB en moyenne). En Corée et en Thaïlande, les déficits commerciaux étaient de 1 et 4% respectivement. Seul le déficit commercial aux Philippines a été inquiétant puisqu'il a atteint les 11,6 %. Les balances courantes en Malaisie et en Thaïlande ont enregistré un déficit de 5,6 et 6,5 % du PIB. En revanche, la Corée et l'Indonésie ont affiché de faibles déficits inférieurs à 2,5 %, ce qui ne les a pas mis à l'abri de la crise.

III- Les réactions des politiques économiques

Il est question dans cette section de voir comment les politiques monétaires et budgétaires des différents pays ont réagi face aux variations des variables macroéconomiques générées par les entrées massives de capitaux.

III-1- Cas des pays d'Amérique Latine

En examinant de près les résultats des plans de stabilisation, il en ressort que le Mexique et le Chili ont eu tous deux des résultats satisfaisants. Ceux-ci ont été accompagnés d'une dérégulation et de la privatisation de leurs entreprises étatiques. Vu de l'extérieur, le Mexique et le Chili ont toujours été considérés comme des économies jumelles : deux économies fortement orientées vers le marché, qui ont opéré un important processus de libéralisation et d'ouverture.

Ces similitudes⁴⁹ peuvent cependant cacher des différences fondamentales dont l'importance s'est fait ressentir face aux entrées de capitaux et plus tard dans les années quatre-vingt-dix lorsque ces pays ont été confrontés à la sortie des capitaux.

La première différence se situe au niveau des réformes structurelles en terme de date et de durée. Les premières réformes structurelles engagées au Chili datent de mi-70 sur le plan commercial et fiscal, suivies au milieu des années quatre-vingt par des réformes

sur la privatisation et la dérégulation. Au Mexique en revanche, les premières réformes ont été mises au point en 1983 et ont porté plus particulièrement sur le commerce et la dérégulation. Leur mise en application a été retardée jusqu'après 1987. Ce qui explique le fait que pendant les années quatre-vingt-dix, le Chili a commencé à bénéficier de ces réformes. Le Mexique quant à lui, a été au cours de cette période encore en train de mettre au point ses réformes dans un contexte de croissance. Ainsi, par rapport au Chili, dont la croissance du PIB entre 1988 et 1994 a été de l'ordre de 7,1 % par an, le Mexique n'a pu enregistrer que 2,8 % par an pour la même période.

La deuxième différence se situe au niveau de la stabilisation de l'inflation. Alors que le Chili a achevé son programme de stabilisation vers la fin des années soixante-dix, le Mexique se trouvait encore au début des années quatre-vingt-dix à voir les effets du programme de stabilisation engagé à la fin de 1987. Cependant, il demeure difficile de décider si les problèmes de cette période, en particulier la surévaluation du taux de change et le déficit du compte courant ont été causés par la stabilisation fondée sur le taux de change, ou par les entrées de capitaux ou une combinaison des deux.

En dépit d'une date de mise en application différente, la réussite des deux pays au niveau de la lutte contre l'inflation a été remarquable. Le Mexique a réussi à faire baisser son taux d'inflation de 130,8 % en 1987 à 6,9 % en 1994 (annexe) et le Chili de 26,6 % en 1990 à 12 % en 1994.

La troisième différence se situe au niveau de la balance des paiements. Pour le cas du Chili entre 1990 et 1994, le déficit du compte courant a montré une tendance stable et décroissante en moyenne de 1,6 % du PIB par an. Ceci associé à un surplus important du compte de capital, en moyenne de l'ordre 6,8 % du PIB, a conduit à une augmentation massive des réserves internationales des banques centrales, environ 8 milliards de dollars entre 1990 et 1994, ce qui représentent 5,2 % du PIB annuel. Cette augmentation pose un grand problème pour la transmission de la politique monétaire.

Au Mexique en revanche, les entrées de capitaux suite à l'appréciation du peso entre 1990 et 1994, ont été employées pour financer le déficit du compte de capital et l'impact sur les réserves internationales a été modéré : entre 1987 et le pic de décembre 1993, les réserves ont augmenté en moyenne de 0,7 % du PIB.

En termes de composition des entrées de capitaux, le Mexique et le Chili montrent encore d'importantes différences. Pour le Mexique, la principale composante des entrées de capitaux sont les flux à court terme entre 1990 et 1993 (investissements de portefeuille

⁴⁹ Ces similitudes apparaissent au niveau de deux points : - Ces deux pays ont effectué d'importantes réformes économiques qui leur ont permis à gagner la confiance des investisseurs étrangers. En effet, relativement à la taille de leurs économies, les entrées de capitaux étaient particulièrement élevées. Pour le Chili, les entrées de capitaux entre 1990 et 1994 étaient en moyenne supérieures à 6,7% du PIB, de même pour le Mexique, elles étaient de 6,2% du PIB. Ces taux restent élevés par rapport aux autres pays d'Amérique Latine, par exemple l'Argentine a enregistré en moyenne 1,2% du PIB en entrées de capitaux, le Brésil environ 1,8% du PIB toujours pour la même période, entre 1990 et 1994. - Ces deux pays ont eu des politiques différentes face aux entrées de capitaux. Le Mexique s'est beaucoup attaché à ces capitaux (étant donnée l'importance de son déficit extérieur, il n'avait pas trop le choix). Le Chili a essayé de les gérer avec plus de prudence. Mais les deux n'ont pas utilisé ces capitaux dans une politique budgétaire expansionniste insoutenable.

et prêts inférieurs à un an) avec 55 % du total des entrées, le reste étant des investissements directs étrangers et des prêts à long terme. Pour le Chili, on observe l'inverse, 55 % en investissement à long terme et 45 % au court terme.

Finale­ment, en termes d'indicateurs de croissance de long terme, pendant la période 1989-94, le taux d'intérêt au Chili a été supérieur à celui du Mexique en moyenne de 3% du PIB par an. Les différences d'épargne ont été plus importantes puisque le taux d'épargne chilien a dépassé d'environ 7 % du PIB par an.

Un des points communs a été observé au niveau de la de politique budgétaire, les deux pays ont, pendant les années quatre-vingt-dix, engagé une politique de gestion conservatrice des dépenses. Aussi bien les autorités mexicaines que chiliennes ont fourni des efforts considérables pour baisser le déficit budgétaire.

L'Argentine aussi, mais dans une moindre mesure, a connu une certaine réussite de son plan de convertibilité. En effet, d'une part, elle a réussi à baisser son taux d'inflation et d'autre part, elle a enregistré l'amélioration de certains indicateurs macroéconomiques, même si cette amélioration n'a été que temporaire. Suite au plan de convertibilité, les investissements ont augmenté en particulier les IDE qui correspondent en totalité aux crédits à long terme accordés pour le financement des investissements. Les réserves de change de leur côté ont également augmenté, ce qui s'explique par une augmentation des entrées de capitaux qui se sont accompagnés par une hausse des agrégats monétaires notamment M3 par l'émission des titres du trésor public.

Au Brésil, malgré les faibles taux d'inflation enregistrés à la fin des années quatre-vingt-dix, en particulier en 1996, la politique budgétaire laxiste et les conditions monétaires restrictives de l'après crise Mexicaine présentent d'importants risques pour l'économie brésilienne.

II-2- Cas des pays d'Asie du Sud Est

Vers la fin des années quatre-vingt, un important volume de capitaux privés a commencé à affluer ⁵⁰ sur les marchés émergents d'Asie de l'Est ⁵¹. Au début de la décennie suivante, ces pays sont devenus la destination la plus importante des capitaux privés. En effet, leur part dans le total des capitaux à destination marchés émergents est passée de 10 % au début des années quatre-vingt à 40 % au début des années quatre-vingt-dix. En part de PIB, le volume cumulé des entrées de capitaux entre 1988 et 1995 s'est élevé à 55,5 % en Thaïlande, 48,5 % en Malaisie, 23,1 % aux Philippines, 9,3 % en Corée et 8,3 % en Indonésie.

Au cours de ces années, le volume des entrées de capitaux a excédé le déficit du compte courant, entraînant un accroissement des réserves de change. Dans chacun des pays étudiés, les réserves de change ont ainsi représenté environ 25 à 35% du total des

⁵⁰ Les entrées de capitaux ont commencé à être importantes en 1988 pour la Thaïlande, en 1989 pour la Malaisie et les Philippines, en 1990 pour l'Indonésie et en 1990/91 pour la Corée.

⁵¹ Takagi S. et T. Esaka (1999)

flux de capitaux. Cela explique l'augmentation des avoirs en devises, une des contreparties de la base monétaire. En Indonésie par exemple, les entrées de capitaux sont de l'ordre de 4495 millions de dollars américains contre un déficit du compte courant de 2988 millions de EU\$ en 1990 (année du début des entrées massives de capitaux), avec une augmentation des réserves de change en devise de 2088 millions de dollars américains (environ 46 % des entrées nettes de capitaux)⁵². Pour la période 1989-96, environ 26 % des entrées nettes de capitaux représentent une accumulation des réserves de change en Indonésie. De même, en Corée, la proportion des entrées nettes de capitaux accumulée en réserves de change est d'environ 32 % entre 1992-96. En 1992, les entrées nettes de capitaux étaient de l'ordre de 6994 millions de dollars américains contre un déficit du compte courant de 990 millions de dollars américains. En Malaisie à partir de 1989, date du début des entrées massives de capitaux, environ 80% des entrées nettes de capitaux sont accumulées en réserves de change et ce jusqu'en 1993. Cependant, les réserves diminuent en 1994 et 1995 avant de remonter légèrement en 1996. Environ le tiers des entrées nettes de capitaux a été accumulé en tant que réserves de change aussi bien aux Philippines qu'en Thaïlande. En reflétant l'accumulation des réserves de change en devise, une des composantes de la base monétaire a rapidement augmenté dans ces pays. Simultanément, on observe que tous les pays considérés ont enregistré une croissance rapide des agrégats M1 et M2 (graphique II.8).

Les réactions des différents pays face à ces entrées de capitaux et aux variations des variables macroéconomiques, ont été plus ou moins différentes, mais ont tourné le plus souvent autour de la politique monétaire et la politique du taux de change. Par exemple, pour l'Indonésie, suite aux périodes de dépréciation, causées par les chocs pétroliers des années quatre-vingt, la banque centrale indonésienne (BI) a fortement soutenu sa monnaie pour la voir s'apprécier pendant la décennie qui a suivi. Ce soutien a été effectué moyennant des achats de devise plus ou moins réguliers par la banque centrale. Toutefois, ceci a causé des problèmes de gestion monétaire auxquels les autorités ont réagi progressivement en élargissant la bande d'intervention sur le marché des changes. Face à la dépréciation de la rupiah, le gouvernement a choisi de sacrifier ses cibles monétaires pour essayer de reprendre le contrôle sur le taux de change. Il a mis en place une politique monétaire restrictive dans le but d'accroître les taux d'intérêt et d'attirer ainsi les capitaux.

Avant la crise, le gouvernement a opté pour un flottement du taux de change en élargissant régulièrement sa bande d'intervention. Et après le flottement du baht et de la ringgit, le cours de la rupiah s'est rapidement déplacé vers le niveau inférieur de la bande d'intervention de la BI. Le gouvernement a réagi en élargissant la bande, entraînant une nouvelle vague de spéculation. Ceci a poussé le gouvernement à abandonner la bande de fluctuation et à laisser enfin flotter sa monnaie. Contrairement à la Thaïlande, il n'y a pas eu beaucoup de perte des réserves depuis que le gouvernement a déclaré ne pas jouer au jeu du spéculateur. Bien que la pression sur les liquidités ait pu ralentir la dépréciation de la rupiah, elle n'a pas pu ramener la monnaie à son niveau. Par conséquent, le gouvernement indonésien a décidé un resserrement monétaire

⁵² Les données de cette balance des paiements tiennent compte des erreurs et omissions (FMI Statistiques financières internationales)

supplémentaire moyennant la réduction des dépenses publiques. Avec l'absence des réserves, les banques n'avaient pas d'autres choix que d'augmenter les taux d'intérêt dans l'espoir de maintenir un niveau de liquidité minimum.

La Thaïlande, quant à elle, a su préserver une politique monétaire stable et une faible inflation. Avec l'arrivée en masse des investisseurs étrangers, la banque centrale thaïlandaise (BOT) a essayé de stériliser leur impact sur l'offre de monnaie. Les taux d'intérêt internes ont augmenté en dépit de l'accroissement du volume de capitaux sur le marché et ce dans le but de souligner la substituabilité imparfaite des avoirs étrangers et domestiques. Il en a résulté un accroissement du niveau des investissements en portefeuille. Parallèlement, la BOT a assoupli les contrôles sur les mouvements de capitaux. Cependant, les mouvements de capitaux financiers en Thaïlande ont été sujets à des contrôles plus ou moins souples au début des années quatre-vingt-dix, qui sont devenus plus fréquents et considérables un peu avant 1999.

Pour les pays d'Asie du Sud-Est, l'avènement de la crise en 1997 a bouleversé les réactions des différents Etats, dans la mesure où leurs décisions à la fin des années quatre-vingt-dix, ont été prises pour défendre leurs économies respectives des perturbations causées par la crise, et non pas par rapport aux effets des entrées massives de capitaux. Toutefois, il est possible de considérer ces décisions comme réponse aux entrées massives de capitaux, si l'on considère que la crise est une conséquence directe des entrées massives de capitaux.

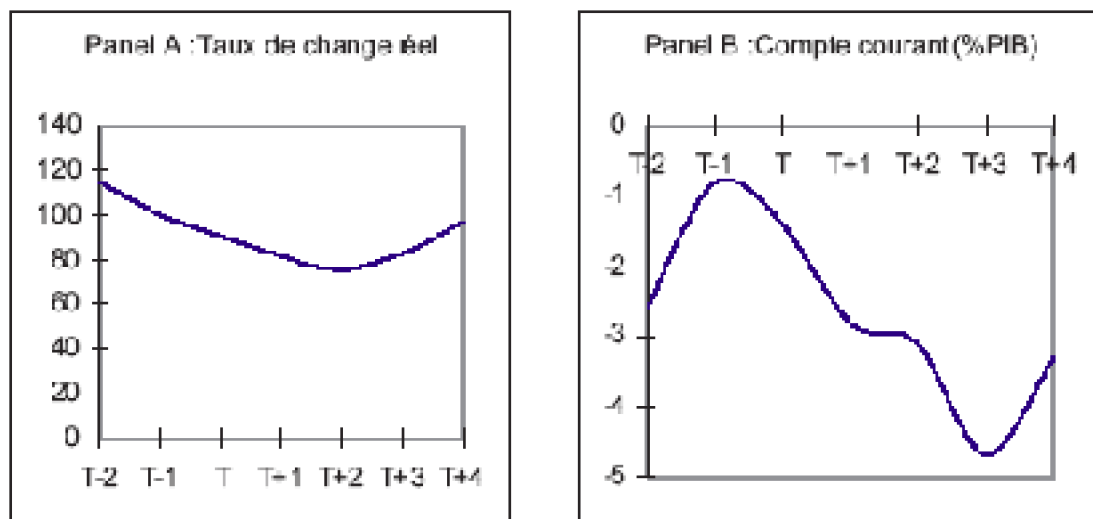
En dépit des effets positifs liés aux entrées de capitaux, de nouveaux problèmes de gestion macro économique sont apparus dans les marchés émergents. En effet, l'étude des répercussions des entrées de capitaux sur l'économie dans son ensemble, nous conduit à un dilemme entre le maintien de l'inflation et le maintien de la compétitivité.

Comme nous l'avons vu, il existe deux groupes de pays, ceux qui ont une forte inflation et ceux pour qui l'inflation ne pose pas de problème. Pour ces derniers, à savoir les pays d'Asie du Sud Est, le problème se situe plus au niveau du régime de change adopté, alors que les pays d'Amérique Latine veulent plutôt assurer une stabilité monétaire au sein de leurs pays. En maîtrisant leurs inflations, les pays d'Amérique Latine peuvent attirer davantage les capitaux étrangers. C'est pourquoi ces pays ont opté pour des plans de stabilisation qui peuvent être fondés sur la monnaie ou sur le taux de change.

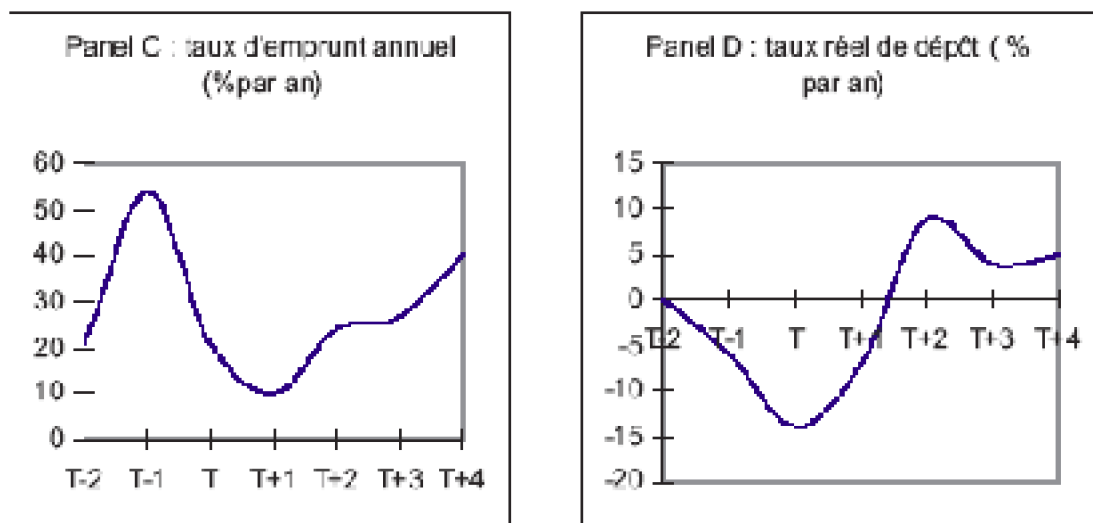
Toutefois, ces plans de stabilisation peuvent échouer et ne pas réussir à baisser l'inflation et la maintenir à des niveaux faibles. Les pays concernés doivent donc s'orienter vers d'autres solutions au problème d'inflation lié dans ces cas aux entrées massives de capitaux. Dans ce contexte, plusieurs optent pour les contrôles de capitaux, la question est de savoir si oui ou non, le contrôle sur les capitaux est nécessaire, et peut le cas échéant être efficace.

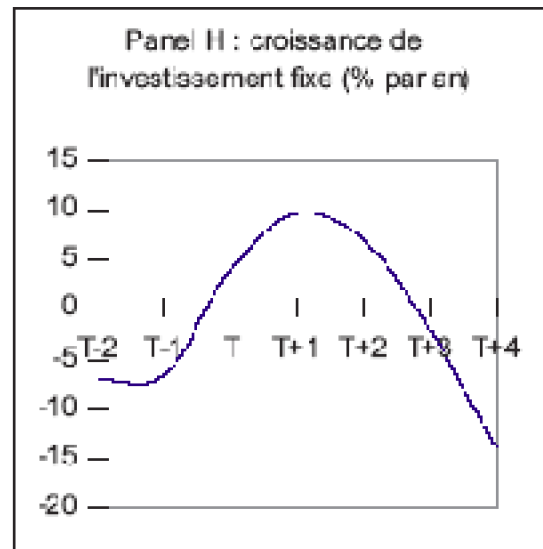
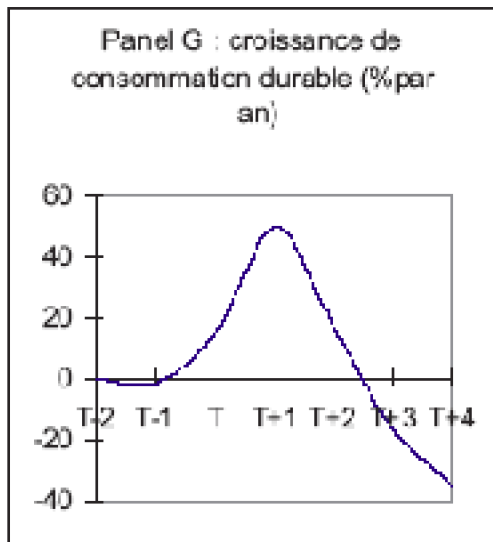
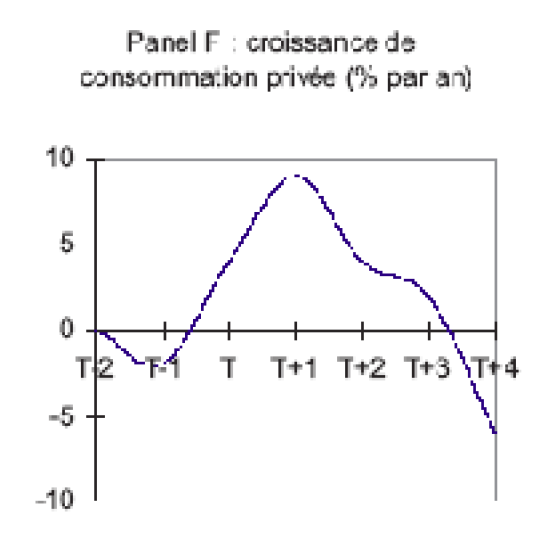
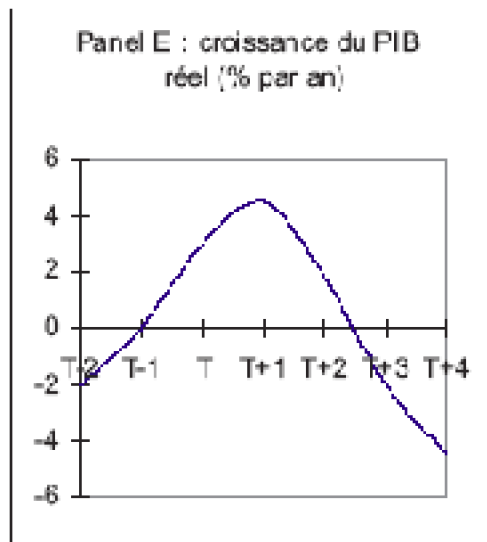
Le chapitre suivant porte sur le choix de l'approche de contrôle sur les entrées de capitaux et l'efficacité de ces mesures dans les pays émergents en fonction des attentes et des objectifs de chaque groupe de pays.

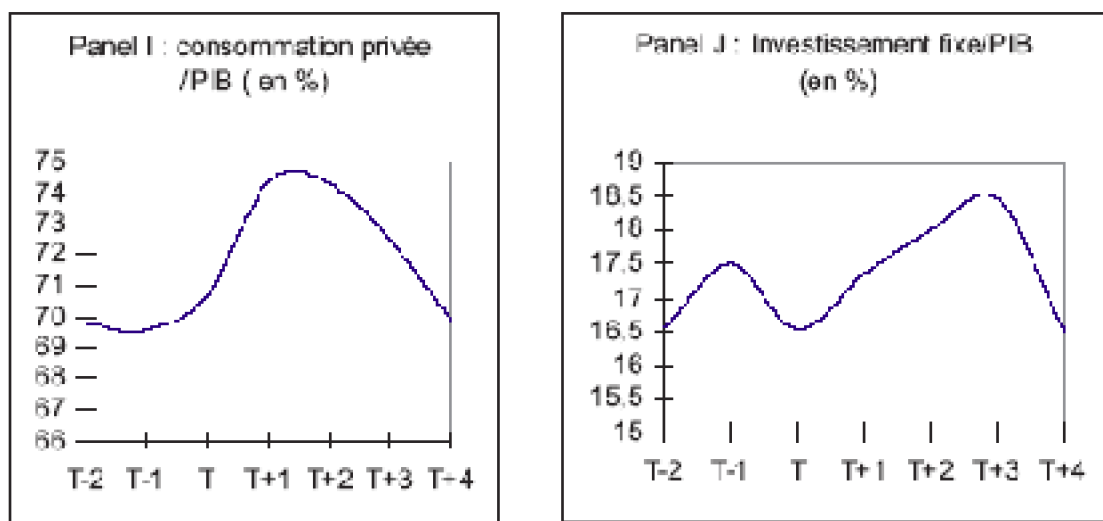
Annexes



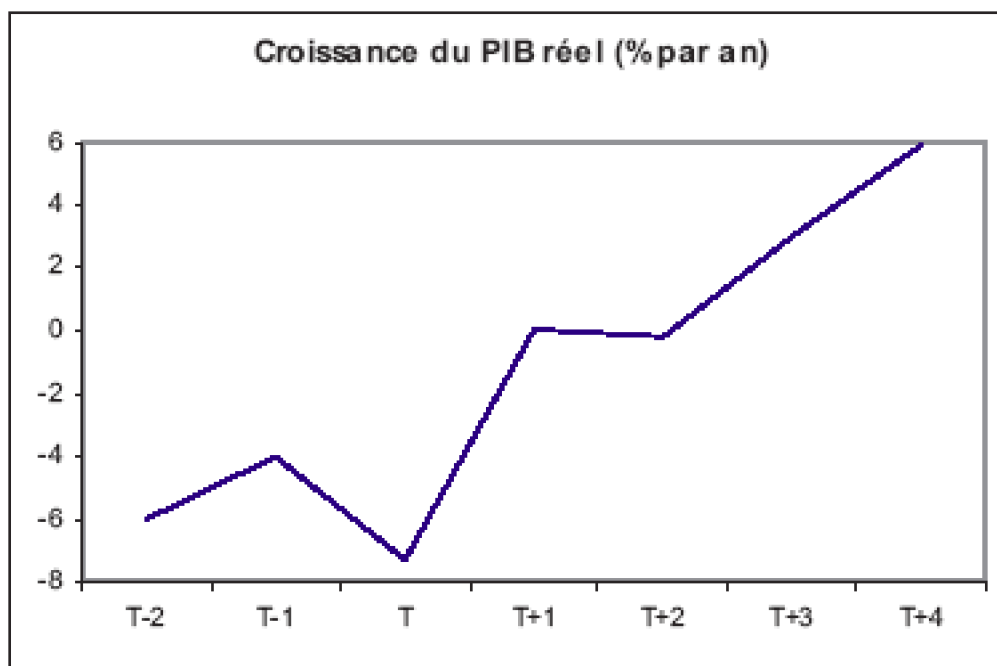
Graphique 1 : Comportement des variables macroéconomiques avant et après les plans de stabilisation fondés sur le taux de change.



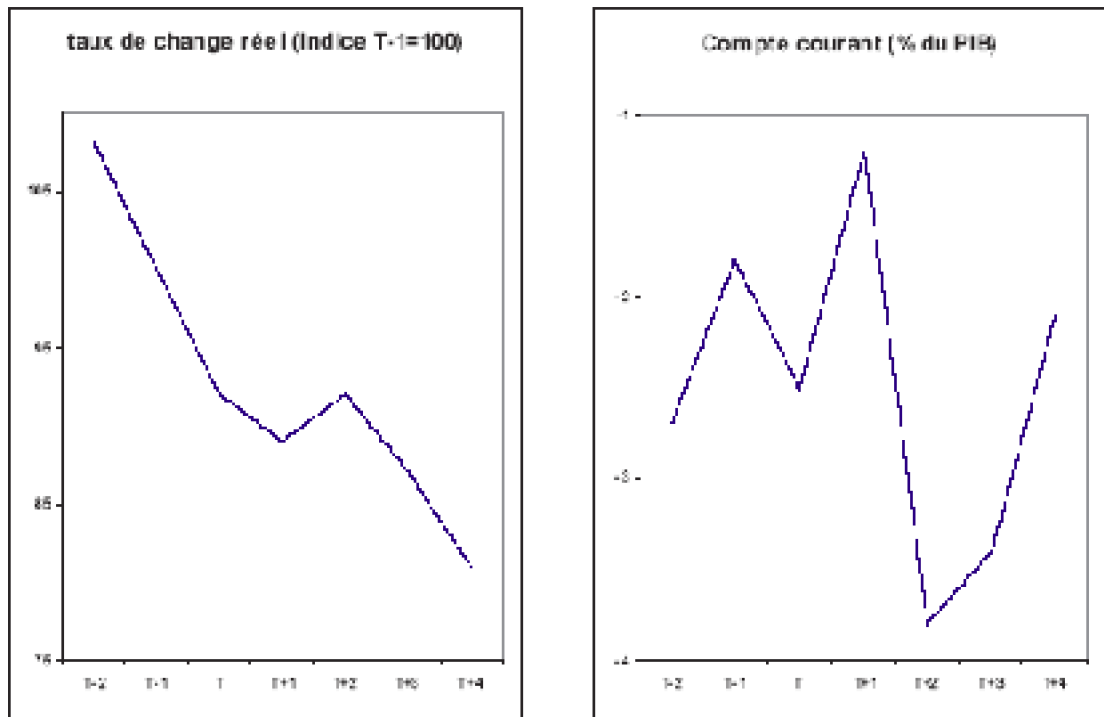




Source: Calvo et Végh (1999)



Graphique 2 : Comportement des variables macroéconomiques avant et après les plans de stabilisation fondés sur la monnaie.



Source : Calvo et Végh (1999)

Tableau: Inflation, Croissance monétaire et déficits publics en Argentine et au Mexique

Année/ trimestre	Taux d'inflation (b)	Taux d'intérêt nominal (b)	Taux d'intérêt réel (b)	Taux de croissance de M1 (a)	Taux de croissance du crédit au secteur privé (a)	Déficit public (en pourcentage du PIB)
ARGENTINE						
1982	250,9	201,9	6,2	247,5	224,0	12,6
1983	472,6	738,9	57,1	362,1	400,8	15,7
1984	745,9	868,8	10,9	566,7	554,1	17,2
1985 :1	1268,3	1266,2	-4,2	500,0	684,8	
1985 :2	1945,4	3143,1	307,8	650,0	1030,6	
1985 :3	58,7	139,5	81,7	950,0	676,6	
1985 :4	34,6	93,1	37,7	500,0	372,1	12,3
1986	85,9	107,5	10,5	86,7	83,7	8,5
1987	213,4	242,6	21,3	150,0	196,0	10,8
1988	513,8	430,4	-0,2	357,1	355,7	
MEXIQUE						
1984	60,2	48,6	-6,7	60,0	51,3	6,4
1985	66,2	60,2	-2,2	49,5	69,7	8,7
1986	108,2	86,7	-8,2	67,2	101,7	14,8
1987 :1	133,6	96,1	-17,4	77,9	94,3	
1987 :2	148,0	92,0	-20,4	94,0	74,8	
1987 :3	142,1	90,5	-21,4	123,1	74,8	
1987 :4	244,5	105,2	-48,5	118,1	104,4	15,0
1988	74,8	69,2	23,2	67,8	66,9	11,3
1989	20,1	45,0	19,6	37,4	45,6	5,4
1990	30,8	35,8	6,4	62,9	41,7	3,6
(a) : Taux annuel (b) : Moyenne trimestrielle ou annuelle des taux mensuels						

Source : Kaminsky and Leiderman (1996) « High real interest rates in the aftermath of disinflation : is it lack of credibility ? » Board of Governors of the Federal Reserve System, March 1996

Chapitre III : Les contrôles de capitaux: déterminants, étendue et efficacité

Suite de l'afflux de capitaux du début des années quatre-vingt-dix, la mise en place des contrôles sur les mouvements internationaux de capitaux est une solution souvent évoquée et proposée pour répondre aux dysfonctionnements avérés dans l'architecture monétaire internationale. L'expérience des pays émergents, notamment en Amérique Latine et en Asie du Sud-Est, montre que les effets des contrôles diffèrent en fonction des stratégies de politiques économiques adoptées au cours de leur mise en place. Avant de développer ces mesures de contrôle, il est important de comprendre, à travers les caractéristiques et objectifs économiques et monétaires des différents pays, les motivations qui poussent ces pays à choisir de contrôler les entrées de capitaux.

La motivation conduisant à l'adoption des contrôles de capitaux peut être analysée à travers le triangle d'incompatibilité (Mundell, 1972 , Padoa-Schioppa ,1987). Le triangle d'incompatibilité montre qu'il est impossible de maintenir à la fois la fixité des changes, la mobilité des capitaux et l'autonomie de la politique économique. Ainsi la libéralisation des mouvements de capitaux n'est possible que s'il y a abandon de l'autonomie de la politique économique, ou abandon de la fixité des changes. Une analogie a été établie par Krugman (1998) selon laquelle le problème porte sur le choix d'un régime monétaire international qui pourrait réunir à la fois ajustement⁵³ , confiance⁵⁴ et liquidité⁵⁵ . En reliant l'ajustement et

⁵³ L'ajustement est la capacité de poursuivre des politiques de la stabilisation macroéconomique.

la liquidité on obtient un régime de change flottant. Avec l'ajustement et la confiance on a le régime de Bretton Woods, et enfin en reliant la liquidité et la confiance, on obtient soit un currency board (caisse d'émission) soit une union monétaire.

Opter pour la confiance suppose qu'un pays peut simplement décider de ne pas accepter de monnaie instable, dont la volatilité est commandée par le comportement des investisseurs. Ceci implique qu'il doit fixer son taux de change, ou au moins le gérer avec beaucoup de rigueur. Mais s'il essaie aussi de maintenir la liquidité, en autorisant la libre mobilité des capitaux, il devient alors sujet à des attaques spéculatives chaque fois que le marché suspecte le risque de dévaluation. Un choix doit donc être fait : soit le pays désapprouve tout ajustement futur du taux de change, en adoptant un *currency board* ou en évitant l'union monétaire, soit il restreint les mouvements de capitaux.

L'ajustement traduit la capacité du gouvernement à relancer l'économie pour faire face aux éventuelles récessions. Si ce genre de flexibilité est combiné à une libre mobilité des mouvements de capitaux, il expose l'économie aux éventuelles pressions spéculatives des capitaux à chaque fois que la politique monétaire risque de devenir plus expansionniste. Un gouvernement qui tient à maintenir sa capacité d'ajustement sera forcé soit d'adopter un taux de change flottant, soit de limiter la mobilité des capitaux.

La liquidité, fait référence aux situations où le pays est confronté à une libre mobilité des capitaux ou lorsque les restrictions sur les mouvements de capitaux ne peuvent être pratiquées. Le gouvernement se retrouve alors contraint soit à fixer le taux de change de manière rigide, soit à le faire flotter librement.

Le risque croissant d'inflation pour un grand nombre de petites économies fait accroître la difficulté de réunir les différents sommets du triangle d'incompatibilité. Ceci met les pays face à un choix difficile : dès qu'ils optent pour la confiance, c'est à dire un taux de change stable, ils sont contraints d'abandonner la politique de stabilisation ou d'essayer de restreindre les mouvements de capitaux. Tout laisse à croire que la solution réside dans le contrôle des mouvements de capitaux. En effet, mettre en place des contrôles de capitaux a été longtemps⁵⁶ perçu comme un moyen d'assurer une politique économique efficace et préserver son autonomie monétaire. Mais depuis le début des années quatre vingt, la donne a changé.

On a considéré que les contrôles de capitaux donnent naissance à des distorsions qui engendrent à leur tour une sous optimalité des politiques adoptée. A la fin des années quatre-vingt, alors que les conséquences de la crise d'endettement se font ressentir dans les pays émergents, ces derniers ont adopté des réformes structurelles afin de libérer l'Etat de tout engagement, et développer ainsi le secteur privé. En agissant de la sorte,

⁵⁴ *La confiance est la capacité de protéger des taux de change de la spéculation déstabilisante, notamment des crises monétaires.*

⁵⁵ *En matière de mobilité des capitaux à court terme, la liquidité sert à financer le commerce et autoriser temporairement des déséquilibres commerciaux.*

⁵⁶ Cette perception des choses concernant la finalité des contrôles de capitaux remonte aux accords de Bretton Woods en 1944.

ces pays se sont appuyés en particulier sur la libéralisation du compte de capital afin d'attirer des capitaux. Ils pensent apporter ainsi la solution à la crise d'endettement. Mais l'avènement des crises au cours de la décennie suivante a porté atteinte au bien fondé et à la crédibilité de cette stratégie. Ainsi, et en particulier depuis la crise asiatique, les débats sur les contrôles de capitaux se sont multipliés. En effet, les crises ont amené les économistes à accorder plus d'intérêt aux mesures de contrôle des capitaux.

Dans de telles circonstances, il peut paraître plus raisonnable de choisir de conserver le droit de contrôler au moins certains types de mouvement de capitaux, soit les entrées soit les sorties de capitaux. L'expérience des années quatre vingt dix a pu fournir des raisons qui suggèrent que l'efficacité des contrôles de capitaux n'est pas symétrique. Le contrôle des entrées de capitaux serait ainsi plus commode et aussi plus efficace que le contrôle des sorties⁵⁷. Dans ce contexte, Montiel (1996) note que pour améliorer les effets des flux nets de capitaux supposés incompatibles avec l'équilibre interne et externe, les autorités peuvent adopter des politiques pour augmenter les sorties de capitaux et/ou stériliser les accroissements des réserves de change détenues, ce qui revient à contrôler davantage les entrées.

Dans ce chapitre nous allons étudier les mesures de contrôles des entrées⁵⁸ de capitaux utilisées par les deux groupes de pays et d'estimer leur efficacité, et ce en deux points :

1. la première section traite des déterminants des contrôles de capitaux, ce qui revient à 1. expliquer l'intérêt d'imposer les contrôles sur les entrées de capitaux et encourager en parallèle la libéralisation financière, en particulier celle du compte de capital ;
2. la seconde section porte sur le débat concernant l'efficacité de ces contrôles

I- LES DÉTERMINANTS ET LA PORTÉE DES CONTRÔLES SUR

⁵⁷ Il a été constaté que les contrôles sur les sorties de capitaux sont généralement établis pendant les crises financières ou les crises de balance des paiements. Ces périodes de crise sont caractérisées entre autres par d'importantes dévaluations du taux de change, une augmentation de la volatilité des variables financières et, dans certains cas, une instabilité politique. Dans de telles circonstances, imposer des contrôles sur les sorties de capitaux peut être interprété comme étant un signal négatif sur l'état futur de l'économie. En revanche, les contrôles sur les entrées de capitaux sont appliqués dans de meilleures conditions économiques. Ainsi, et à partir de cette distinction, les contrôles sur les sorties de capitaux n'offrent pas les éléments nécessaires et favorables qui permettent de juger de l'efficacité des contrôles de capitaux en général. *A contrario*, les contrôles sur les entrées de capitaux semblent être plus à même de donner des résultats non biaisés quant à leur fiabilité.

⁵⁸ L'élimination des contrôles sur les sorties de capitaux tient du fait de l'analyse du point de vue des implications macroéconomiques des entrées massives de capitaux (Chapitre 2 du présent travail). En effet, après avoir évoqué les déterminants des entrées de capitaux à savoir les facteurs internes et externes des entrées de capitaux, la complexification de la politique monétaire face aux entrées de capitaux a été traitée, ce qui revient principalement à l'analyse des effets des entrées de capitaux sur la politique monétaire.

LES ENTRÉES DE CAPITAUX

L'ouverture des marchés internationaux pose d'importants défis pour les autorités monétaires en matière des contrôles de capitaux. En effet, un dosage optimum entre le degré de libéralisation financière et le degré de contrôle s'impose.

Dans cette première section, nous exposerons les raisons qui poussent les autorités à opter pour les contrôles de capitaux. Ensuite, nous présenterons les différents moyens et techniques de contrôles de capitaux, enfin, nous analyserons l'expérience des différents pays d'Amérique Latine et d'Asie du Sud Est.

I-1- Les déterminants des contrôles sur les entrées de capitaux

La littérature offre une large panoplie de fondements possibles qui justifient les contrôles de capitaux. Les principales raisons incitant les autorités à imposer des contrôles de capitaux sont analysées ici compte tenu des problèmes majeurs que causent les entrées de capitaux sur les fondamentaux macroéconomiques.

Théoriquement⁵⁹, la nécessité des contrôles des capitaux augmente de plus en plus et se justifie par plusieurs raisons :

- la possibilité de résoudre les problèmes liés au triangle d'incompatibilité ;
- les modifications du comportement des banques et des investisseurs internationaux générées par le processus de libéralisation financière ont conduit à des vagues alternées d'entrées et de sorties de capitaux dont les effets sont loin d'être bénéfiques pour l'économie ;
- en période de crise, la mobiliérisation des financements internationaux est de plus en plus difficile à gérer. Une telle évolution peut inciter les pays à mettre en place des contrôles afin de limiter les entrées ;
- les déséquilibres macroéconomiques provoqués par les entrées de capitaux peuvent créer des tensions inflationnistes et conduire à des bulles spéculatives. La prévention de tels déséquilibres passe par le contrôle des entrées de capitaux ;
- le désir de maintenir une politique monétaire indépendante sous un régime de change fixe est une motivation pour les contrôles de capitaux ;
- la possibilité de reverses soudains des flux de capitaux en particulier dans les pays où les capitaux étrangers financent une grande partie des déficits du compte courant stimule la mise en place des contrôles.

Afin de mieux cibler les points susceptibles d'entraver une bonne gestion macroéconomique des entrées de capitaux, on classe ces raisons en trois groupes : les raisons relatives à la volatilité du taux de change, à l'autonomie de la politique monétaire et aux problèmes liés aux comportements des investisseurs et à l'instabilité des taux d'intérêt.

⁵⁹ Edwards (1989), Mathieson et Rojas-Suarez (1993), Quirk (1994), Dooley (1995), Dooley (1996), Allegret (2000)

I-1-1- Limiter la volatilité du taux de change

Depuis la fin des années soixante dix, la volatilité des taux de change s'est fortement accrue. Les partisans des contrôles de capitaux attribuent ceci en grande partie à la forte croissance du volume des transactions et des flux financiers internationaux sur les marchés de change. Cette dernière fait intervenir un nouveau déterminant du taux de change qui suscite beaucoup d'intérêt, à savoir le comportement des agents source de mouvement spéculatif du taux de change. Dès lors, même si le taux de change ne constitue pas un objectif explicite de la politique monétaire, celle-ci peut néanmoins être contrariée par les mouvements de capitaux. En effet, à travers les variations des taux d'intérêt domestiques, élément indispensable pour orienter le comportement spéculatif des investisseurs, les taux de change réels et nominaux peuvent être amenés à fluctuer. En prenant en compte les effets de ces fluctuations des taux de change sur les prix relatifs, les autorités peuvent voir leur politique monétaire déstabilisée. Dans ce contexte, il est important que les autorités arrivent à maîtriser et à gérer les variations des taux de change afin de pallier toute tentative déstabilisatrice des spéculateurs.

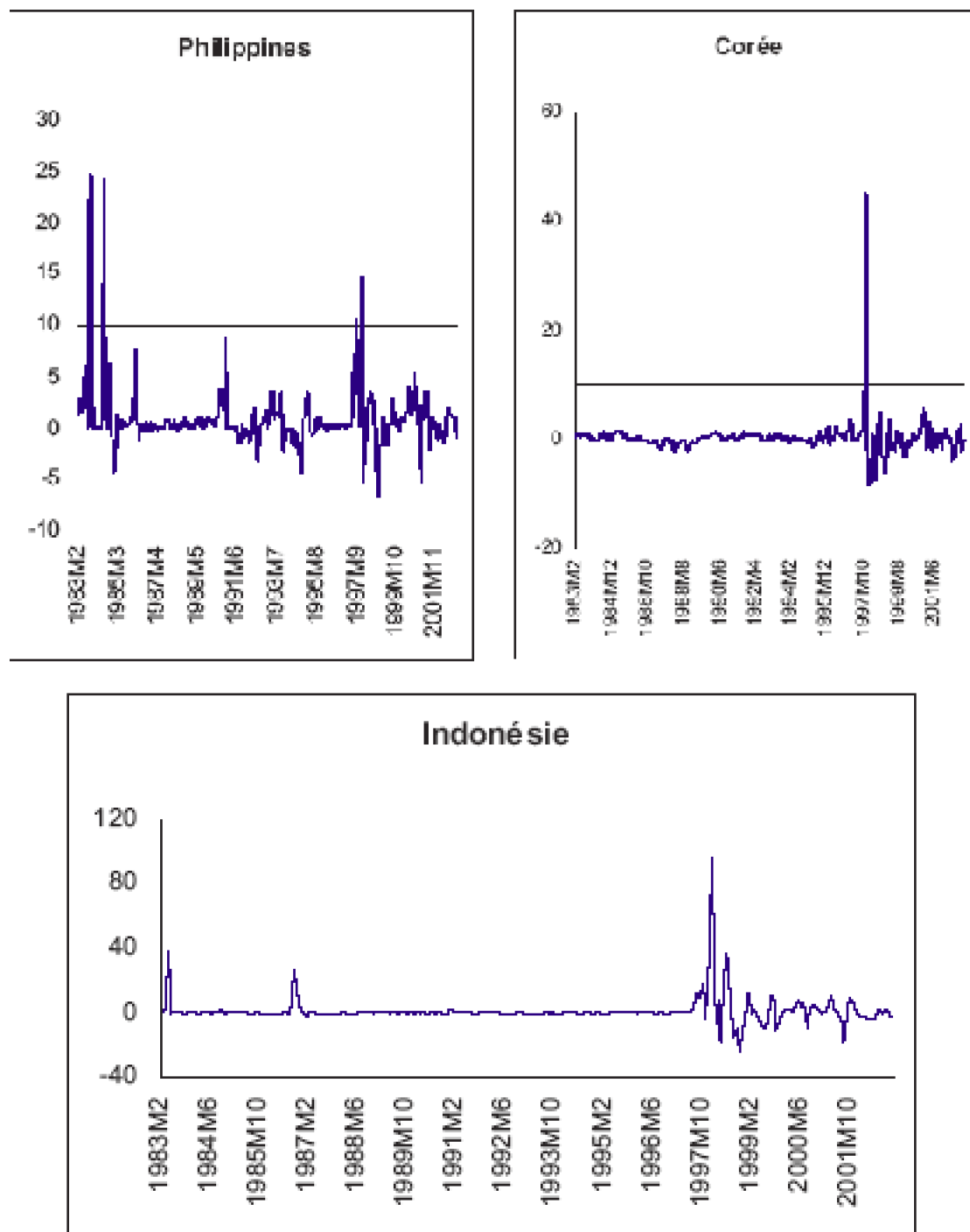
Pendant les années quatre-vingt-dix, le mouvement spéculatif des investisseurs s'est accentué. Les marchés de change sont devenus de plus en plus liquides et réagissent rapidement aux chocs. Toutefois, étant donné certains facteurs tels que la rigidité des prix et des salaires et l'irréversibilité des investissements productifs, la vitesse d'ajustement de l'économie réelle aux mouvements de capitaux s'est amoindrie. Tobin (1978) et Dornbusch (1976) montrent que ce différentiel de vitesse d'ajustement, en plus de l'existence d'une volatilité exogène excessive sur les marchés financiers, peut conduire à une forte volatilité du taux de change en termes nominal et réel (surévaluation, bulles...) source d'effets négatifs sur l'activité économique réelle.

Le graphique III.1, estime le degré de volatilité enregistré au cours des années quatre-vingt-dix. On détermine ainsi, en fonction de cette volatilité, les pays qui semblent avoir le plus besoin de contrôle sur les entrées de capitaux.

D'après ce graphique qui retrace la volatilité du taux de change ⁶⁰ depuis le début des années quatre-vingt, on voit que les années quatre-vingt-dix ont connu une volatilité plus prononcée du taux de change. Pour certains pays, cela peut s'expliquer par les fortes entrées de capitaux qui ont caractérisé cette décennie et les périodes de crises qui ont suivi. En effet, avec les entrées massives de capitaux, les taux de change se sont appréciés, mais l'avènement des crises et les perturbations d'ordre économique qui les ont accompagnés, ont fragilisé la stabilité monétaire et les taux de change ont été lourdement touchés. Par exemple, en Thaïlande, les fluctuations du taux de change enregistrées à la fin des années quatre-vingt dix peuvent être expliquées par la crise de 1997 où la volatilité du taux de change était considérée comme un signal de cette crise. A l'exception de l'Argentine, depuis 1997 (1995 pour le Mexique) et jusqu'à fin 2002, la volatilité du taux de change s'est accentuée dans les pays d'Amérique Latine. Le même scénario s'est produit pour les pays d'Asie du Sud Est sauf pour les Philippines où la

⁶⁰ La volatilité du taux de change a été calculé par le taux de croissance du taux de change de la monnaie nationale par rapport au dollar américain donné par le FMI

volatilité a été ressentie tout au long des deux décennies avec plus d'intensité au début des années quatre-vingt et en 1999.



Source : Calcul de l'auteur à partir des données mensuelles de la base de données du FMI (2003)

Le Chili a enregistré une volatilité plus accrue, et bien plus soutenue à partir de la fin

des années quatre-vingt-dix. Dans le tableau III.1 ⁶¹, une comparaison entre le Chili, la Malaisie et les Philippines en matière d'évolution du taux de change effectif est établie. Il en découle que le taux de change réel effectif a connu au Chili une importante appréciation en 1997 suivi par une série de dépréciation jusqu'en 2001 (excepté en 2000 où il a légèrement augmenté) ⁶². La volatilité du taux de change aux Philippines est confirmée par les différentes appréciations et dépréciations du taux de change réel effectif tout au long des années quatre-vingt-dix et même en 2000 et 2001.

Tableau III.1 : Taux de change effectif réel et nominal

	Le Chili		La Malaisie		Les Philippines	
	Taux de change effectif réel	Taux de change effectif nominal	Taux de change effectif réel	Taux de change effectif nominal	Taux de change effectif réel	Taux de change effectif nominal
1989	86,31	51,57	103,57	91,51	93,75	103,38
1990	82,32	62,61	98,52	90,70	84,09	94,52
1991	84,54	63,62	95,88	89,93	83,82	85,45
1992	89,48	70,43	102,51	97,12	93,20	93,93
1993	91,60	79,91	103,61	100,79	92,91	94,52
1994	94,31	94,71	99,68	100,04	97,38	101,14
1995	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
1996	103,40	99,76	104,44	103,13	109,32	102,06
1997	113,05	105,46	103,31	100,28	108,77	98,43
1998	111,11	100,45	82,09	77,12	88,71	74,79
1999	105,37	93,67	84,48	77,97	96,38	76,74
2000	106,03	93,10	86,60	80,04	89,83	69,80
2001	96,62	83,97	91,38	84,66	85,44	63,57

Source : Base de données du FMI, février (2003)

Sous un régime de taux de change fixe, les flux de capitaux à court terme, non soumis à des mesures de restrictions, peuvent être à l'origine d'importantes variations des réserves de change, de l'effondrement du régime de change ou d'une volatilité accrue du taux d'intérêt. Dès lors, des contrôles de capitaux efficaces peuvent, au moins à court terme, contrecarrer ces effets indésirables. Toutefois, ceci ne peut pas empêcher dans sa totalité l'avènement des crises puisque les fondamentaux, notamment les réserves de change, peuvent être atteints.

Une première solution a été proposée par Tobin. Elle consiste à imposer une taxe uniforme sur toutes les transactions de change décourageant ainsi les flux de capitaux de très courte durée considérés comme étant les plus spéculatifs. Dornbusch (1986) ⁶³ de son côté, suggère que l'adoption de certaines mesures, tels que les systèmes de taux de

⁶¹ Dans ce tableau, lorsque le taux de change augmente, il s'apprécie et lorsqu'il diminue, il se déprécie.

⁶² Pour le cas du Chili, entre 1995 et 1996, les taux de change réel et nominal n'ont pas évolué dans le même sens

change dual, sont capables de protéger l'économie réelle, au moins partiellement, et des comportements capricieux à court terme du marché de change. Une reprise de l'idée de Tobin a été proposée par Tornell (1990) selon laquelle la taxe Tobin peut aider à une ré-allocation des capitaux envers les investissements réels au détriment des investissements financiers. En effet, en diminuant la volatilité des rendements financiers, les opportunités de dégager des profits d'une spéculation sur le taux de change sont fortement corroborées.

Gros (1992) montre que les contrôles de capitaux peuvent limiter la spéculation lorsqu'ils agissent sur les taux d'intérêt domestiques. Dans ce cas, l'engagement du gouvernement à maintenir la parité stable peut être facilement contrôlé par le secteur privé et ce sous le contrôle de la politique du taux d'intérêt. Cette politique présente néanmoins un inconvénient qui consiste à annoncer aux agents une cible bien définie dont la crédibilité peut être testée par ces derniers moyennant des coûts de spéculation.

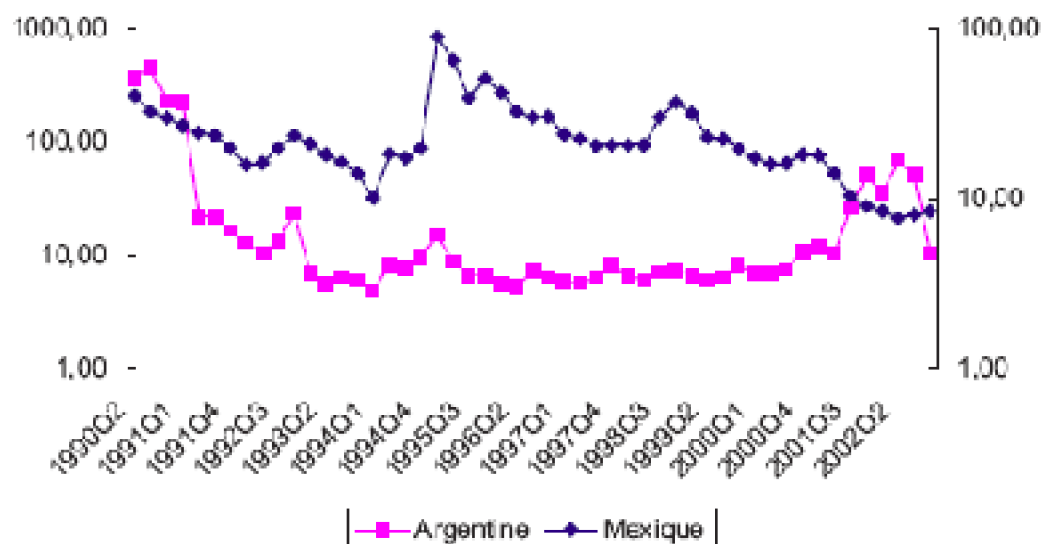
I-1-2- La recherche de l'autonomie de la politique monétaire

Pour le Chili, la recherche d'une plus grande autonomie de la politique monétaire peut en effet justifier le contrôle sur les entrées de capitaux⁶⁴. Cela devient possible en agissant sur le taux d'intérêt domestique, soit en l'augmentant sans subir de trop fortes entrées, soit en le diminuant sans subir de fuites massives.

⁶³ cité dans Kaminsky et Leiderman (1996)

⁶⁴ La recherche d'une plus grande autonomie de la politique monétaire peut aussi justifier un contrôle sur les sorties de capitaux comme le montre le cas de la Malaisie.

Graphique III.2 : Taux d'intérêt trimestriel (échelle logarithmique)



L'Argentine est sur l'axe des ordonnées de gauche et le Mexique sur celui de droite.

Source : Données statistiques du FMI (2003)

Graphique III.2 : Taux d'intérêt trimestriel (échelle logarithmique)

Bensaïd et Jeanne (1996) recentrent le débat sur l'opposition de deux thèses contradictoires : selon la première en retirant les contrôles de capitaux, les régimes de change fixes s'effondrent ; selon la seconde, les systèmes de change fixes sont naturellement stables et le passage par une crise s'explique par un non-respect de la discipline. Cette attitude est encouragée a priori par les contrôles de capitaux. D'où l'effet déstabilisateur des mesures de contrôle.

Bensaïd et Jeanne avancent que par l'augmentation des taux d'intérêt, les autorités monétaires tentent de résister à la spéculation. Cette stratégie a été adoptée à plusieurs reprises en Argentine en 1989 par une augmentation de 264785 %, en 1990 de 598 % et en 2001 d'environ 206 %. Le graphique III.2⁶⁵ montre en effet la hausse des taux d'intérêt aussi bien au Mexique qu'en Argentine pendant les années quatre-vingt-dix. Au Mexique l'augmentation la plus marquante était de l'ordre de 270 % en 1995. Concernant les pays d'Asie du Sud Est, d'importantes hausses du taux d'intérêt ont été enregistrées à la fin de cette décennie, mais cela a été en grande partie lié à la crise asiatique. En Indonésie, au cours de cette crise le taux d'intérêt a été augmenté de 99 % en 1997 et de 125 % l'année d'après.

Cette stratégie réussit certes à conserver la parité de la monnaie tant qu'elle est maintenue, mais se montre difficile à garantir à long terme. En effet, les spéculateurs connaissent les coûts élevés que génère la hausse des taux d'intérêt pour le

⁶⁵ Dans le graphique III.2, l'axe des ordonnées de droite correspond au Mexique, et celui de gauche à l'Argentine.

gouvernement et sont conscients que cette hausse ne peut par conséquent pas être indéfiniment soutenue. Dès lors, et contrairement aux résultats escomptés, les efforts fournis par les autorités dans le but de défendre la monnaie peuvent contribuer à renforcer la spéculation. Cela fragilise le système de change fixe dans la mesure où les spéculateurs savent qu'ils peuvent à tout moment provoquer une crise. C'est dans la perspective d'éviter ces crises de change que les contrôles de capitaux ont été introduits. En effet, indépendamment de la forme qu'elles prennent, les mesures de contrôle de capitaux ont pour effet essentiel de découpler le taux d'intérêt domestique et les anticipations de dévaluation du marché des changes. La crédibilité de la monnaie domestique est ainsi renforcée et la défendre devient par conséquent moins coûteux pour le gouvernement.

Dans cet esprit, les contrôles de capitaux peuvent briser la logique du cercle vicieux selon laquelle les efforts du gouvernement pour défendre la monnaie contribuent à renforcer la spéculation. La vulnérabilité du système de change fixe face à la spéculation autoréalisatrice est ainsi réduite. C'est ainsi que les contrôles de capitaux deviennent stabilisateurs, dans la mesure où ils permettent aux autorités monétaires d'isoler le taux d'intérêt domestique des anticipations de dévaluation du marché des changes. Les contrôles de capitaux vont permettre au pays de poursuivre une politique monétaire indépendante pour une période donnée. Les motivations d'un gouvernement à imposer des contrôles de capitaux dépendent du degré de contrôle que celui-ci exerce sur sa politique monétaire, qui est d'ailleurs inversement liée à l'indépendance de la banque centrale. Les contrôles de capitaux facilitent la taxation des capitaux dès qu'ils parviennent à en diminuer la mobilité.

Dans le cas où la banque centrale est indépendante et qu'elle impose donc sa politique monétaire au gouvernement, les motivations d'accroître le revenu du seigneurage en augmentant la demande de monnaie diminuent. Ceci peut s'expliquer par le fait que la politique monétaire est décidée de façon autonome. Epstein et Schor (1992)⁶⁶ montrent alors que l'indépendance de la banque centrale reflète la force des intérêts du secteur financier qui s'oppose à la limitation de la mobilité des capitaux. En outre, l'indépendance de la banque centrale peut réduire les problèmes de crédibilité qui rendent l'imposition des contrôles plus vraisemblable. Pour les banques centrales, la mise en application des contrôles peut leur permettre d'augmenter légèrement le taux d'intérêt et d'accroître d'autant leur capacité à résister face aux spéculateurs. Cette augmentation du taux d'intérêt domestique implique une augmentation du différentiel du taux d'intérêt et donc un accroissement du différentiel couvert en faveur de la monnaie nationale qui se manifeste à travers l'appréciation de cette dernière. La parité du taux d'intérêt n'est pas altérée et a même un effet stabilisateur par rapport aux contrôles de capitaux.

Ainsi, en assurant sa crédibilité avec l'adoption des contrôles de capitaux, la banque centrale pourra donc jouir de l'autonomie de sa politique monétaire et la mener dans les meilleures conditions.

I-1-3- Les problèmes liés aux comportements des investisseurs

⁶⁶ Cités dans Grilli V. et Milesi-Ferretti G.M. (1995)

En plus de la recherche d'une plus grande autonomie, et la limitation de la volatilité des taux de change, les économies émergentes justifient aussi la mise en place des mesures de contrôle de capitaux par le comportement spéculatif des agents économiques. En effet, la possibilité d'attaques spéculatives auto-réalisatrices apporte une justification supplémentaire pour l'imposition des contrôles de capitaux. Obstfeld (1986) montre qu'abandonner le système de change fixe peut inciter le gouvernement à mettre en place une politique monétaire plus inflationniste que celle qu'il aurait menée dans ce système. Ce qui revient à dire que le taux de change fixe peut s'effondrer même lorsque les fondamentaux actuels sont compatibles avec un tel régime de change. Cela suggère en général, que les pays ayant des problèmes de crédibilité sont plus exposés aux attaques spéculatives et vont ainsi être plus séduits par les contrôles de capitaux en espérant y trouver une solution.

Selon Wyplosz (1986), les contrôles de capitaux peuvent temporairement protéger un système de change fixe contre les attaques spéculatives, dans la mesure où ils empêchent les résidents de spéculer contre leur propre monnaie.

Le rôle des contrôles de capitaux dans la prévention des attaques spéculatives auto-réalisatrices semble évident si l'on suppose que l'efficacité des contrôles retarde l'effondrement du régime de change. Si toutefois ce régime demeure vulnérable à cause des transactions du compte courant, il est alors recommandé de rétablir l'équilibre grâce aux contrôles de capitaux. Or, ce qui caractérise principalement les contrôles de capitaux dans les modèles d'attaques spéculatives est le fait que le secteur privé ne peut pas toujours négocier la dette privée contre devise, et inversement. Avec les contrôles de capitaux, le secteur privé peut ajuster ses avoirs en monnaie mais seulement par le biais des transferts nets de biens et services avec le reste du monde.

Néanmoins, le rôle des contrôles de capitaux demeure ambigu puisque les attaques auto-réalisatrices peuvent aller dans un sens opposé. Par exemple, une diminution spontanée des anticipations d'inflation du secteur privé peut déclencher une séquence de diminution des taux d'intérêt et des déficits budgétaires qui vont générer un bon équilibre.

En examinant les effets des restrictions sur les devises, certains économistes cherchent à savoir si limiter le degré de mobilité des capitaux, avec les autres caractéristiques économiques, politiques et institutionnelles, aide à expliquer le comportement des variables macroéconomiques tel que le taux d'intérêt réel⁶⁷. Avec l'intégration financière internationale, les économies émergentes s'exposent à plusieurs problèmes inhérents aux entrées de capitaux et aux modifications du système financier international. Face à cela, les contrôles de capitaux peuvent éventuellement aider à limiter les entrées de capitaux les plus volatiles. En effet, lorsque les économies émergentes sont confrontées aux entrées massives de capitaux, les investisseurs modifient leurs comportements pour pouvoir arbitrer entre la diversification de leurs portefeuilles et la disponibilité des informations leur permettant d'optimiser leurs investissements.

Comme dans ces économies l'asymétrie d'information est de plus en plus présente, il devient plus difficile aux investisseurs d'estimer les risques qu'ils peuvent encourir. Si les

⁶⁷ Voir section 2 du présent chapitre.

investisseurs inversent leur comportement, les sorties de capitaux peuvent alors atteindre des niveaux très élevés sur une courte durée, c'est pourquoi la limitation des entrées de capitaux pourrait éventuellement éviter ce genre de comportement.

De leur côté, et contrairement à Obstfeld (1986), Dellas et Stockman (1993) montrent que les mesures de contrôle des capitaux peuvent constituer un signal d'une économie future laxiste. En effet, comme les contrôles de capitaux donnent aux autorités la possibilité de mener des politiques discrétionnaires à court terme (par exemple, une politique monétaire expansionniste avec un taux de change fixe), les adopter peut être perçu par les agents privés (qui ignorent les préférences des autorités) comme le signal d'un éventuel comportement discrétionnaire de la politique monétaire. Cela implique alors une détérioration de la crédibilité, contrairement à ce qui est escompté. Dès lors, les attaques spéculatives auto-réalisatrices peuvent avoir lieu sous un régime de taux de change fixe dans la mesure où les agents anticipent une imposition des contrôles de capitaux. Les entrées de capitaux, en particulier les investissements directs étrangers, peuvent être découragées par les pays qui souhaitent limiter la propriété étrangère des facteurs de production domestiques, pour des raisons politiques ou idéologiques. Pour ces pays, la possibilité des contrôles de capitaux peut générer des attaques spéculatives, ce qui est différent de la thèse de Bartolini et Drazen (1997). Ces derniers pensent que la levée des contrôles de capitaux peut stabiliser l'économie, c'est pourquoi ce sont les pays les plus faibles qui sont les plus concernés par l'instauration des contrôles de capitaux. Dans cet esprit, ils développent l'idée que les contrôles de capitaux dégagent un signal qui peut affecter les anticipations du secteur privé concernant le comportement futur des autorités monétaires vis à vis des investisseurs. A l'inverse, l'élimination des contrôles signale aux investisseurs l'éventuelle baisse de la taxe sur les revenus de capitaux étrangers que les autorités peuvent envisager. Mais ceci n'implique pas l'élimination de cette taxe et encore moins la possibilité de son augmentation une fois les entrées de capitaux en place.

La littérature soulève un véritable problème pour les implications de politique économique des contrôles de capitaux. D'une part, leur efficacité peut permettre au gouvernement de gagner assez de temps pour déplacer les fondamentaux vers une région où les attaques spéculatives auto-réalisatrices sont moins probables. Dans ce cas c'est un moyen efficace pour que les gouvernements s'accordent le temps nécessaire pour sauver leur réputation. D'autre part, les contrôles peuvent provoquer des attaques dans le futur.

D'un point de vue pratique, il est dans l'intérêt du gouvernement de se montrer ferme en ce qui concerne les fondamentaux même s'il est temporairement obligé d'abandonner la parité du taux de change. Malheureusement, le rôle des contrôles de capitaux dans la réduction des coûts pour maintenir les fondamentaux demeure ambigu.

La pertinence des raisons énumérées ci-dessus dépend de la capacité des autorités à imposer des contrôles de capitaux efficaces. Cette capacité se trouve probablement affaiblie à travers le temps pour deux raisons :

- les agents parviennent souvent à trouver le moyen de contourner les restrictions officielles ;

- le changement structurel et les progrès technologiques qui, en touchant les marchés financiers, facilitent les mouvements de capitaux internationaux et les rendent plus difficiles à gérer et à contrôler.

Néanmoins, cela n'a pas dissuadé les pays d'imposer ces contrôles à travers de nombreux systèmes qui font l'objet du paragraphe suivant.

I-2- Les mesures de contrôles sur les entrées de capitaux

Dans les années quatre-vingt-dix, les pays d'Amérique Latine et d'Asie du Sud Est ont adopté des politiques de contrôle des flux de capitaux à court terme perçus par les autorités comme volatils et déstabilisants. Ces mesures peuvent prendre les formes suivantes selon Mathieson et Rojas-Suarez, (1993) :

- des restrictions quantitatives sur les mouvements de capitaux (Malaisie). De telles restrictions peuvent toucher les avoirs extérieurs et les dettes des institutions financières nationales, les actifs immobiliers, les investissements de portefeuille et les investissements directs des résidents non-bancaires ;
- une taxe sur les entrées de capitaux (Brésil, Chili et Thaïlande) pour décourager les mouvements de capitaux à court-terme ;
- des mesures prudentielles (Indonésie, Philippines et Thaïlande) appliquées sur le secteur financier domestique dans le but de freiner les emprunts bancaires *offshore*.

Toutes les mesures de contrôle des capitaux, qu'elles soient quantitatives ou prudentielles ont en commun deux traits de caractères⁶⁸ :

elles sont asymétriques dans la mesure où elles sont établies principalement pour 1. décourager les entrées de capitaux ;

elles sont le plus souvent temporaires. 2.

A plusieurs occasions, l'asymétrie des contrôles de capitaux a été renforcée par des mesures⁶⁹ destinées à maîtriser les entrées de capitaux et à accompagner des politiques de libéralisation des contrôles sur les sorties de capitaux.

Quant au caractère temporaire, selon les pays, il peut être annoncé à l'avance de manière intentionnelle, ou le devient *de facto* à cause des investisseurs étrangers qui réussissent à trouver le moyen de faire échouer ces mesure de contrôle. Par exemple, dans certains pays, comme le Brésil, à plusieurs reprises au cours des années quatre-vingt-dix, les autorités ne se sont pas prononcées explicitement sur la durée prévue de la politique de contrôle. Mais les mesures ont été justement perçues par les marchés comme étant temporaires. Dans d'autres pays cependant, l'annonce temporaire s'est faite explicitement. Il est à signaler toutefois que la revue des expériences des

⁶⁸ Reinhart et Smith (1997)

⁶⁹ A cet égard, elles diffèrent de la taxe Tobin qui s'applique sur toutes les transactions financières avec l'étranger.

différents pays suggère que les politiques de contrôle, dont l'objectif est de maîtriser les entrées de capitaux, sont plus efficaces lorsqu'elles sont temporaires, en raison généralement de leur caractère contracyclique et compte tenu également des problèmes d'adaptation des agents économiques.

Etant à la base destinées à contrôler les entrées de capitaux, ces mesures sont aussi et généralement prévues pour décourager les emprunts à l'étranger par des résidents en leur offrant dans le pays des opportunités d'emprunt semblables à celles qu'ils peuvent trouver à l'étranger. Le contrôle des capitaux peut devenir dans ce contexte l'instrument de politique économique le plus pertinent, et ce à travers les opérations de stérilisation des entrées par des interventions d'*open market*.

Dans ce qui suit, nous allons présenter les différentes mesures de contrôle les plus utilisées dans les pays émergents à savoir les opérations de stérilisation dans un premier temps et les mesures de contrôles indirects dans un second temps.

I-2-1- Les opérations de stérilisation

Dans la majorité des pays émergents le mouvement important des capitaux coïncide avec la libéralisation financière. Comme on l'a déjà souligné, la libéralisation financière stimule les entrées massives de capitaux. En effet, pour certains pays où le compte de capital est à peine libéralisé, telle que la Thaïlande, les faibles taxes stimulent d'importants mouvements d'investissements par les non-résidents. Pour d'autres pays, tels que le Chili et la Thaïlande ultérieurement, les taux d'intérêt élevés ont conduit à un large différentiel en faveur des marchés domestiques, stimulant ainsi un important mouvement des entrées de capitaux. Cette hausse des entrées de capitaux est en général génératrice d'une augmentation des réserves de change et par conséquent une augmentation de la masse monétaire. Pour rétablir l'équilibre sur le marché de change, la banque centrale peut intervenir à travers la vente ou l'achat des actifs étrangers contre des actifs nationaux. Ces opérations d'intervention sont de deux types :

- Les opérations non-stérilisées, dans lesquelles la banque centrale échange de la monnaie nationale contre des entrées de devises, impliquent une variation de la base monétaire nationale. Ces opérations peuvent être confondues avec les opérations conventionnelles d'*open-market*, à la différence que ce sont les actifs étrangers qui sont achetés ou vendus et non les actifs nationaux. Ces opérations dites aussi indirectes, sont fréquemment utilisées ;
- Les opérations stérilisées, qui impliquent une transaction de compensation en actifs nationaux dont le but est de stériliser l'effet dépressif du marché des changes sur la masse monétaire. Son principe consiste à l'achat continu par la banque centrale de monnaie nationale contre des devises afin de soutenir ainsi le cours de la monnaie. Par exemple, un achat officiel non-stérilisé des devises étrangères sur le marché des changes entraîne une augmentation des avoirs extérieurs nets détenus par la banque centrale et une expansion de la base monétaire nationale. Cette opération peut être stérilisée par une vente de compensation des titres nationaux. Ceci permettra la réduction des avoirs intérieurs nets de la banque centrale, et la base monétaire

retournera ainsi à son niveau initial.

Face aux entrées massives de capitaux des années quatre-vingt-dix, la stérilisation a été le premier instrument utilisé par les pays concernés pour se prémunir contre les méfaits de tels afflux. Dans une opération de stérilisation efficace, la composante domestique de la base monétaire (réserve de banque plus monnaie) est réduite pour compenser, au moins temporairement, l'afflux de réserve. En théorie, cela peut être accompli par plusieurs moyens, tels que l'encouragement des investissements privés, ou l'accès des étrangers à l'emprunt sur le marché local.

La stérilisation compte plusieurs avantages. En effet, les opérations de stérilisation sont relativement rapides. Leur application ne nécessite pas beaucoup de temps. Par ailleurs, en offrant aux autorités un temps de recul, ces opérations leur permettent de juger si les entrées de capitaux sont de nature temporaire ou permanente et agir en conséquence. Elles peuvent aussi, à travers l'observation de l'accumulation des réserves, aider à protéger le système bancaire national des renversements brusques des flux de capitaux.

Toutefois, les opérations de stérilisation n'ont pas que des avantages. Elles peuvent être difficiles à effectuer dans la mesure où dans certains pays où les marchés de changes sont illiquides, la banque centrale n'arrive pas facilement à effectuer des opérations de stérilisation. Elles peuvent également générer d'importants coûts. En effet, si les titres émis par la banque centrale pour stérilisation sont d'imparfaits substituts aux titres nationaux, les opérations de stérilisation peuvent entraîner une augmentation des taux d'intérêt nationaux par rapport au taux international. Dès lors la banque centrale doit offrir une rémunération sur les titres de stérilisation plus importante que celle qu'elle perçoit sur les avoirs extérieurs qu'elle accumule. La stérilisation devient alors coûteuse. L'effet inverse se produit puisqu'elle prolonge les entrées de capitaux attirées par des anticipations de gains à court-terme. D'autre part, la structure de maturité de la dette publique contraint l'application des politiques de stérilisation, dans la mesure où plus la maturité des dettes émises par la banque centrale pour conduire les opérations de stérilisation est courte, plus il est facile pour les investisseurs d'échanger la dette contre des devises. Ceci crée des difficultés à la banque centrale, et peut, dans le cas d'un renversement brusque des flux de capitaux, aider à une faillite du système bancaire.

Par rapport à ces limites, la banque centrale peut intervenir d'une autre manière pour contrôler les entrées de capitaux, notamment en augmentant le taux des réserves obligatoires. Cette mesure permet l'augmentation du coût de l'intermédiation financière puisque le taux auquel sont rémunérées les réserves obligatoires est plus faible que le taux d'intérêt du marché. Pour préserver les marges, les banques transfèrent ce différentiel aux emprunteurs. L'inconvénient de cette opération réside dans le fait que les bénéficiaires de ce transfert sont soit les banques ou les marchés étrangers, soit les institutions financières et non bancaires qui échappent au contrôle des autorités monétaires. Or, augmenter les réserves obligatoires pour stériliser les flux de capitaux revient à des opérations d'*open market*. En effet, lorsque l'intérêt payé sur les réserves obligatoires avoisine le taux du marché monétaire, le coût approche de très près celui des ventes d'*open market*. Néanmoins, mettre en application ce genre de mesures s'avère

être dangereux compte tenu de la présence de nombreux problèmes bancaires.

En Corée du Sud, les ventes via l'*open market* sont accompagnées par des hausses du niveau des réserves obligatoires ou par l'accès serré au refinancement auprès de la banque centrale mais ces mesures ont des effets limités. En effet, lorsque la mobilité des capitaux est importante les opérations de stérilisation peuvent se montrer peu efficaces dans la mesure où elles peuvent être rapidement entravées par le renouvellement constant des entrées de capitaux. C'est pourquoi à long terme, il n'est pas possible que ces politiques se montrent efficaces lorsque les entrées de capitaux persistent, d'autant plus que l'efficacité de ces politiques se trouve limitée par l'objectif de change. Par exemple, en Corée, les bons de stabilisation monétaire ont été en 1992 environ de l'ordre de 20 % de M2, contre 10 % en 1986. Compte tenu des coûts du crédit élevés dans ce pays, ces bons de stabilisation, dont le taux d'intérêt est supérieur à celui du marché mondial, ont fini par attirer des capitaux étrangers au lieu de servir à stériliser les capitaux déjà présents. Ainsi, les autorités vont faire appel à des mesures supplémentaires de contrôle dont le resserrement d'accès aux banques, l'ajustement des réserves obligatoires ou le placement de dépôts du gouvernement.

La Malaisie et la Thaïlande ont eu recours à un autre moyen pour absorber les réserves en déviant les dépôts du secteur public dans les banques commerciales au profit de la banque centrale. Pour ces deux pays, l'usage de cette méthode a été très efficace pour stériliser les flux de capitaux. En Malaisie, une partie des dépôts des banques et des fonds de pension a été transférée dans un compte spécial de la Banque centrale. Mais l'augmentation du passif de cette banque entre 1989 et 1992 avait également un caractère inflationniste. Dès lors, la Malaisie a opté pour qu'une partie de ses réserves soit affectée au remboursement anticipé de la dette extérieure. La Corée et la Thaïlande ont fait de même, alors que l'Indonésie a plutôt opté pour une consolidation fiscale, où une partie des dépôts des fonds de pension est transformée en certificats de dépôt de la banque centrale.

L'expérience récente montre qu'un grand nombre de pays en voie de développement manquent d'instruments convenables pour stériliser les flux de capitaux. Avec la libéralisation de leurs marchés, ces pays découvrent souvent que les outils traditionnels de la stérilisation ne sont plus efficaces à long terme. En effet, même si ces opérations sont largement utilisées, elles posent néanmoins quelques problèmes. C'est pourquoi, une grande partie des pays ont progressivement arrêté l'utilisation des ventes *open market*. Ils ont commencé en revanche à modifier leurs politiques économiques. La Thaïlande a essayé par exemple des ajustements budgétaires, le Chili de son côté, a réduit les restrictions sur les sorties de capitaux et a introduit une flexibilité plus élevée du taux de change. La Corée a accéléré la libéralisation commerciale. L'Indonésie a tenté une nouvelle technique de stérilisation moyennant l'utilisation des swaps étrangers. Une majorité de ces pays a aussi essayé de combiner les politiques monétaires traditionnelles avec des contrôles de capitaux indirects. Les réserves obligatoires sur certaines catégories d'emprunts en devises (au Chili) ont été une des formes les plus répandues de ces contrôles.

D'après l'expérience du Chili, de l'Indonésie, de la Corée du Sud et de la Thaïlande en matière d'entrées de capitaux, il apparaît que les opérations de stérilisation classiques

éliminent certes les conséquences monétaires des entrées de capitaux par élargissement de la bande mais leur efficacité reste limitée. Les opérations de stérilisation se montrent efficaces lorsqu'elles sont accompagnées par des mesures supplémentaires tels que les contrôles de capitaux indirects.

I-2-2- Les mesures de contrôles indirects

Une grande partie des crises qui ont touché les pays émergents est due à des problèmes de liquidités, certains économistes attribuent ces problèmes de liquidité à une mauvaise allocation et une mauvaise gestion des entrées de capitaux. Compte tenu des limites des opérations de stérilisation, les pays concernés sont amenés à adopter des mesures de contrôle supplémentaires. Dès lors, ils proposent d'instaurer des mesures qui tendent implicitement à contrôler les entrées de capitaux et par conséquent à limiter les problèmes de liquidité, et à réduire l'exposition aux risques. Ces contrôles doivent être souples et modulables en fonction de la situation financière.

Les contrôles indirects sont moins discrétionnaires et plus transparents que les restrictions directes, bien qu'ils aient des inconvénients, tels que les coûts de l'administration.

Parmi ces techniques de contrôle, on peut citer :

- l'introduction de la politique d'élargissement du taux de change ;
- les contrôles de capitaux indirects tels que les dépôts variables ;
- la mise en place de lignes de crédits attachées à l'endettement en devise moyennant une taxe implicite sur les entrées de capitaux. La possibilité de rendre ces lignes de crédit obligatoire peut générer d'importants coûts qui seront couverts par cette taxe.

Le Chili en 1992, pour répondre aux importantes et persistantes entrées de capitaux de l'époque, a élargi la bande de fluctuation du taux de change de sa monnaie. Le tableau III.2 résume l'évolution de la bande de fluctuation au Chili :

Tableau III.2 : Evolution de la bande de fluctuation du peso

Année	Décision
1989	Elargissement de la bande de +/- 3% à +/- 5%
1992	Elargissement de la bande de +/- 5% à +/- 10%
1997	Elargissement de la bande de +/- 10% à +/- 12,5%
juin 1998	Rétrécissement de la bande de +/- 12,5% à +/- 2,25% (1)
septembre 1998	Elargissement de la bande de +/- 2,25% à +/- 3,5% (2)

(1) le Chili a réduit la largeur de la bande de son taux de change de $\pm 12,5\%$ à $\pm 2,25\%$, dans le but de réduire l'incertitude du taux de change, face à des sorties massives de capitaux. (2) Après un autre élargissement de la bande à +/

Source : Laurens et Cardoso (1998)

Dans la mesure où l'inflation est le principal objectif de gestion macroéconomique

(comme est le cas par exemple d'un programme de désinflation), permettre au taux de change de s'apprécier peut être la réponse optimale aux entrées de capitaux. L'appréciation des taux de change provoque une baisse des prix à l'importation, qui conduit à son tour à une baisse des pressions inflationnistes, et donc à une réduction du besoin de stérilisation des entrées de capitaux.

L'élargissement de la bande de fluctuation du taux de change, d'une part peut réduire les entrées de capitaux et exposer les spéculateurs à plus de risques de fluctuations à court terme, compte tenu de la sous-dévaluation de la monnaie à l'origine des entrées de capitaux. D'autre part, elle accorde à la banque centrale une marge de manœuvre importante lui permettant d'intervenir avec plus de liberté sur le marché de change. Cette liberté d'intervention est d'autant plus importante lorsqu'il y a un renversement soudain du comportement des spéculateurs.

Nous verrons par la suite, le choix des différents pays en matière de contrôles, en fonction de leurs politiques économiques et leurs objectifs respectifs.

I-3- La portée des contrôles sur les entrées de capitaux

Ce paragraphe étudie les actions entreprises par les différents pays ces dernières années dans le cadre de la mise en place des politiques de contrôle des entrées de capitaux. Concernant l'application des mesures de contrôles de capitaux, nous présentons pour les pays d'Amérique Latine les expériences du Chili et du Brésil, et pour les pays d'Asie du Sud Est, celles de la Malaisie et de la Thaïlande. Ces expériences sont en effet jugées pertinentes, dans la mesure où elles nous permettent par la suite d'avoir assez de recul pour pouvoir juger l'efficacité des mesures appliquées.

I-3-1- Cas des pays d'Amérique Latine

L'expérience chilienne est l'une des plus enrichissantes en matière de restrictions sur la mobilité des capitaux en Amérique Latine pendant les années quatre-vingt-dix. Ces restrictions assimilées aux contrôles ont fait partie des efforts concertés pour éviter une partie des effets de l'entrée massive de capitaux jugés déstabilisants à court terme telle que l'appréciation du taux de change réel. Ces restrictions sont fondées sur les réserves obligatoires non rémunérées que les importateurs de capitaux doivent déposer à la banque centrale. Après des années de limitation d'accès sur les marchés de capitaux internationaux, depuis le début des années quatre-vingt-dix les entrées de capitaux ont commencé à augmenter. La première réponse de la banque centrale chilienne a été d'intervenir sur le marché des changes afin d'atténuer l'appréciation du taux de change réel, en tandem avec les opérations de stérilisation. Ces opérations se sont matérialisées par des ventes d'*open market* portant sur des titres de la banque centrale et ce pour éviter les conséquences monétaires internes de l'intervention sur le marché des changes.

Toutefois, l'importance des opérations de stérilisation a engendré une augmentation du taux d'intérêt national et a alimenté à court terme une massive entrée de capitaux. Le risque est que ces entrées de capitaux s'inversent, comme pendant la crise financière au début des années quatre-vingt. Cependant à la suite de la crise asiatique, plusieurs

observateurs ont avancé que les contrôles de capitaux, et en particulier les restrictions sur les entrées de capitaux à court terme, ont contribué à réduire le degré de vulnérabilité du secteur financier domestique. L'expérience chilienne va dans ce sens. Néanmoins, d'un point de vue méthodologique il ne semble pas évident de déterminer si le fait que le Chili n'a pas été touché par des crises financières ces dernières années est lié à ces contrôles appliqués pendant cette période, et/ou si cela est simplement dû aux caractéristiques macroéconomiques du Chili.

Pendant les deux dernières décennies, le Chili a eu recours aux contrôles de capitaux à deux reprises : d'abord entre 1978-82 et ensuite à partir de 1991. Dans ces deux cas les restrictions ont pris la forme de réserves obligatoires non rémunérées sur les entrées de capitaux à court terme. L'objectif principal a été de protéger l'économie des capitaux spéculatifs et d'éviter l'appréciation du taux de change réel. En dépit de l'existence des restrictions sur la mobilité des capitaux, en 1981-82 le Chili a subi une crise financière importante. Le peso a en effet connu une dévaluation d'environ 90% et un grand nombre de banques a dû être secouru par le gouvernement. Jusqu'en 1982, les dépôts sur les emprunts au sein de la banque centrale ont été excessifs, la majorité des emprunts ont dépassé les trente six mois⁷⁰. A l'époque le Chili a mis en place des contrôles de capitaux très proches de ceux de 1991. Vers la mi 1981, comme les taux d'intérêt internationaux ont rapidement augmenté, les prix des actifs chiliens ont commencé à baisser et la demande des dépôts a connu aussi un important déclin. Quelques entreprises ont connu des difficultés à payer leurs dettes. En novembre de cette année, deux importantes banques ont dû être secourues par le gouvernement, à la suite de grandes difficultés qu'elles ont connues. A la fin de 1981, début 1982 la production s'est effondrée, les taux d'intérêt domestiques ont continué à chuter et le nombre de faillites a encore augmenté. Les réformes bancaires introduites en 1986 ont mis en place des directives strictes sur l'activité des banques et les risques qu'elles encourent. Elles ont institué un système général d'inspection sur place et ont aidé à créer un système bancaire puissant et efficace.

Le tableau III.3 permet de voir l'évolution des différentes variables macroéconomiques susceptibles d'affecter ou d'être affectées par les contrôles de capitaux :

Tableau III.3 : Evolution des variables macro-économiques au Chili

⁷⁰ en moyenne les emprunts ont eu une durée de 54 mois en 1979, 64 mois en 1980 et 60 mois en 1981.

	Taux de change réel effectif (1)	Taux de change nominal effectif (1)	Réserves de change (2)	Avoirs nets en devise (2)	Compte de capital (2)	Compte courant (3)	IDE(3)
1986	97,22	37,56	102,23	-1686,16	263,72	-1191,44	-2,50
1987	89,31	34,07	127,46	-1822,17	327,58	-734,90	-5,50
1988	84,13	37,25	160,26	-1283,01	378,58	-231,40	-15,60
1989	86,31	51,57	153,15	-719,96	478,82	-690,86	-6,60
1990	82,32	62,61	178,12	263,22	624,92	-484,61	-7,50
1991	84,54	63,62	337,03	1071,86	402,25	-97,70	-125,30
1992	89,48	70,43	528,62	1684,73	802,46	-956,90	-397,80
1993	91,60	79,91	575,79	2229,77	520,67	-2555,20	-434,20
1994	94,31	94,71	711,94	3341,75	-113,35	-1586,00	-910,70
1995	100,00	100,00	721,66	4375,96	374,11	-1349,60	-752,00
1996	103,40	99,76	746,68	5939,67	268,30	-3145,00	-1300,00
1997	113,05	105,46	564,10	8057,81	-491,95	-3668,00	-1466,00
1998	111,11	100,45	897,92	7541,57	-892,17	-4008,00	-1662,00
1999	105,37	93,67	896,66	9738,79	-767,22	-301,00	-2785,00
2000	106,03	93,10	864,43	10518,00	-624,50	-1078,00	-3985,00
2001	96,62	83,97	930,24	10406,40	350,56	-1241,20	-1431,50

(1) lorsque le taux de change augmente il s'apprécie et inversement (2) en milliards de peso chilien (3) en millions de dollars

Source : Base de données du FMI (2003)

Au début des années quatre-vingt-dix, les autorités chiliennes se sont intéressées à l'augmentation des flux de capitaux dans le pays. Pour plusieurs raisons, dont l'effet du taux de change réel sur le secteur financier, les autorités ont décidé de restreindre les entrées de capitaux à travers plusieurs mécanismes. Les prêteurs étrangers qui veulent accéder aux devises se trouvent alors face à des restrictions supplémentaires sous forme d'échéances minimums et de taux d'intérêt maximum. Les emprunts dont la maturité est inférieure à vingt quatre mois sont interdits, et ceux dont la maturité est comprise entre vingt quatre et trente six mois sont sujets à des réserves obligatoires non rémunérées allant de 10 à 25 % de la valeur de l'emprunt. Ces réserves obligatoires sont déposées à la banque centrale pour la durée totale de l'emprunt. Mi 1991, les autorités ont décidé d'agir pour décourager à court terme les entrées de capitaux supposées être particulièrement volatiles. Le Chili a opté pour la forme de « intérêt zéro » associé aux dépôts de réserves en dessous du seuil des *Unremunerated Reserve Requirement* URR (les réserves obligatoires non rémunérées). Des fonds équivalents à un pourcentage de la somme investie au Chili sont déposés dans un compte non rémunéré à la banque centrale du Chili par les investisseurs étrangers : le fait de renoncer à ces intérêts est une taxe "implicite". Certains investisseurs choisissent de payer à la banque centrale l'équivalent de ces intérêts sans placer l'argent en banque : ces investisseurs paient une taxe explicite.

La première application de cette taxe est apparue en juin 1991 lorsque les autorités

ont mis en place un taux de 20 % des réserves obligatoires non rémunérées pour une période d'une année. Ces restrictions ont répondu à la tentative des autorités pour équilibrer deux objectifs économiques : réduire l'inflation et limiter l'appréciation du taux de change en terme réel. En effet, en mettant en place le système des réserves obligatoires non rémunérées, les autorités ont espéré diminuer l'appréciation du taux de change réel et en même temps maintenir un différentiel du taux d'intérêt élevé. Ce niveau élevé du différentiel doit à son tour aider à atteindre l'objectif de lutte contre l'inflation. En présence d'une politique efficace, on s'attend à une réponse du taux de change réel aux flux de capitaux moins prononcée qu'en période de contrôle.

Avec l'introduction de cette taxe sur les entrées de capitaux, la banque centrale a considérablement réduit ses interventions stérilisées dans l'espoir de voir baisser les taux d'intérêt réels et de renforcer ainsi l'efficacité des contrôles de capitaux. Les contrôles ont initialement eu beaucoup de succès en matière de réduction du volume et de l'échéance des entrées de capitaux. Cependant, en 1992, les entrées de capitaux ont repris, et en mai de cette année les réserves obligatoires sont passées à 30 %. S'il y a un important débat sur l'efficacité de ces contrôles de capitaux, il demeure cependant vrai que le volume des entrées est resté en dessous des niveaux prévalant la mise en place des contrôles de capitaux. En outre, la composition des flux de capitaux apparaît moins orientée vers de courtes échéances.

Après la crise asiatique de 1997-98, l'expérience chilienne en matière de contrôle de capitaux a suscité plus d'intérêt. En effet, désormais plusieurs économistes voient en la taxe chilienne une solution à court terme permettant de maintenir la stabilité macroéconomique interne et la recommandent par conséquent aux pays touchés par la dite crise. Au Chili, cette taxe a permis de réduire la maturité des entrées de capitaux et de maintenir les taux d'intérêt à des niveaux ciblés.

Certains pensent que l'approche chilienne sur les mouvements de capitaux est efficace pour réduire la vulnérabilité du pays en périodes de spéculation, ainsi que l'effet des entrées massives de capitaux sur le taux de change réel. En se référant à l'étude de Valdes-Prieto et Soto (1996), ces restrictions modifient la composition des entrées de capitaux puisqu'elles découragent les entrées à court terme, mais n'ont pas d'effets significatifs sur le volume global de ces entrées. Pour Ulan (2000), le système des réserves obligatoires non rémunérées décourage les entrées de capitaux en augmentant le coût de l'investissement dans le pays adoptant ce système. Lorsqu'il y a des réserves obligatoires non rémunérées et pas de différentiel de prime de risque sur la monnaie domestique, exiger que les investisseurs étrangers déposent une somme prédéterminée à la banque centrale pour une période fixe peut amener les fonds étrangers à circuler au sein de l'économie si cette relation est vérifiée :

$$I_d > I_f + E \square e + r$$

Avec :

Id	le taux de l'intérêt domestique
If	le taux d'intérêt étranger
$E \square e$	l'anticipation du taux de change de la monnaie domestique
r	le pourcentage du coût des réserves obligatoires non rémunérées correspondant à toute la durée planifiée de l'investissement

Dans le cas contraire, on a une augmentation de r de l'écart entre les taux de l'intérêt domestiques et étrangers. Le dépôt doit être maintenu pour une année. Comme le coût du dépôt est un coût fixe, plus longue est la durée de l'investissement étranger au Chili, plus petite sera l'addition du pourcentage au coût annuel de l'investissement. Ainsi adopter le système des réserves obligatoires non rémunérées décourage plus les investissements à court terme que ceux à long terme.

Le Brésil a connu, vers la mi 1994, un taux d'inflation très élevé de l'ordre de 2000 % par an. Face à cette inflation, le Brésil a mis en place un plan de stabilisation (Plan Real) qui a ancré la nouvelle monnaie brésilienne (le real) au dollar américain. Le plan Real est venu accentuer le différentiel d'intérêt en faveur du Brésil dans un contexte où les autorités visent à limiter l'appréciation de la monnaie domestique, ainsi que le coût lié à la stérilisation des entrées de capitaux. Le resserrement de la politique monétaire a brusquement fait baisser l'inflation et a assuré la stabilité du taux de change nominal relatif, conduisant ainsi à une massive entrée des capitaux. Pour maîtriser ces entrées, les autorités brésiennes ont alors décrété une série de mesures de contrôle au début de 1994, parmi lesquelles :

- une augmentation de 3 à 7 % de la taxe payée par les firmes brésiennes en contrepartie de l'émission internationale d'obligation ;
- la mise en place d'une taxe de 1 % sur les achats d'actions brésiennes par les non-résidents ⁷¹ ;
- l'augmentation de la taxe sur les investissements à revenu fixe effectués par les non-résidents ⁷² de 5 à 9 %.

Ces taxes sont plus lourdes à supporter par les investisseurs étrangers que de garder des obligations pour des périodes relativement courtes. Parallèlement à l'introduction des contrôles strictes sur les capitaux, la banque centrale brésilienne a aussi intensifié ses interventions en politique de stérilisation, qui à leur tour ont augmenté les taux d'intérêt réels.

Les contrôles de capitaux mis en place par les autorités brésiennes ne semblent pas avoir eu les effets escomptés, en comparaison avec les autres pays émergents, quant à la limitation du volume ou le changement de la composition des flux de capitaux. Bien qu'il soit difficile de déterminer le volume des flux de capitaux concerné par ces mesures, les opérations de stérilisation sur le marché financier brésilien sont souvent sujets à des reproches concernant leur incapacité à déterminer l'efficacité des mesures visant à décourager les entrées de capitaux.

⁷¹ cette taxe a été éliminée en mars 95 dans le but de décourager les entrées de capitaux à la veille de la crise mexicaine

⁷² comme les entrées de capitaux ont diminué à la veille de la crise mexicaine, le Brésil a allégé, voire même éliminé certaines restrictions sur les entrées en mars 95 suivi plus tard par une libéralisation des contrôles sur les entrées en 1996

I-3-2- Cas des pays d'Asie du Sud Est

A partir de 1995, les autorités thaïlandaises ont instauré des mesures de contrôle pour faire face aux entrées massives de capitaux. Ces mesures ont porté essentiellement sur l'augmentation des réserves obligatoires non rémunérées détenues par la banque centrale en contrepartie des comptes en monnaie domestique détenus par des non-résidents de 5 à 7 %.

Ce système n'a pas pu empêcher la crise de 1997, après laquelle les autorités thaïlandaises ont mis en place un système de contrôle de capitaux qui tend à réduire l'accès des spéculateurs internationaux aux crédits en baht. Les principales mesures suivantes ont été adoptées :

- restreindre les transactions des institutions financières avec les non-résidents ⁷³ ;
- les investisseurs en actions ne peuvent plus rapatrier leurs fonds en baht ;
- les non-résidents doivent utiliser le marché *onshore* pour les transactions en baht.

La Malaisie est l'un des premiers pays à avoir connu une massive entrée des capitaux au début de 1989 lorsque les investissements directs étrangers ont brusquement augmenté. Face à son impact sur le taux de change et sur l'activité économique, la banque centrale de la Malaisie (Negra) a adopté une politique de stérilisation, à travers les ventes d'*open market* de bons de trésorerie et de monnaie centrale et a aussi choisi d'augmenter ses réserves obligatoires. Un resserrement du différentiel du taux d'intérêt domestique – étranger, en tandem avec une prévision d'une appréciation imminente du ringgit pendant la fin de 1993 a alimenté à court terme ces entrées, en particulier les dépôts bancaires de ringgit. Ces entrées de capitaux sont considérées par les autorités en Malaisie comme des capitaux spéculatifs. En janvier 1994, les autorités ont répondu par l'imposition de mesures destinées à restreindre les entrées, et dont la majorité sont annoncées comme étant temporaires. Parmi ces mesures, nous citons :

- le plafonnement des avoirs bancaires et des investissements en devises ;
- l'interdiction aux résidents de vendre des instruments monétaires de court terme à des non-résidents ;
- l'exigence des réserves obligatoires en ringgit ;
- l'interdiction aux banques commerciales d'entreprendre des transactions d'échange avec les non-résidents.

En 1998, après la crise asiatique, les autorités malaises ont décidé d'instituer des mesures de contrôle destinées d'une part, à restreindre l'accès au marché *offshore* du ringgit aux spéculateurs et voire même l'éliminer et d'autre part, à prévenir les sorties massives de capitaux aussi bien par les résidents que par les non-résidents.

Outre les mesures prises en 1994, les autorités ont obligé les non-résidents à attendre douze mois avant de convertir en devises le produit de la vente des titres malais.

⁷³ Cette mesure a été supprimée à partir de juin 1997 et remplacée en février 1999 par un système de prélèvement sur les sorties de capitaux, et ce dans le but d'inciter les investisseurs de portefeuille à avoir

une vision de long terme de leurs opérations. Ceci permettra d'instaurer une stabilité économique tout en permettant une libre circulation des capitaux.

D'autres pays, comme l'Indonésie, le Mexique et les Philippines, ont imposé des limites sur les emprunts à l'étranger, sur les situations bancaires nettes et sur les avoirs bancaires en devise. Ce type de mesures peut être stimulé en grande partie par les aspects prudeniels, ou simplement par un désir de limiter les entrées de capitaux

Au cours des années quatre-vingt-dix, plusieurs pays, notamment le Chili et la Malaisie ont pris avec succès des mesures temporaires pour décourager les entrées et sorties de capitaux à court terme de nature spéculative. Ces politiques permettent d'atteindre deux objectifs : redonner des marges de manœuvre aux politiques économiques moins soumises à la contrainte extérieure ; et stabiliser le taux de change et éviter sa surévaluation, cause de ralentissement économique.

Qu'en est-il de l'efficacité de ces mesures de contrôles mises en place par les différents pays ?

II- L'efficacité des contrôles sur les entrées de capitaux

Nous avons vu précédemment que toutes les mesures de contrôles de capitaux ont été mises en place d'une part, dans le but de freiner les entrées de capitaux et réduire l'appréciation du taux de change et d'autre part, à travers la stérilisation, afin de compenser les conséquences monétaires, notamment les conséquences inflationnistes des entrées de capitaux. Ces objectifs peuvent être atteints à travers l'impact des contrôles sur le système financier. Le tableau III.4 regroupe les principaux effets des contrôles de capitaux des années quatre-vingt-dix :

Tableau III.4 : Les principaux effets des contrôles de capitaux

	t - 1	t (1)	t + 1	t + 2
Compte de capital (en % du PIB)				
Brésil (août 1994)	2,4	2,5	4,7	nd (2)
Chili (juin 1991)	10,0	2,4	6,8	6,1
Malaisie (janvier 1994)	17,2	2,1	7,9	nd
Capitaux à court terme (en % du PIB)				
Brésil	0,2	-0,1	1,3	nd
Chili	3,2	-0,7	3,8	1,6
Malaisie	8,6	-4,6	-0,7	nd
Taux d'intérêt réel ex post (en % annuel)				
Brésil	7,1	21,1	26,0	10,6
Chili	22,0	11,2	10,6	11,0
Malaisie	8,0	2,6	2,0	nd
Taux de change réel (variation en %)				
Brésil	11,9	34,1	nd	nd
Chili	-2,6	5,4	10,7	-2,1
Malaisie	-0,4	-3,2	0,4	nd
(1) t représente l'année où les mesures de contrôle ont été introduites, t-1 correspond à l'année d'avant, t+1 et t+2 correspondent respectivement à 1 et 2 deux années après ;. (2) nd indique que les données sont non disponibles				

Source : Données du FMI citées dans Reinhart et Smith (1998), Allegret (2000)

En se référant à ces effets, trois variables macroéconomiques sont en jeu : le taux de change, les entrées totales de capitaux et le différentiel du taux d'intérêt. L'efficacité des contrôles de capitaux est ainsi testée empiriquement sur chacune de ces variables :

quel est l'effet de ces mesures de contrôle sur le total des flux de capitaux enregistré 1. dans la balance des paiements ?

quel est l'impact de ces mesures de contrôle sur le comportement du taux de change 2. en présence d'entrées de capitaux ?

y-a-t-il un effet significatif de ces mesures de contrôle sur les différentiels des taux d'intérêt ? 3.

II-1- L'impact sur le volume des flux de capitaux

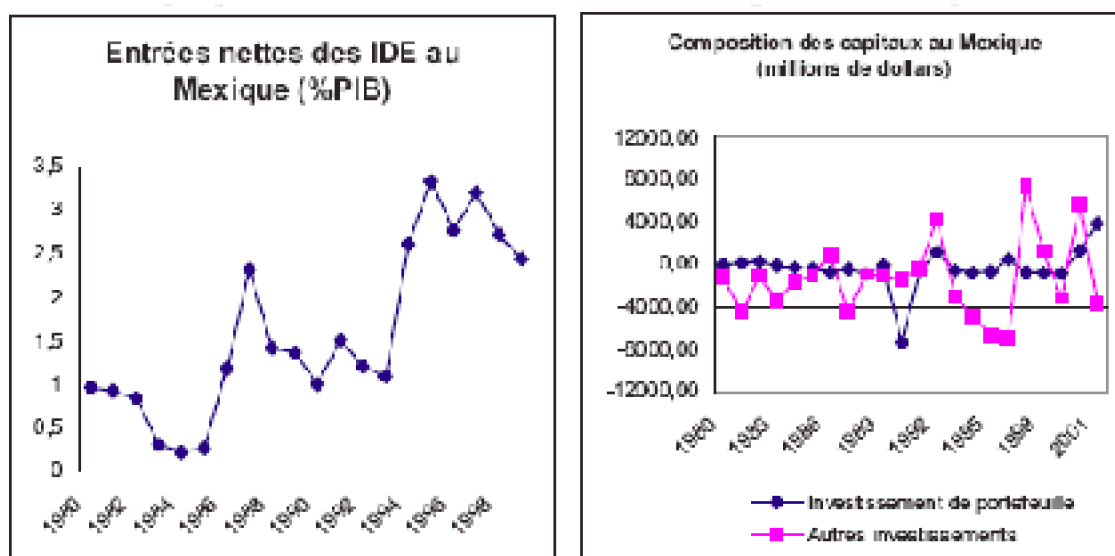
Le tableau III.4, montre que les contrôles de capitaux affectent le compte de capital et les capitaux à court terme. En effet la réduction des entrées de capitaux se traduit généralement par une réduction du volume et de la maturité de ces capitaux.

Folkerts-Landau et Ito (1995) considèrent que les contrôles de capitaux affectent la composition des entrées de capitaux dans le sens attendu. Ainsi, l'effet immédiat du contrôle est de réduire le volume des entrées, mais cet effet s'estompe avec le temps. Au Chili, on observe que tout de suite après la mise en place des contrôles de capitaux (en 1982, 1985 et 1992) et pendant quelques mois, voire même une année, le volume des

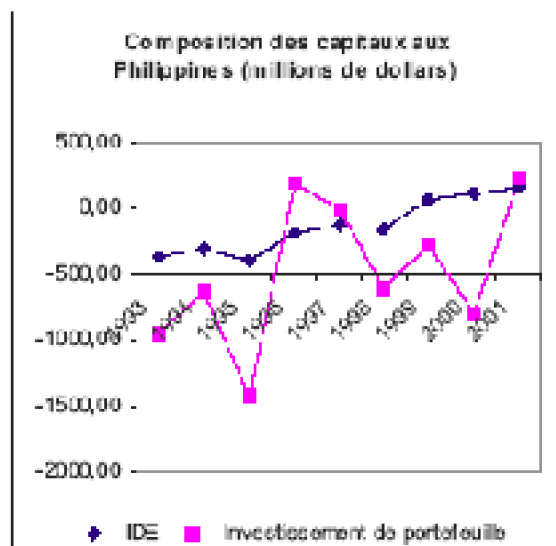
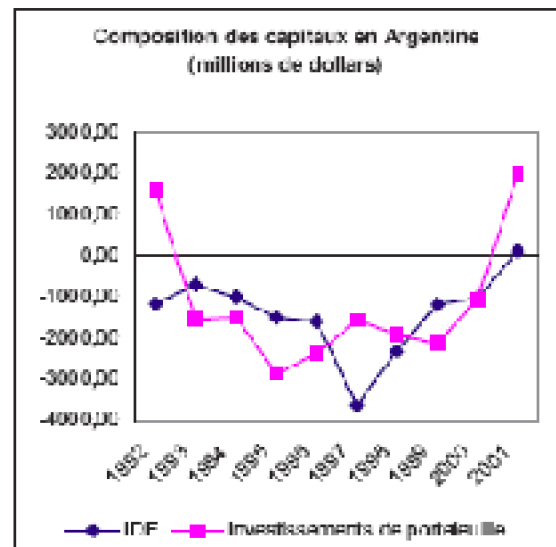
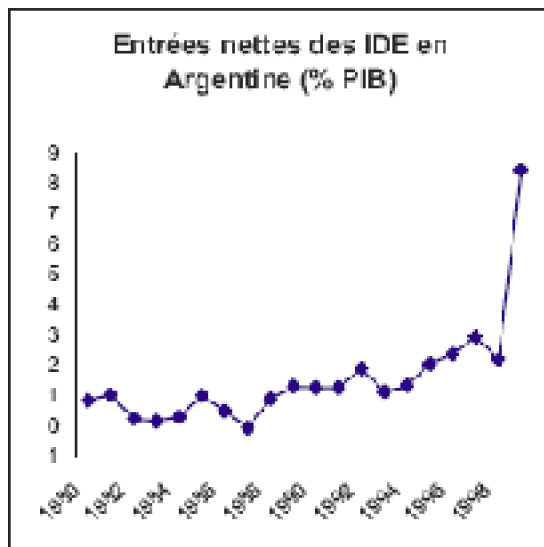
flux de capitaux a diminué, mais cela s'est rapidement dissipé.

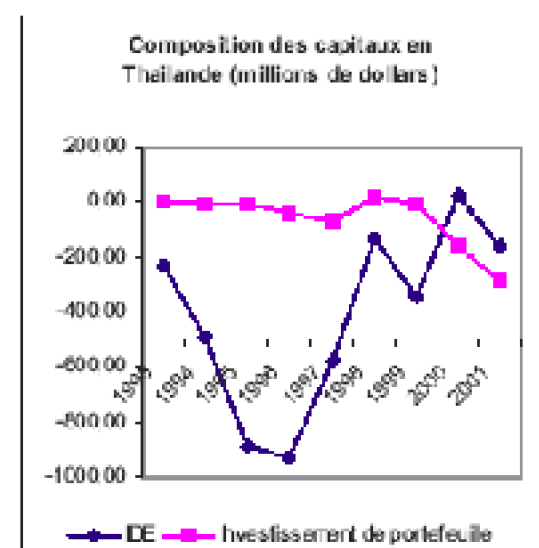
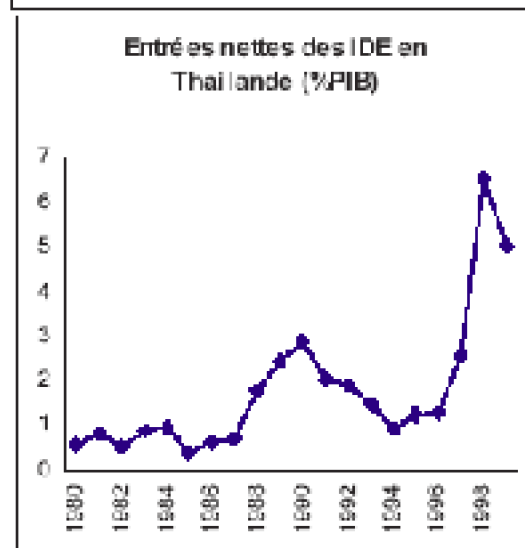
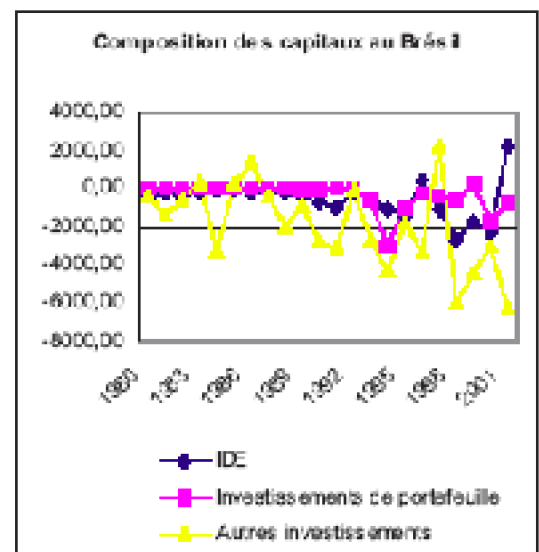
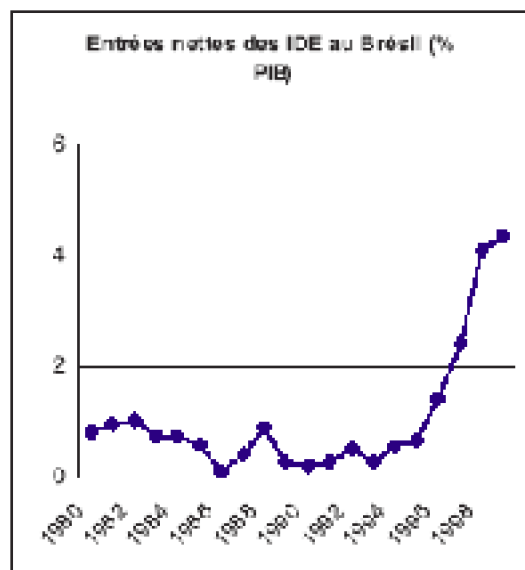
De manière similaire, l'année 1995 a été marquée au Brésil par une chute du volume des flux de capitaux, mais cet effet n'a duré qu'une année. La même observation s'impose pour la Malaisie et le Mexique où la baisse des entrées de capitaux ne s'est pas maintenue plus de trois ans. Soto (1997), Laurens et Cardoso (1998) trouvent qu'à moyen et long terme il n'y a pas d'effets systématiques ou statistiquement significatifs sur le total des entrées de capitaux. Toutefois, d'autres études, notamment Cardoso et Glodfjan (1997) ont permis de montrer que les contrôles peuvent affecter la composition des entrées de capitaux (essentiellement les IP et les IDE). Le graphique III.3 montre l'évolution de la composition des entrées de capitaux depuis 1980, en la comparant à l'évolution des entrées nettes de capitaux.

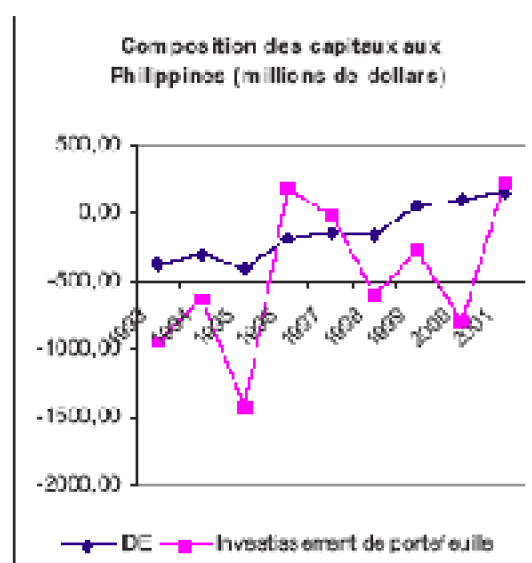
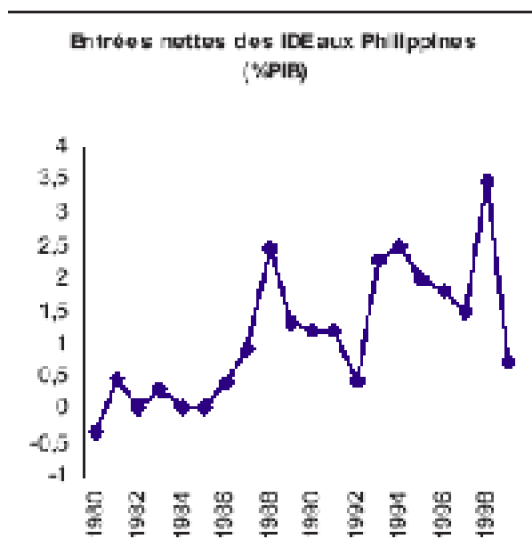
Il ressort de ce graphique qu'au Mexique, à partir de 1994, la part des investissements directs étrangers dans le PIB a nettement augmenté, alors que le volume des investissements de portefeuille est resté stable et n'a augmenté qu'à la fin de 1998 au détriment des autres investissements. Il est à noter cependant que les IP représentent une nouvelle forme des entrées de capitaux dans ces pays.

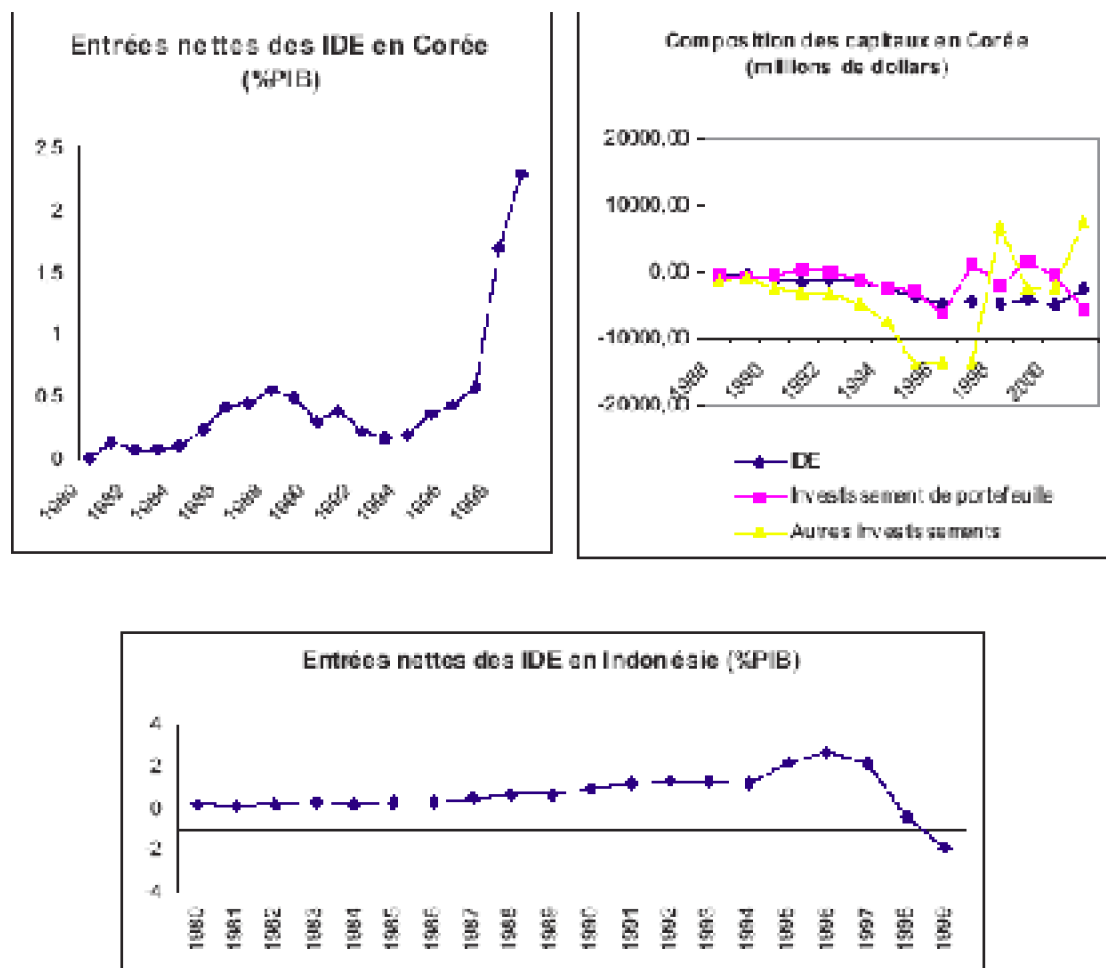


Graphique III.3 : Entrées nettes des IDE et composition des capitaux









Source : Données statistiques de la banque mondiale (2001)

Jusqu'à la fin des années quatre-vingt, les autres investissements constituaient la forme dominante des entrées de capitaux. Par la suite, à partir de 1991, en Argentine, comme au Mexique et à moindre degré au Brésil, les IP sont devenus de loin la forme d'investissement la plus dominante. Quant aux IDE, leur importance varie d'un pays à l'autre, mais dans tous les pays, ils ont eu tendance à augmenter ces dernières années.

Cette augmentation des IDE par rapport aux autres types d'entrées de capitaux reflète généralement un engagement de long terme dans le comportement des investisseurs dans le pays hôte. La hausse des IDE peut aussi être expliquée par la baisse des taux d'intérêt internationaux par rapport aux taux d'intérêt domestiques (graphique III.5).

Dans cet esprit, d'après l'expérience brésilienne, la majorité des mesures appliquées pendant les années quatre vingt-dix n'avaient pas réduit les flux de capitaux, mais en ont changé la composition. Les contrôles de capitaux ont en effet favorisé davantage les

entrées de capitaux sous forme d'investissements directs étrangers compte tenue de la stabilité dont ils ont fait preuve, en comparaison aux investissements de portefeuille jugés plus volatils. Il est possible de voir aussi que par exemple au Chili, malgré une légère baisse du total des flux de capitaux en 1989, les flux nets d'investissements directs étrangers ont largement augmenté. Parallèlement, le niveau des investissements de portefeuille a baissé. Ceci pourrait être attribué au changement de la composition des flux de capitaux à la suite de la mise en place des contrôles.

D'après le graphique III.3, à l'exception de l'Argentine et de la Thaïlande où les avoirs en investissements directs étrangers sont inférieurs aux avoirs en investissements de portefeuille, pour les autres pays, les IDE ont de loin dépassé, ces dernières années, les IP qui n'ont cessé de chuter. Cela implique que la composition des investissements a tendance à changer ces dernières années en faveur des investissements directs étrangers, et que les investissements de portefeuilles sont plus volatils.

Valdes-Prieto et Soto (1996) montrent les effets du contrôle sur la maturité des entrées de capitaux en considérant le cas du Chili. Ils calculent une taxe implicite équivalente aux URR, et étudient son effet sur plusieurs variables, dont le taux de change réel. Le taux d'imposition de cette taxe n'est pas forfaitaire, mais dépend de la maturité du prêt. Pour un prêt de 180 jours, la taxe implicite annuelle varie entre 1,29 et 4,53 %. En revanche sur des fonds à long terme. Elle est proportionnelle à la maturité des prêts. Plus les prêts sont de longue maturité, plus les intérêts payés sont faibles. Ainsi les restrictions découragent les entrées de capitaux à court terme, mais n'affectent pas le volume total des entrées de capitaux. Le tableau III.5 recense le montant total des prêts et donne en pourcentage la part des prêts à court et à long terme entre 1988 et 1996.

Tableau III.5 : La maturité des entrées de capitaux bruts au Chili

Année	Prêts à court terme (%)	Prêts à long terme (%)	Total des prêts (en millions de dollars)
1988	96,3	3,7	951,402
1989	95,0	5,0	1529,717
1990	90,3	9,7	1864,568
1991	72,7	27,3	717,313
1992	28,9	71,1	779,269
1993	23,6	76,4	674,609
1994	16,5	83,5	981,274
1995	6,2	93,8	1121,504
1996	3,2	96,8	2109,710

Source : Edwards (1998)

Le tableau III.5 montre qu'à partir de 1992 les tendances se sont inversées. En effet, la part des prêts à long terme dans le total des prêts est passée de 27,3 % en 1991 à 71,1 % en 1992, et celle des prêts à court terme respectivement de 72,7 % à 28,9 %. Depuis, la part des prêts à long terme continue à augmenter et dépasse celle des prêts à court terme. Cette dernière a atteint en 1996, 3,2 % du total des prêts. Ces données montrent aussi qu'à l'exception d'un déclin en 1993, le volume total des entrées de capitaux

continue à augmenter.

Dans le tableau III.6 qui regroupe pour les autres pays le montant de la dette totale en millions de dollars américains et la part des prêts à court terme, les résultats sont loin d'être satisfaisants comme pour le cas du Chili.

Tableau III.6 : Maturité de la dette

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Argentine (en milliard de dollars)								
Dette totale	68,35	64,72	75,14	98,80	111,42	128,41	141,55	147,88
Dette à CT (1)	23,5	13,3	9,5	21,5	21	24,9	21,8	21,3
Brésil (en milliard de dollars)								
Dette totale	128,74	143,84	151,21	159,07	181,10	198,55	244,83	244,67
Dette à CT	18,7	21,3	20,8	19,2	19,6	17,4	12,3	12,1
Chili (en millions de dollars)								
<i>Dette totale</i>	19133,7	20636,9	24728,4	25562,2	27403,9	31443,1	36321,0	37762,1
Dette à CT	16,8	20,0	26,0	27,2	25,5	31,5	21,3	14,5
Indonésie (en milliard de dollars)								
Dette totale	88,00	89,17	107,82	124,40	128,94	136,17	150,88	150,10
Dette à CT	20,5	20,2	18,1	20,9	25,0	24,1	13,3	13,3
Corée (en millions de dollars)								
Dette totale	51,40	53,70	58,20	56,80	64,50	114,00	128,10	136,00
Dette à CT	7,8	7,4	5,2	4,7	2,9	1,8	1,1	1,5
Malaisie (en millions de dollars)								
Dette totale	20017,9	26148,5	30335,9	34342,6	39673,3	47228,2	44769,2	45939,4
Dette à CT	18,2	26,6	20,4	21,2	27,9	31,6	19,3	16,4
Mexique (en milliard de dollars)								
Dette totale	112,31	131,73	140,19	166,87	157,50	148,70	159,78	166,96
Dette à CT	21,8	27,5	28,1	22,3	18,9	18,7	16,5	14,4
Philippines (millions de dollars)								
Dette totale	33005,0	35936,1	39411,6	37829,2	40145,0	45681,8	4793,1	52021,5
Dette à CT	15,9	14,0	14,5	14,0	19,9	25,8	15,0	11,0
Thaïlande (milliard de dollars)								
Dette totale	41,86	52,72	65,60	100,09	107,78	109,73	104,94	96,34
Dette à CT	35,2	42,9	44,5	44,1	39,5	34,5	28,3	24,3
La dette à court terme (Dette à CT) est calculée en pourcentage par rapport à la dette totale La partie en couleur correspond à la période avec les contrôles de capitaux								

Source : A partir de World debt table, World development indicators (2001), Banque Mondiale (2000) et (2001)

D'après ce tableau, on remarque en effet, qu'avec les restrictions sur les entrées de capitaux, la part des prêts à court terme ne diminue pas automatiquement. Aux Philippines par exemple, elle a augmenté et n'a commencé à diminuer que quatre ans plus tard. Pour les autres pays, la baisse observée est très faible, mais cette baisse s'est accélérée dans tous les pays en 1998, cela peut être attribué aux conséquences de la

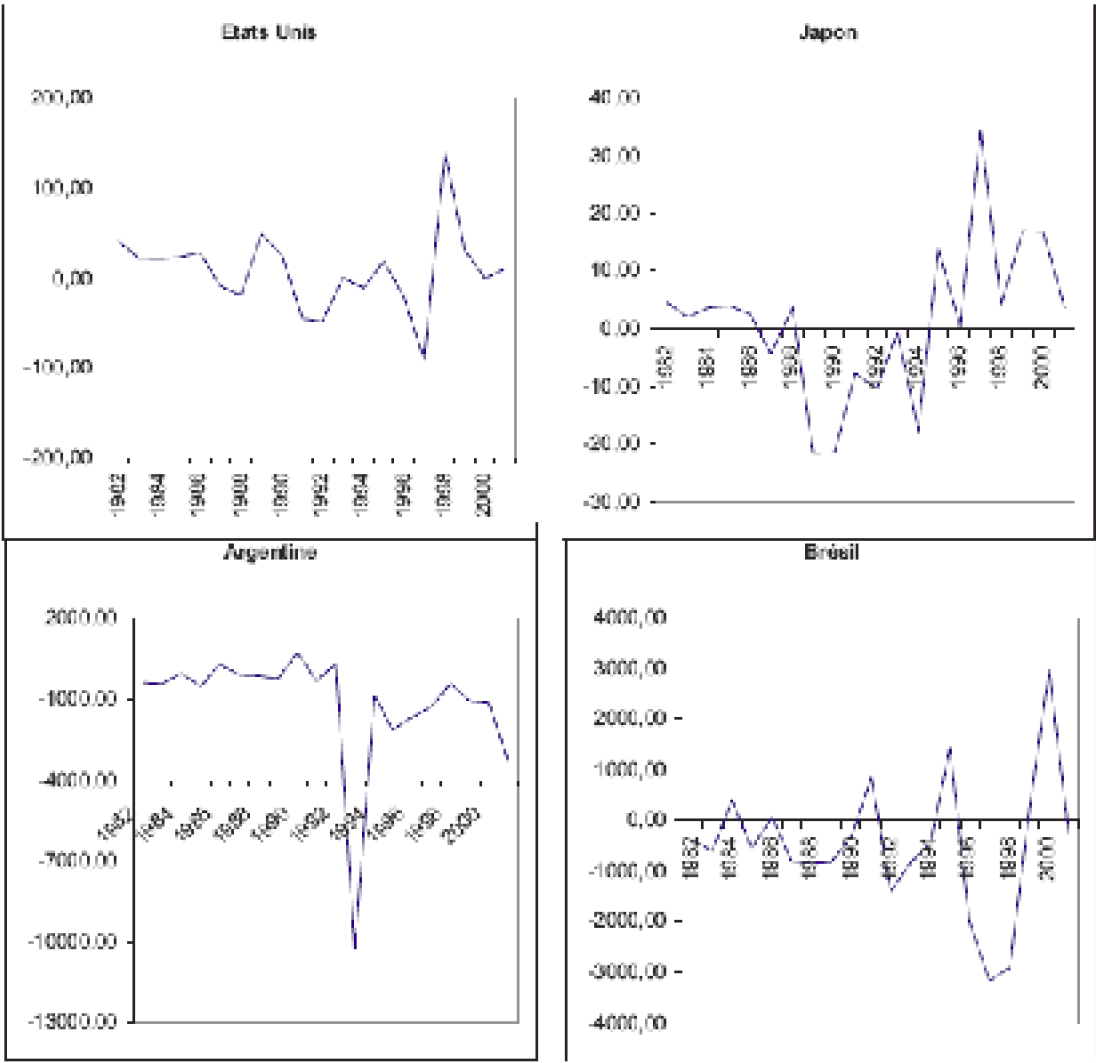
crise asiatique de 1997. Quand au volume total de la dette, aucune diminution particulière n'a été observée, bien au contraire, il augmente d'année en année jusqu'en 1997.

Il est assez difficile d'évaluer empiriquement l'efficacité de ces contrôles. Les agents économiques peuvent en effet être très créatifs en matière de moyens nécessaires pour activer les flux internationaux de capitaux et contourner ainsi les contrôles. Dans les pays qui ont instauré des obstacles sur la mobilité des capitaux, le secteur privé a traditionnellement eu recours à une sur-facturation des importations et une sous-facturation des exportations afin d'éviter les contrôles légaux sur les flux de capitaux. Ainsi, les flux réels de capitaux dépassent de loin les mouvements de capitaux légalement prévus. Par conséquent, et d'après plusieurs études ⁷⁴, dans les pays où les capitaux ont fait l'objet de contrôle, l'approche traditionnelle fondée sur les obstacles légaux peut générer des résultats trompeurs. D'après le graphique III.4 qui retrace l'évolution du compte erreurs et omissions nettes, on remarque que l'évolution de ce compte diffère entre les pays d'Amérique Latine et les pays d'Asie du Sud Est. En effet, en Corée à partir de la fin de 1996 et jusqu'en 1998, une importante baisse du niveau de ce compte a été constatée, mais à partir de 1998 ce compte a rapidement gonflé. Aux Philippines, en revanche après une importante hausse en 1997, mais qui n'a pas pu atteindre le niveau prévalant jusqu'en 1996, le compte erreurs et omissions nettes a enregistré une baisse pendant les deux années qui ont suivi.

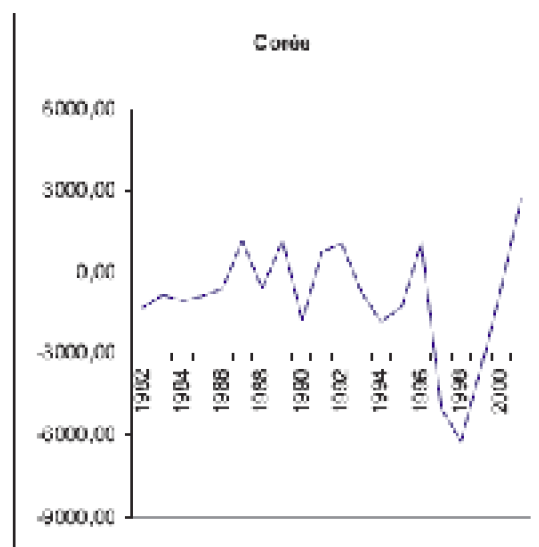
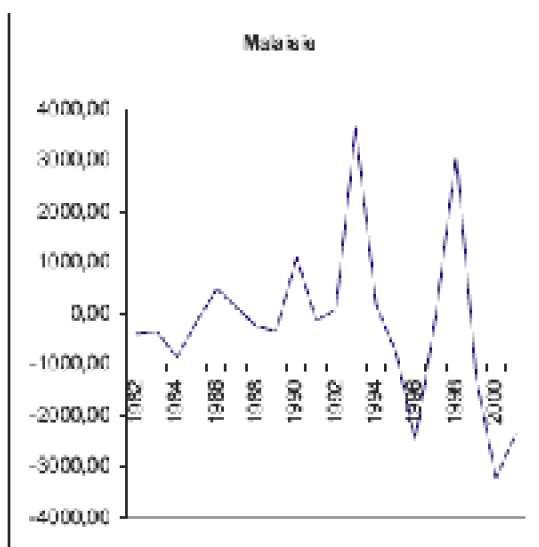
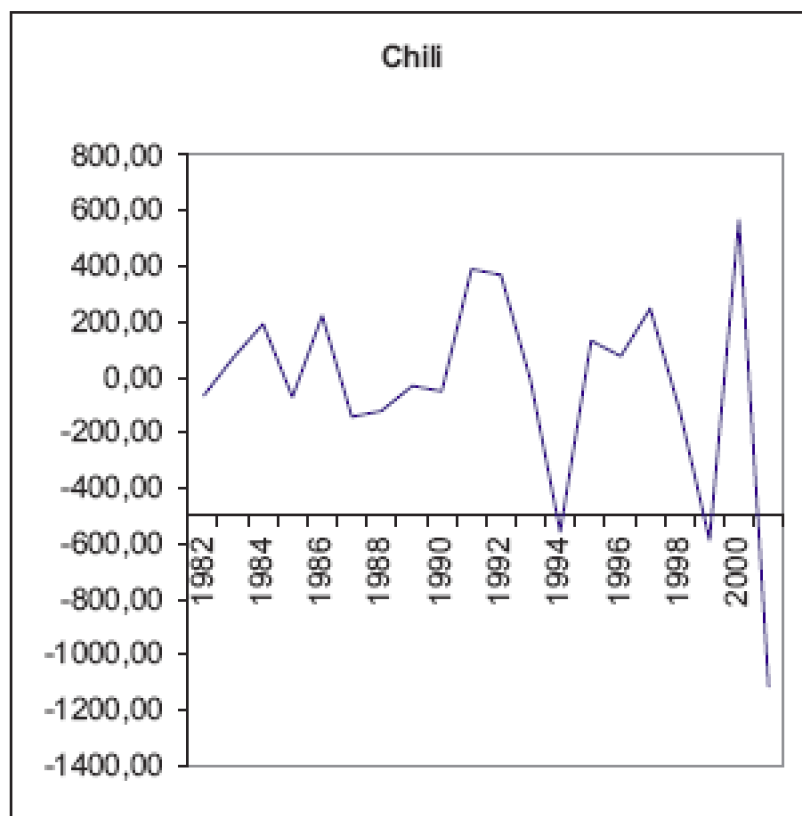
En Thaïlande, le mouvement oscillatoire marquant a débuté en 1996 et pendant les deux années qui ont suivi, il y a eu plusieurs mouvements extrêmes. Contrairement à la baisse enregistrée en 1996 et 1998, le compte erreur et omissions nettes a gonflé en 1997 et en 2000. Il est à rappeler qu'en 1997 la Thaïlande a connu une crise monétaire qui a accéléré la fuite des capitaux et ceci peut éventuellement expliquer cette augmentation. En Indonésie, c'est le schéma inverse à celui de la Thaïlande qui s'est produit. En effet, entre 1997 et 2000 l'Indonésie a connu une hausse du compte erreurs et omissions nettes. Parallèlement, le compte erreurs et omissions nettes japonais a connu en 1996, 1998 et 2000 une augmentation pouvant ainsi expliquer la fuite des capitaux du Japon vers les marchés émergents et en l'occurrence vers les pays d'Asie du Sud Est. Alors qu'aux Etats Unis, à partir de 1998 et jusqu'en 2001 ce compte n'a cessé de baisser.

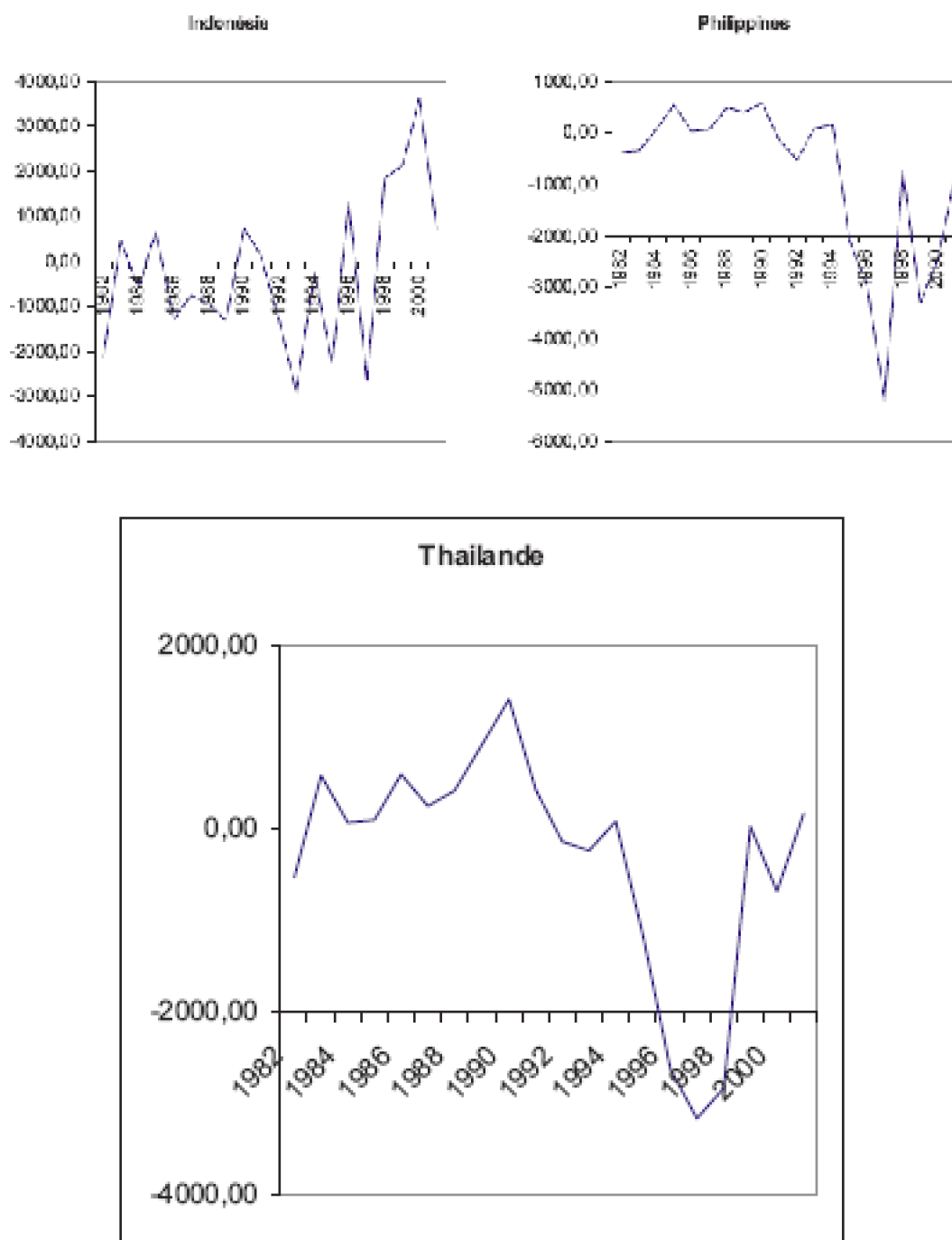
Le poste "erreurs et omissions" tend généralement à augmenter après l'introduction d'un contrôle. C'est ce qui a été observé au Chili en 1992 et au Brésil à la fin de 1994. Toutefois, ces hausses n'ont pas été maintenues tout au cours des années qui ont suivi. En effet, ce n'est qu'à partir de 1998 que ce poste a commencé à gonfler de manière importante pour l'Argentine, le Chili et le Brésil après de fréquentes variations tout au long de la décennie. Cette hausse n'a duré que deux années puisqu'à partir de 2000, les tendances se sont inversées. Au Mexique, en revanche c'est uniquement en 1996 et 1999 que le compte erreurs et omissions nettes a gonflé mais a commencé à baisser pendant 1997 et 1998.

⁷⁴ Edwards et Khan (1985)



Graphique III.4 : Compte erreurs et omissions nettes (milliards \$EU)





Source : Base de données du FMI (2003)

II-2- L'impact sur le taux de change

L'objectif des contrôles de capitaux est d'arriver à réduire l'appréciation du taux de change réel. Plusieurs études ont été faites pour montrer l'impact des contrôles sur le taux de change.

Certains économistes tels que Cowan et De Gregorio (1997)⁷⁵ ont remarqué que l'augmentation de l'inflation et la pression sur le taux de change liée aux entrées de capitaux ont conduit les autorités monétaires à introduire des contrôles de capitaux spécifiques. Comme il a été déjà mentionné, avec la mise en place des contrôles, les autorités escomptent une diminution de l'appréciation du taux de change réel. Or d'après les données suivantes, il apparaît que pour le Chili, la baisse du taux de change n'a eu lieu qu'en 1993, en 1999 et en 2001. La plus importante a été celle de 1999 puisque le taux de change réel est passé de 111,11 à 105,37. En Malaisie, 1998 a été marquée par une baisse importante du taux de change puisqu'il est passé de 103,31 en 1997 à 82 en 1998 en terme réel, traduisant ainsi une appréciation de la valeur de la monnaie. En effet, pour stopper la dépréciation du taux de change en Malaisie, les autorités ont eu recours aux contrôles de capitaux. Pour les Philippines, un passage du taux de change effectif réel de 108,77 à 88,71 a été enregistré entre 1997 et 1998. Ceci montre que c'est bien après la mise en place de ces restrictions que les résultats en matière du taux de change se sont fait ressentir et encore cette baisse n'est que temporaire (données du tableau III.1). Toutefois, il est important de signaler qu'à cette époque, plusieurs variations de fondamentaux sont expliquées par la crise asiatique de 1997.

Pour le cas du Chili, sous une politique efficace, on peut prévoir une réponse moins prononcée du taux de change réel aux nouveaux flux de capitaux, c'est à dire que l'effet des entrées de capitaux sur le taux de change réel est moins important, ce qui traduit une efficacité des contrôles de capitaux à diminuer l'appréciation du taux de change réel. Au Chili, les contrôles de capitaux ont plutôt éliminé l'appréciation de la monnaie.

Pour évaluer l'efficacité des contrôles sur les entrées de capitaux et son impact sur le taux de change réel, Edwards (1998) a utilisé deux méthodes. Dans la première, il a utilisé des données trimestrielles et les a testées par un modèle VAR pour des périodes avec et sans contrôles. Il a testé la réponse du taux de change réel aux innovations des entrées de capitaux. Sous une politique efficace, on s'attend à ce que la réponse du taux de change réel soit moins prononcée en période de contrôles. Dans la seconde, Edwards a testé la réaction à un choc de la taxe équivalente entre 1987 et 1996. Il a divisé la durée d'observation en deux périodes : de 1987 au deuxième trimestre de 1992, et du troisième trimestre 1992 à 1996. Dans cette étude, Edwards obtient deux importants résultats :

- les effets des innovations sur le taux de change réel sont similaires pour les deux périodes ;
- l'appréciation maximale est environ la même pour les deux périodes.

Ainsi, pour Edwards, par rapport aux innovations en matière de flux de capitaux, le taux de change réagit de la même manière avec ou sans restrictions sur les entrées de capitaux. Une innovation au niveau des restrictions sur les entrées se manifeste par une infime dépréciation réelle. L'effet est cependant de courte durée, et disparaît au bout de quatre trimestres. Par ailleurs, le log du taux de change réel a tendance à retrouver sa position d'équilibre plus rapidement lorsqu'il y a des mesures de restrictions.

⁷⁵ cités dans Edwards (1998 b)

Ces résultats se heurtent cependant à une limite importante. Les contrôles de capitaux n'ont pas été établis depuis longtemps. Il peut donc sembler logique d'observer que leur impact sur le taux de change réel est limité et de courte durée. Ces résultats confirment les résultats de Valdes-Prieto et Soto (1996)^{76 3} qui permettent de conclure, pour le cas du Chili, que les réserves obligatoires non rémunérées n'affectent en aucun cas le niveau du taux de change réel à long terme. En outre l'impact semble très peu significatif sur le taux de change réel à court terme. Dans d'autres pays, la portée des contrôles de capitaux a été ajustée en fonction des modifications de la maturité des flux de capitaux.

Compte tenu de l'efficacité limitée des contrôles de capitaux sur le total des entrées de capitaux, il n'est pas évident de trouver un impact à long terme de ces mesures de contrôle sur le taux de change. En effet, pour le cas du Chili, le taux de change réel a connu une appréciation de l'ordre de 4 % par an en moyenne entre 1991 et 1994. Les autorités chiliennes ont avancé que cela pouvait s'expliquer par l'aspect non rémunéré des réserves obligatoires. Cependant la littérature sous-jacente n'apporte pas de preuves que ces contrôles peuvent avoir un effet prolongé sur le taux de change réel. Edwards (1998) démontre que le comportement du taux de change réel n'est pas affecté par les contrôles de capitaux. Soto (1997)^{77 3}, dégage pour le cas du Chili une relation négative entre les réserves obligatoires et la volatilité du taux de change. Un taux de 30 % des réserves obligatoires devrait réduire la volatilité du taux de change d'environ 20 %. Ceci peut éventuellement s'expliquer par la procédure suivante des contrôles de capitaux adoptée par le Chili : tous les paiements courants et les transactions autorisées de capitaux doivent transiter par le marché officiel. Cette procédure permet d'isoler les flux commerciaux de la volatilité des flux de capitaux, en particulier les transactions de portefeuille.

II-3- L'impact sur les taux d'intérêt

Un des objectifs des contrôles de capitaux est de pouvoir maintenir le taux d'intérêt domestique au-dessus du taux étranger, sans pour autant causer une appréciation du taux de change réel. Un taux d'intérêt domestique élevé est souvent justifié par le niveau de l'inflation dans les économies émergentes. Comme pour les pays d'Amérique Latine l'objectif est de réduire l'inflation. Or, maintenir élevé le différentiel du taux d'intérêt entre le taux domestique et étranger permet d'atteindre l'objectif de stabilité escompté.

Edwards (1998 b) étudie la manière dont les contrôles de capitaux ont affecté les différentiels du taux d'intérêt pour les pays d'Amérique Latine, et par la même la capacité d'améliorer l'indépendance de la politique monétaire pour le cas du Chili en particulier. En effet, en l'absence de restrictions sur la mobilité des capitaux, et en l'absence de risque pays, la condition de parité des taux d'intérêt non couverte est maintenue. Les déviations seront ainsi très faibles. Il y a donc absence d'indépendance de la politique monétaire.

76

77

Edwards exprime l'écart d'intérêt δ_t de la manière suivante :

$$\delta_t = r_t - r_t^* - E\Delta e_t$$

$$\delta_t = k + R + u_t$$

avec	δ_t	l'écart du taux d'intérêt
	r_t	le taux d'intérêt domestique
	r_t^*	le taux d'intérêt étranger
	$E\Delta e_t$	le taux de dévaluation escompté
	k	le taux implicite de la taxe
	R	la prime de risque pays et
	u_t	une variable aléatoire iid

Si $\delta_t > (k+R)$, alors il est nécessaire d'ajuster par des mouvements de fonds soit à l'intérieur ou à l'extérieur du pays. Ce processus se poursuit jusqu'à ce que l'équilibre du différentiel du taux d'intérêt soit rétabli. La vitesse à laquelle ce processus d'ajustement prend place dépend en principe du degré de développement du marché de capitaux dans le pays en question. Les pays ayant des restrictions rigoureuses et strictes ont généralement des corrections des déviations assez lentes.

En outre, l'équation précédente suggère que le degré de restriction sur les capitaux (k) peut affecter la valeur à laquelle le différentiel du taux d'intérêt va converger. Dans les pays d'Amérique Latine la valeur de k a tendance à changer pendant les dernières années. Il est à remarquer que la présence de ces restrictions exerce deux effets sur le comportement de :

un effet sur le niveau de auquel se produira la convergence,

un effet sur la vitesse d'ajustement entre le taux d'intérêt domestique et le taux étranger.

Si le contrôle des capitaux est efficace, le niveau de convergence des taux d'intérêt doit être élevé et la vitesse d'ajustement lente.

L'estimation du comportement de δt porte sur deux périodes : (1986-1991) et (1991-1996). Elles correspondent respectivement à avant et après la mise en place des contrôles. En utilisant un modèle VAR sans restrictions, il apparaît que l'écart d'intérêt ne perdure pas dans le temps, et ce pour les deux périodes.

Le processus d'ajustement semble cependant être plus rapide en période sans contrôle, même si l'effort est limité à 2 trimestres contre 4. Ce résultat est en quelque sorte ce qui lui a été prévu par les autorités chiliennes et le gain en autonomie semble être très mince compte tenu des délais de la politique monétaire.

Au Chili, les dépôts obligatoires non rémunérés sur les entrées de capitaux ont favorisé à court terme une recomposition des entrées de capitaux en faveur des investissements productifs. Le différentiel du taux d'intérêt entre le Chili et les Etats Unis d'Amérique est passé de 2,9 % entre 1987 et 1994 à 4,3 % entre 1991 et 1998 (voir graphique III.5). La contribution de ces mesures dans ce résultat reste quelque peu ambiguë compte tenu de la mise en place simultanée des politiques de stérilisation des entrées de capitaux.

Soto (1997) a trouvé que la modification de la taxe implicite sur les entrées de capitaux a un effet légèrement positif à court terme sur les taux indexés. Edwards (1999) montre qu'une augmentation de la taxe sur les entrées de capitaux a un effet positif sur ces taux d'intérêt indexés. De Gregorio et al (1998) n'arrivent cependant pas au même résultat puisque leurs calculs suggèrent un effet considérable de la taxe sur le taux d'intérêt. En effet, ils concluent que si les réserves non rémunérées augmentent de 30 %, alors les taux d'intérêt à court terme vont augmenter d'environ 140 points.

Au Chili, après les contrôles, le différentiel du taux d'intérêt tend à disparaître plus lentement qu'en période de mobilité des capitaux (graphiques III.5). Vers la fin de décembre 1994, l'Argentine, le Mexique et le Chili ont enregistré une importante hausse des taux d'intérêt. Celle-ci correspond à la crise monétaire du Mexique et l'effet Tequila qu'elle a généré. Toutefois, ni au Chili, ni en Argentine il n'y a eu de dévaluation du taux de change suite à la crise du Mexique. En effet, l'augmentation des taux d'intérêt est un élément fondamental dans ces pays pour défendre la stratégie de leur taux de change dans les mois qui ont suivi la crise du Mexique. Entre 1992 et 1998, l'Argentine a enregistré le taux d'intérêt nominal le plus bas et entre 1996 et 1998 le moins volatil. Quant au taux chilien, il diminue progressivement dans le temps tout en maintenant le même degré de volatilité. Les données mexicaines montrent qu'aussi bien les taux d'intérêt que le degré de volatilité sont élevés, en particulier après la dévaluation de 1994. Pendant la crise du Mexique, les taux d'intérêt nominaux étaient plus volatils que les taux du Chili. Avec le regain de confiance des marchés financiers en Argentine, la volatilité est devenue plus faible. La crise asiatique a aussi eu des répercussions sur les pays d'Amérique Latine. En effet après la crise asiatique, les taux d'intérêt au Chili sont devenus plus volatils, alors qu'en Argentine, ils n'ont pas enregistré d'importants changements. Les déviations du taux d'intérêt national par rapport au taux d'intérêt international semble être tributaire de l'existence des restrictions sur les entrées de capitaux. En effet, avec la mobilité des capitaux, il est possible d'anticiper une convergence du différentiel du taux d'intérêt à un niveau d'équilibre fixé par les considérations du pays. Dans ce contexte, Edwards a effectué un test ADF pour les

différentiels du taux d'intérêt pour l'Argentine, le Chili et le Mexique. Il apparaît que les pays où les capitaux sont mobiles, les différentiels convergent plus rapidement. Toutefois, les résultats obtenus sur la convergence du différentiel du taux d'intérêt au Chili doivent être interprétés avec prudence. Deux limites ont été retenues : (i) pendant la période d'analyse, la prime de risque du Chili a subi plusieurs changements ; et (ii) il est possible que la dynamique des différentiels du taux d'intérêt ne change pas exactement au moment de l'imposition des restrictions.

En 2000, Edwards a conclu à travers ses travaux que la politique des réserves non rémunérées conduit temporairement à une augmentation des taux d'intérêt réels indexés. Cela a deux conséquences : d'une part, les réserves obligatoires non rémunérées permettent (au moins à court terme) aux autorités monétaires de cibler les taux d'intérêt, sans générer de cercle vicieux des taux élevés, des entrées de capitaux et de stérilisation. D'autre part, cela implique que la conséquence des réserves obligatoires non rémunérées est une augmentation du prix de capital.

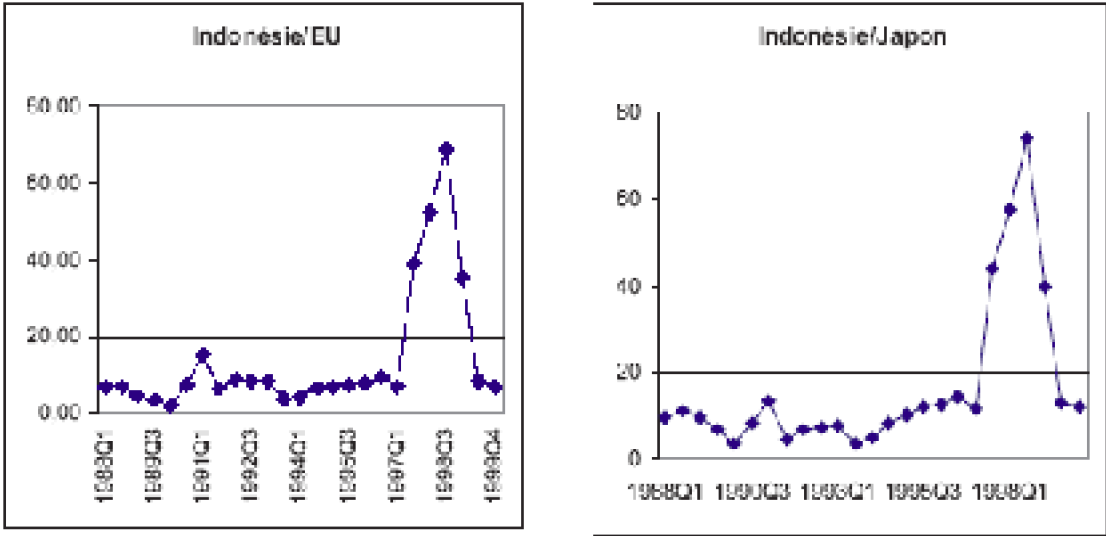
Les estimations au niveau du Chili indiquent qu'après les contrôles sur les entrées de capitaux, le différentiel du taux d'intérêt tend à disparaître plus lentement que pendant les périodes de libre mobilité des capitaux.

Pour générer des différentiels d'intérêt de cette ampleur, les taux d'impôt ne sont pas inférieurs à 84 % pour un an et 59 % en deux ans. Ces chiffres peuvent paraître extrêmes, mais ils sont en effet en concordance avec les taux d'impôt imposés dans les pays qui ont réussi à maîtriser les entrées de capitaux.

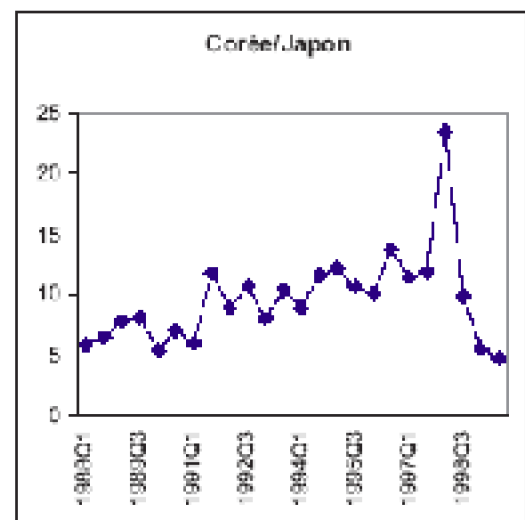
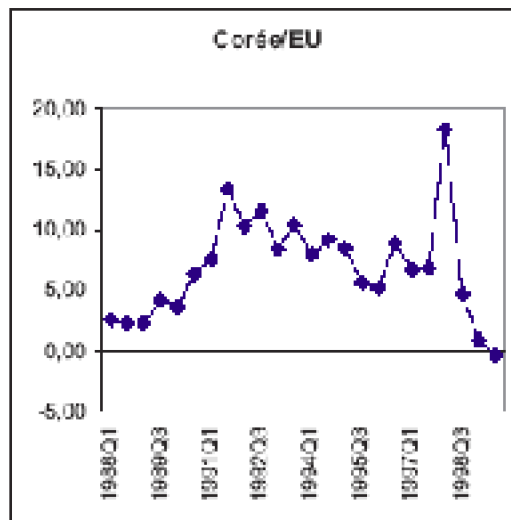
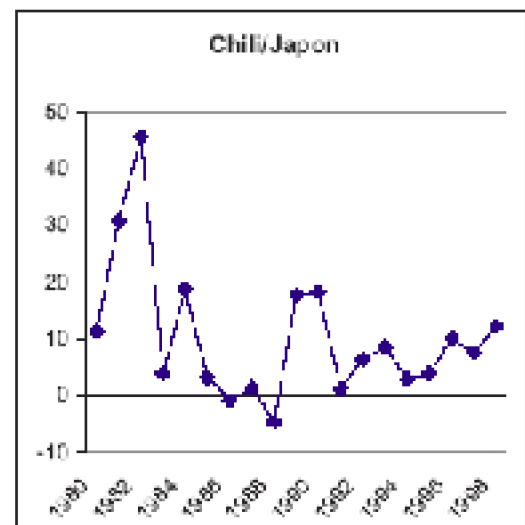
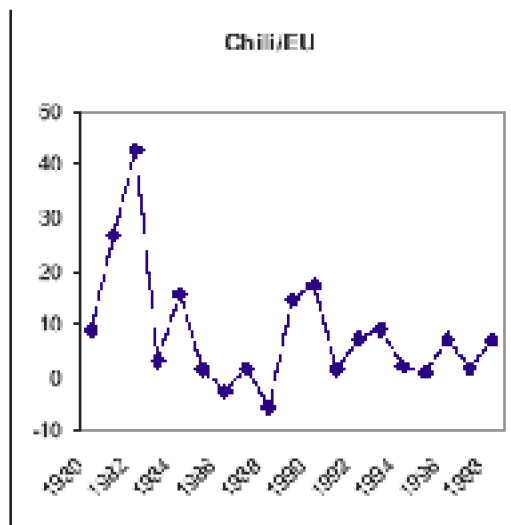
Les différents économistes ont conclu que pour que ce type de politiques réussisse à maîtriser les entrées de capitaux, il faut imposer des taux d'impôts très élevés sur les emprunts étrangers, et par conséquent endosser les charges élevées des taux d'intérêt réels domestiques.

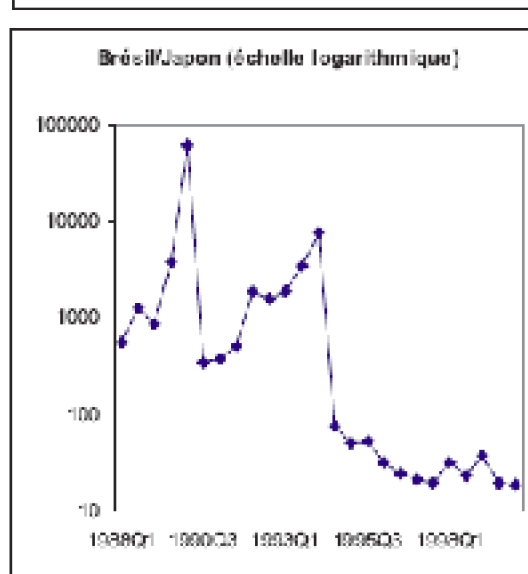
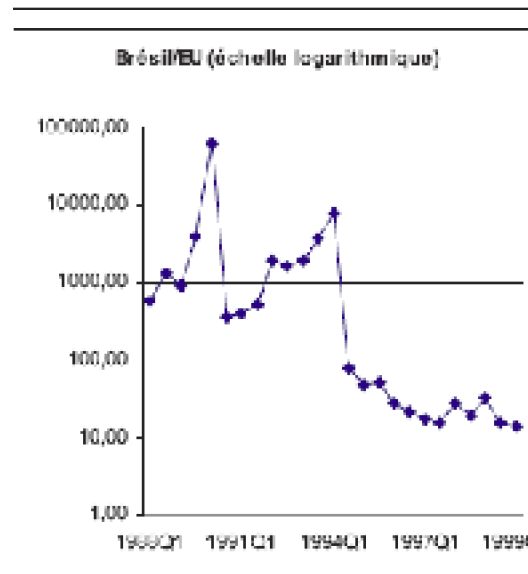
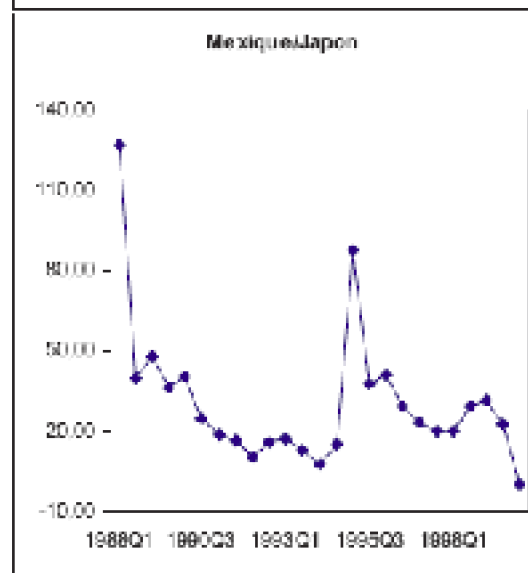
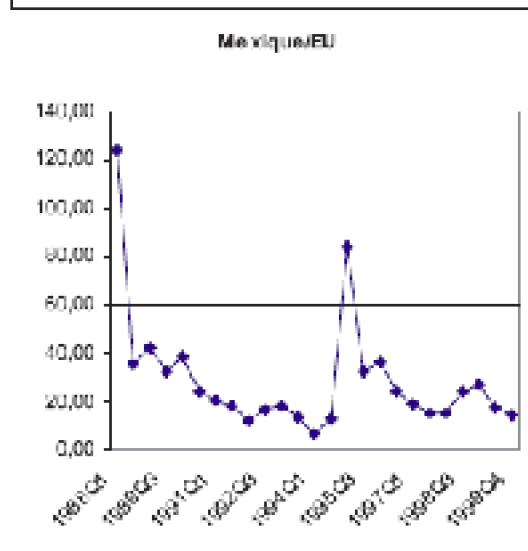
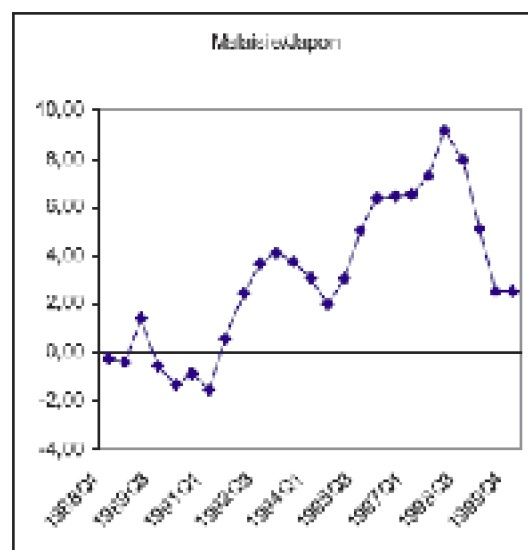
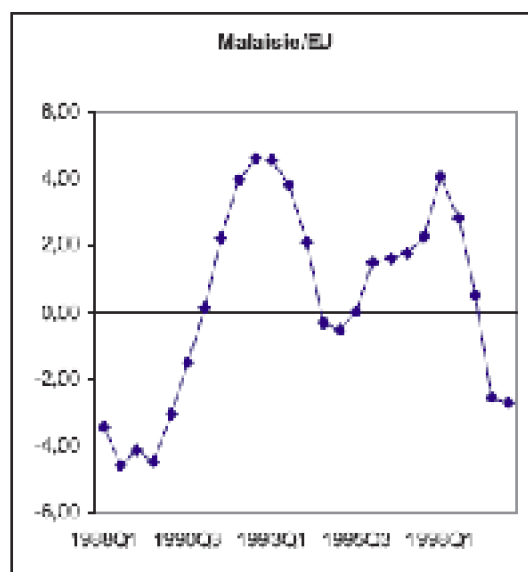
Plusieurs pays ont eu recours à ce type de contrôle de capitaux dont la durée est supérieure à celle du choc du taux d'intérêt mondial, évidemment à cause de l'inquiétude d'une massive entrée des capitaux en cas de suppression prématurée des contrôles. Ceci est certainement plus coûteux puisqu'il est à l'origine d'une augmentation du taux d'intérêt réel domestique, une fois les chocs temporaires éliminés compensant ainsi les bénéfices associés aux chocs réguliers. Les avantages de bien être de la taxe sur les entrées de capitaux disparaissent environ après deux fois plus de temps que la durée du choc sur le taux d'intérêt réel mondial.

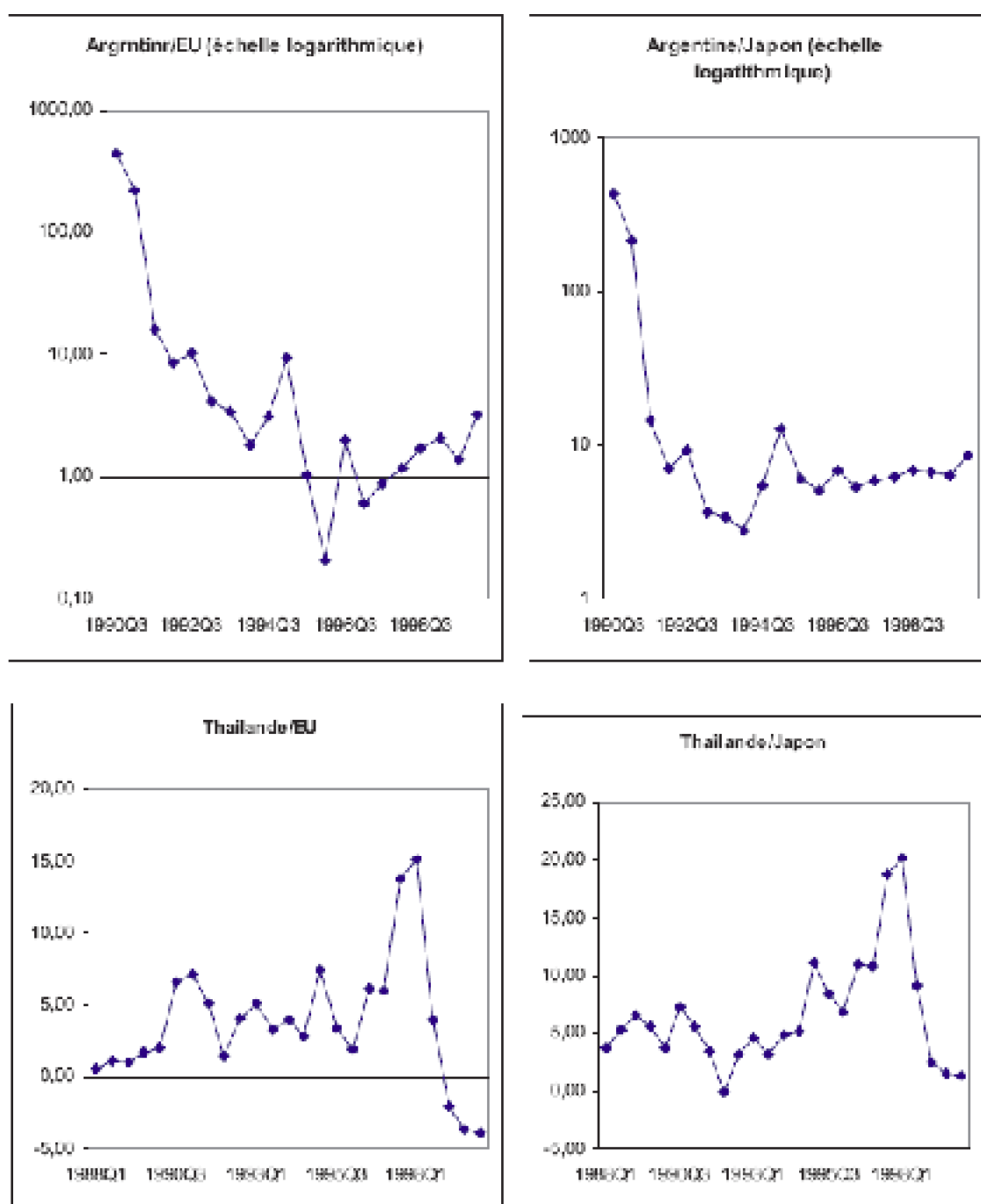
Comme le montrent le graphique III.5, en Malaisie par exemple, avant 1991, l'écart entre les taux d'intérêt s'est fortement réduit, mais à partir de cette date, le taux malais a augmenté et a dépassé les taux d'intérêt internationaux. De même pour l'Indonésie puisque avant 1997, l'écart fluctuait entre 0 et 15 points et après cette date, il y a une différence de plus de 70 points entre le taux d'intérêt en Indonésie et les taux d'intérêt internationaux.



Graphique III.5 : Ecart du taux d'intérêt trimestriel







Source : calcul de l'auteur à partir des données du FMI (2000)

Les mesures restrictives sur les entrées de capitaux ont pour objectif de protéger les marchés émergents contre les flux de capitaux jugés excessivement volatils. Leur nécessité s'est de plus en plus ressentie pendant les années quatre-vingt-dix en particulier avec l'accroissement des crises de change liées aux entrées de capitaux dans les pays émergents. Pouvant conduire, entre autres, à une surchauffe de l'économie et à une appréciation du taux de change réel, les entrées de capitaux nécessitent d'être freinées pour que les pays puissent atténuer leurs conséquences. Plusieurs moyens et

mesures de contrôle peuvent être utilisés, telles que les opérations *d'open-market* et les opérations de stérilisation. Ces restrictions peuvent aussi prendre la forme de taxe comme le cas des réserves obligatoires non rémunérées appliquées par le Chili.

Ces mesures adoptées par les pays d'Amérique Latine et d'Asie du Sud Est montrent que :

- la taxe appliquée par le Chili s'est montrée plus efficace que les opérations de stérilisation adoptées par la majorité des pays ;
- les contrôles de capitaux peuvent affecter à la fois la maturité et le volume des entrées de capitaux. Toutefois, il est beaucoup plus fréquent que seule la maturité des entrées de capitaux est touchée et se manifeste par une diminution des entrées à court-terme ;
- les contrôles de capitaux pour se montrer efficaces, même temporairement, doivent être accompagnés par des réformes structurelles permettant de réduire considérablement la vulnérabilité des économies émergentes aux crises ;
- les contrôles de capitaux se montrent d'autant plus efficaces que la taxe assujettie aux entrées de capitaux est élevée (cas du Chili) ;
- la majorité des travaux portant sur l'efficacité des mesures de contrôles des capitaux ont conclu que les contrôles de capitaux peuvent se montrer efficaces à court terme. En revanche, à long terme, ce système de contrôle génère des coûts dans la mesure où l'aspect temporaire de ces contrôles risque de devenir permanent. Dès lors, au lieu de favoriser une réforme des politiques inadaptées à ces entrées de capitaux, il les perpétue.

Ces éléments montrent finalement que les contrôles sur les entrées de capitaux n'apportent pas la solution qui permet de stabiliser durablement le système financier international. Les pays émergents concernés essaient d'orienter leurs recherches vers d'autres solutions qui peuvent éventuellement résider dans les conditions de conduite de la politique monétaire, puisqu'en plus de freiner les entrées de capitaux, à travers les contrôles de capitaux, les autorités monétaires cherchent à accorder plus d'indépendance à leur politique monétaire.

Chapitre IV : Le ciblage d'inflation : une alternative de l'ancrage nominal

Dans le cadre d'une politique monétaire fondée sur la stabilité des prix, l'ancrage nominal permet de guider le comportement des autorités monétaires et d'aider à coordonner le processus de fixation des salaires et des prix ainsi que les mécanismes d'anticipations d'inflation.

L'ancrage nominal consiste à fixer une variable nominale comme objectif de la politique monétaire. Trois variables sont généralement utilisées comme cible : le taux de change, un agrégat monétaire (dans la majorité des cas M2) et l'inflation. Le choix s'est fixé sur ces variables compte tenu de l'impact de chacune d'entre elles sur l'objectif final de la politique monétaire à savoir la stabilité des prix. Par exemple, une diminution de l'offre de monnaie par rapport à la demande tend à augmenter la valeur de la monnaie et donc à diminuer l'inflation.

Les marchés émergents ont adopté une politique monétaire dont le principal objectif est la stabilité des prix. Les autorités monétaires évitent ainsi de prendre en considération d'autres objectifs tels que la croissance et l'emploi, et ce pour échapper à la tentation d'un biais inflationniste. Cependant, même avec un seul objectif, certains pays rencontrent des difficultés dans la conduite de leur politique monétaire, en grande partie en raison des perturbations auxquelles ces pays sont sujets. L'expérience des pays émergents en matière de politique monétaire montre à ce sujet des résultats contrastés. Plusieurs d'entre eux ont en effet connu des phases d'instabilité monétaire telles que des périodes

d'inflation très élevées, une massive fuite de capitaux, ou un effondrement de leurs systèmes financiers. Le résultat s'est traduit par une faible crédibilité, une lente croissance et des périodes de récessions économiques. L'engagement plus ferme des autorités vis à vis du public à agir sur la stabilité des prix peut constituer une partie de la solution. Afin d'atteindre cet objectif de stabilité des prix, des objectifs intermédiaires ont été préconisés dont on cite le taux de change et l'agrégat de monnaie.

Le ciblage du taux de change a été mis en application après l'effondrement du régime de Bretton Woods. Cet ancrage a présenté pendant longtemps une solution satisfaisante à la conduite de la politique monétaire. Toutefois, avec l'accroissement des entrées de capitaux, les tensions se sont développées entre le contrôle de l'inflation et le maintien de la stabilité et celui de la compétitivité du taux de change. En effet, une augmentation des entrées de capitaux conduit à une hausse des pressions inflationnistes, et le taux de change nominal s'apprécie à travers une augmentation de l'inflation domestique. Ce qui rend plus difficile l'ancrage nominal sur le change. C'est pourquoi, les pays émergents ont opté pour un ancrage à l'aide des agrégats monétaires. Cependant, les innovations financières ont rendu cet objectif intermédiaire moins efficace. Dès lors, une alternative récente pouvant répondre à l'objectif de stabilité des prix a été désignée, dans un contexte de mobilité élevée des capitaux, à savoir l'objectif d'inflation. Cet objectif semble allier à la fois facilité de contrôle et transparence pour le public.

Ce chapitre étudie en trois sections les ancrages nominaux alternatifs dans le cadre des entrées massives de capitaux qu'ont subies les marchés émergents :

dans une première section, il s'agit de montrer que si la mobilité internationale des capitaux a fragilisé l'ancrage sur le change, il se révèle délicat de mettre en œuvre une politique de cible d'agrégats ; dans cette perspective, la seconde section étudie dans quelles mesures les marchés émergents peuvent conduire une stratégie de politique monétaire fondée sur une cible directe d'inflation ; la troisième section présente les différentes expériences des pays émergents en matière d'ancrage nominal et les résultats obtenus pour le ciblage d'inflation.

I- Les différents ciblage d'un ancrage nominal

Après des années d'inflation élevée, plusieurs pays en développement, au cours des années quatre-vingt-dix, sont entrés dans une période de plus grande stabilité des prix. Les banques centrales ont choisi d'annoncer l'orientation future des variables nominales clés pour influencer les anticipations inflationnistes. Dans ce contexte, en respectant les règles annoncées et en oeuvrant pour atteindre les objectifs fixés, les banques entendent renforcer leur crédibilité auprès du public. Dans les marchés émergents, l'objectif du taux de change a été le premier adopté, mais l'accroissement des crises de change, en particulier pendant les années quatre-vingt-dix, a rendu difficile le maintien de cet ancrage dans un contexte d'intensification de la mobilité des capitaux. Les marchés émergents ont considéré qu'un ancrage intermédiaire à travers le ciblage d'agrégat monétaire sera une bonne alternative.

Il est question dans cette première section d'étudier dans un premier point le ciblage du taux de change dans les marchés émergents et les difficultés qu'il a pu générer, et dans un second temps, de voir comment ces marchés ont réagi face à ces difficultés à travers l'objectif d'agrégat monétaire, en soulignant si cet ancrage présente ou non la meilleure alternative.

I-1- L'objectif du taux de change

Le taux de change a été longtemps considéré comme l'objectif intermédiaire le plus pertinent permettant d'atteindre la stabilité des prix. D'abord, cet objectif constitue une cible dont l'annonce se fait essentiellement par le gouvernement sans forcément consulter la banque centrale, ce qui facilite son contrôle. Ensuite, choisir un ancrage sur le taux de change a été avant tout établi par rapport à la relation directe qui existe entre le taux de change et l'objectif de stabilité des prix. En effet, toute dépréciation du taux de change entraîne automatiquement une augmentation des prix des biens importés, ce qui à son tour entraîne une hausse du niveau général des prix. De son côté, une appréciation du taux de change nominal et réel peut avoir un effet sur les prix relatifs, puisqu'elle tend à baisser la demande en biens domestiques dont les prix deviennent supérieurs aux prix des biens importés et affectera ainsi la demande générale. Enfin, outre sa relation directe avec les prix, le taux de change peut jouer un rôle de discipline des autorités face au problème d'incohérence temporelle de la politique monétaire (Kydland et Prescott, 1977).

Cette dernière caractéristique nous place dans le contexte du débat règle discrétion. Plusieurs économistes pensent que l'environnement institutionnel dans lequel évolue chaque économie contribue de manière importante à résoudre ce débat. En effet, dans certains pays d'Amérique latine, il existe des institutions politiques pour contraindre la politique monétaire en cas de discrétion, tel est le cas pour le Chili. Alors que dans d'autres pays, les arrangements institutionnels permettent davantage de discrétion.

L'ancrage par le taux de change constitue une règle que se sont proposées de suivre les différentes banques centrales des pays émergents. Cette règle est censée aider à discipliner les autorités monétaires et éventuellement les aider à établir la crédibilité de leur politique monétaire. Toutefois, il n'est pas évident pour les pays ayant adopté cette règle de pouvoir automatiquement faire converger leur inflation vers l'inflation cible.

I.1.1- Les gains en crédibilité

Une caractéristique importante des crises de change des années quatre-vingt-dix est d'avoir frappé des pays ayant adopté des régimes de taux de change fixes ou contrôlés. En effet, au moment de toutes les grandes crises financières de ces dernières années, le Mexique à la fin de 1994, la Thaïlande, l'Indonésie et la Corée en 1997, le Brésil en 1999 et l'Argentine en 2001, le taux de change a été soit fixe soit arrimé à d'autres monnaies. Par exemple, l'Argentine depuis 1991 et le Brésil de 1994 à 1998, ayant connu au cours de ces périodes une forte inflation, ont bien utilisé ces régimes pour réduire rapidement l'inflation. L'intégration croissante des marchés mondiaux des capitaux a montré la difficulté croissante pour ces pays à maintenir fixes les taux de change. Dans ce contexte,

Klein et Marion (1997) ont montré qu'environ le tiers des pays d'Amérique Latine et des Caraïbes entre 1957 et 1990 ont abandonné au bout de 7 mois leur ancrage prévu pour 10 mois en moyenne. L'abandon du régime de change, provoqué généralement par une incompatibilité des politiques monétaires ou budgétaires avec ce régime, est générateur de crises de change (Krugman, 1979).

Entre règle et discrétion, ils optent pour la règle. La question qui se pose ici concerne le choix du meilleur régime de change censé leur permettre de minimiser les fluctuations des variables macroéconomiques tels que la production, la consommation, le niveau général des prix. Comme un tel régime n'existe pas, le choix va alors être tributaire de la nature et des sources des chocs, des caractéristiques structurelles de l'économie en question, et enfin des préférences des autorités.

Dans une logique de stabilisation à court terme, par référence au lien entre la nature des chocs et le choix du régime de change, deux situations sont en faveur de la flexibilité du taux de change : si les chocs dominants sont des chocs externes nominaux ou des chocs externes ou domestiques réels. Seuls les chocs dominants domestiques nominaux sont en faveur d'un régime de taux de change fixe.

En cas de chocs dominants externes nominaux, l'économie doit réagir rapidement à ces perturbations d'origine externe. Avec un régime de change fixe, la rigidité des prix et des salaires ralentit la réaction des autorités monétaires concernées. En régime de change flexible en revanche, c'est le change qui sert de variable d'ajustement. De même, lorsque les chocs dominants sont des chocs externes ou domestiques réels, par exemple sur la technologie ou la productivité, en change flexible, il est plus rapide et moins coûteux de faire face à ces perturbations.

Si maintenant les chocs dominants sont des chocs domestiques nominaux, par exemple sur la demande de monnaie, sous un régime de change fixe, une hausse de la demande de monnaie, à offre de monnaie inchangée, s'accompagne d'une baisse des prix. Cette dernière génère un excédent de la balance des opérations courantes provoquant des entrées de devises, suivie par un accroissement de la masse monétaire, et inversement. L'intervention de l'Etat par des opérations non stérilisées sur le marché des changes permettra d'accommoder tout changement de la demande de monnaie. Par la vente des réserves ou l'achat de sa propre monnaie, la banque centrale pourra ainsi soutenir sa monnaie et ramener l'offre de monnaie à son niveau initial. Ainsi, les changes fixes constituent le meilleur régime.

Dans une logique de crédibilité, il a été considéré, pendant les années quatre-vingt-dix, qu'adapter un taux de change fixe en apportant un objectif précis de la politique économique, peut aider à établir la crédibilité de l'activité en baissant l'inflation. En effet, sous un régime de change fixe, la politique monétaire doit être subordonnée à la nécessité de maintenir cette parité fixe. Le choix de la règle est effectué du moment qu'on opte pour un régime de change fixe ou intermédiaire. Reste à savoir si les autorités ont la volonté de suivre cette discipline qui leur est imposée par le choix d'ancrage par le change. Dans ce contexte, le débat règle discrétion permet de montrer que les agents privés en apportant une réponse aux stratégies des autorités, vont exercer une influence sur l'efficacité des politiques des gouvernements. Cette conclusion a été avancée par

Kydland et Prescott (1977) et ensuite par Barro et Gordon (1983). Les modèles établis par ces derniers sont fondés sur l'hypothèse des anticipations rationnelles des agents privés.

En termes de régime de change, cette approche fondée sur la crédibilité ou la réputation est importante dans la mesure où elle conduit à reconsidérer le rôle du taux de change comme instrument de la politique économique. Comme le choix s'est porté sur la règle, il n'est plus possible de manipuler le taux de change de manière discrétionnaire. Le modèle de Barro et Gordon part de la courbe de Phillips augmentée du type :

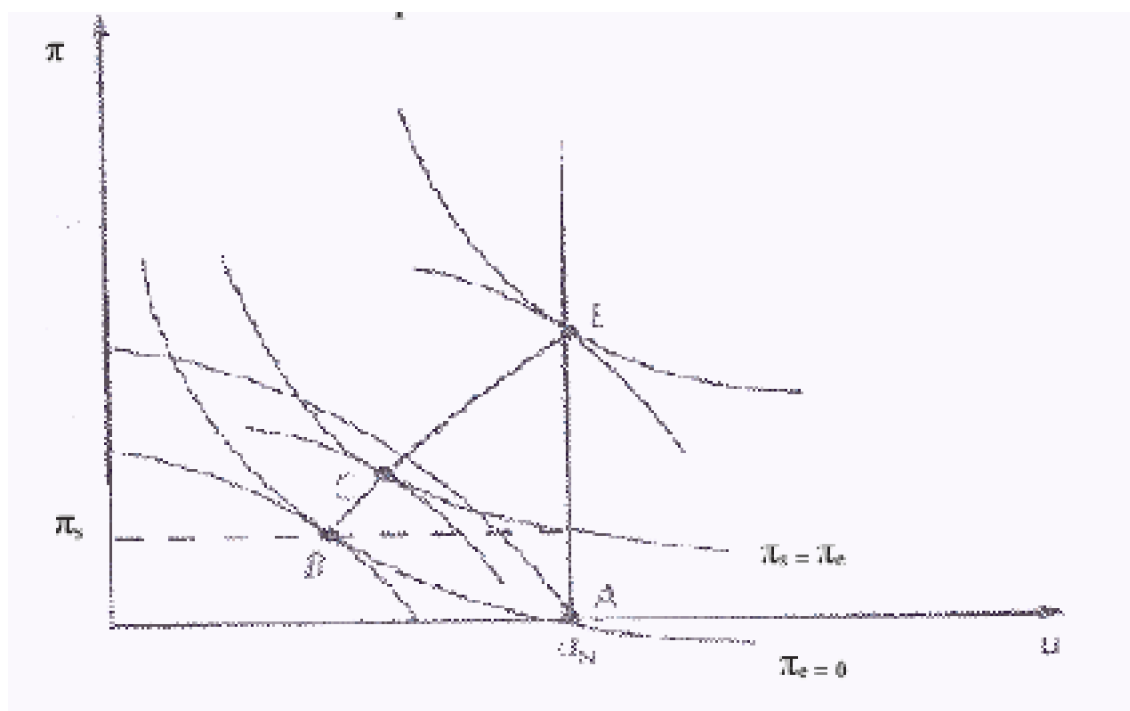
$$U = U_N + a (\pi_e - \pi)$$

avec :

- U le taux de chômage ;
- U_N le taux de chômage naturel ;
- π le taux d'inflation ; et
- π_e le taux d'inflation anticipé.

Selon la courbe de Phillips, une diminution du chômage conduit les salariés à demander une augmentation de leurs pouvoirs d'achat, et donc de leurs salaires réels. Or pour les entreprises, l'emploi ne peut augmenter que si le salaire réel diminue. A court terme, seule une sous-estimation de l'inflation par les salariés, assimilée à une erreur d'anticipation, peut expliquer l'arbitrage entre inflation et chômage. Cette relation nous permet aussi de dire qu'en présence des anticipations rationnelles, seule l'inflation non anticipée (inflation surprise) exerce une influence sur le taux de chômage.

Le graphique IV.1 retrace l'évolution dans le temps d'une courbe de Phillips et le taux de chômage naturel. A court terme, l'arbitrage inflation – chômage semble être plus ou moins favorable au chômage en fonction du niveau d'inflation. Cependant, à long terme on remarque que quelque soit le niveau anticipé d'inflation, le taux de chômage reste constant, ce qui élimine toute possibilité d'arbitrage.



Graphique IV.1 : Taux d'inflation d'équilibre en économie fermée

Source : De Grauwe (1992)⁷⁸

Les courbes d'indifférence représentées ci-dessus illustrent la fonction de préférence des autorités qui découle de l'arbitrage inflation-chômage. La concavité de ces courbes traduit bien l'existence d'un arbitrage : lorsque le taux d'inflation est faible ou en baisse, les autorités accordent plus d'importance au chômage. L'importance accordée au chômage et à l'inflation est schématisée par la pente de la courbe. Lorsque la courbe d'indifférence est plate, cela signifie que le gouvernement est fort, que sa préférence est pour l'inflation et qu'il est déterminé à lutter contre l'inflation. Cela témoigne du degré de discipline que le régime de taux de change exerce sur la conduite de la politique monétaire pour atteindre l'objectif que celle-ci s'est fixée en choisissant la règle du taux de change.

Si on suppose que le gouvernement annonce une règle de politique monétaire d'inflation zéro, c'est à dire que $\pi_e = 0$, l'économie est alors au point A. Or, la nécessité d'arbitrer entre inflation et chômage conduit le gouvernement à tricher, d'où l'inflation surprise au point B. Du moment où les agents privés anticipent un tel comportement, on est en présence d'incohérence temporelle où la politique se révèle sous-optimale.

Si le gouvernement se projète à court terme, l'incitation de tricher s'intensifie et l'économie se retrouve au point C puis passe au point E. En ce point, les autorités n'ont plus d'incitation à générer une nouvelle inflation surprise, et à long terme l'incitation à modifier leurs anticipations n'a plus lieu d'être puisque l'anticipation prévue a été réalisée. Ainsi, le point E représente l'équilibre obtenu à l'aide des anticipations rationnelles des agents privés. Les autorités tiennent compte des anticipations des agents privés pour

⁷⁸ Cité dans Allegret (2005)

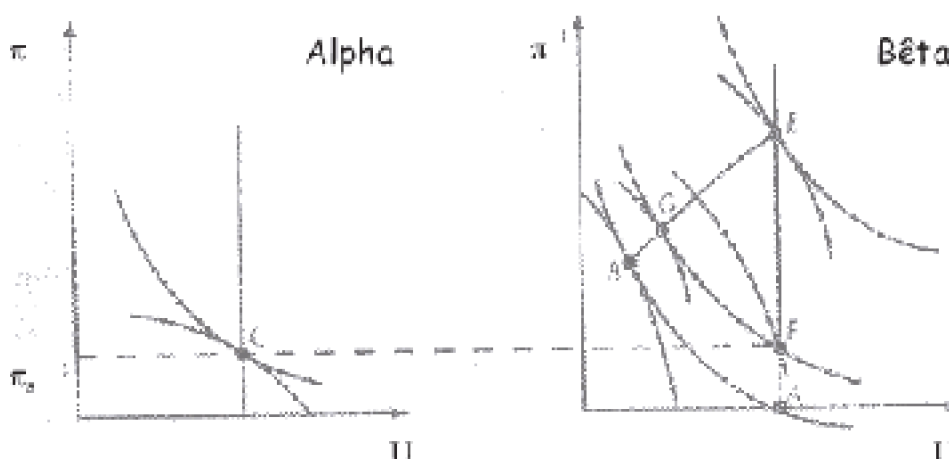
déterminer à chaque période l'inflation de manière optimale. Mais compte tenu des connaissances des agents privés et de la durée de temps que s'accordent les autorités, ainsi que du niveau de chômage, cet équilibre est sous-optimal et est le seul à pouvoir être atteint en l'absence de règle crédible. L'équilibre réalisé au point E témoigne d'une certaine incohérence temporelle, dans la mesure où E reste un équilibre sous-optimal. En effet, les connaissances des agents privés des anticipations inflationnistes mettent le gouvernement dans une situation où pour compenser l'augmentation des prix, et face à une demande d'accroissement des salaires réels de la part des salariés, va être contraint d'augmenter le chômage jusqu'à atteindre le chômage naturel. A ce niveau, le point E est atteint et correspond à une inflation positive qui valide le taux d'inflation anticipée.

Ainsi à court terme, en absence de règle de crédibilité, les autorités sont amenées à tricher pour aboutir à l'équilibre. L'idéal est que le gouvernement arrive à rester au point A. Mais dans un régime discrétionnaire, le biais inflationniste généré par l'absence de règle crédible amène l'économie au point E.

Dans un contexte de jeux répétés, le pays cherche de plus en plus à acquérir et maintenir une certaine crédibilité, les agents privés ajustent leurs anticipations au point où l'incitation à tricher est nulle, ce qui finalement place l'économie au point E. L'exemple suivant illustre bien cette situation dans le contexte d'une économie ouverte qui comprend deux gouvernements : Alpha qui est un gouvernement fort, et Bêta un gouvernement faible. La parité des pouvoirs d'achat nous permet d'écrire que la variation du taux de change est égale à l'écart d'inflation entre les deux pays, soit :

$$= \pi_B - \pi_A$$

Le graphique IV.2 présente l'équilibre dans les deux pays. L'inflation d'équilibre dans Bêta semble être supérieure à celle d'Alpha, ce qui implique une dépréciation continue de la monnaie de Bêta par rapport à celle d'Alpha.



Graphique IV.2 : Taux d'inflation d'équilibre en économie ouverte

Source : De Grauwe (1992)⁷⁹

Deux cas de figures se présentent : Alpha et Bêta peuvent être en union monétaire, ou bien Bêta adopte la monnaie de Alpha. Si ces deux pays sont en union monétaire, où Bêta se joint à Alpha, le souci de Bêta est de convaincre ses agents privés que du point A, il ne va pas y avoir de passage au point B, ce qui élimine l'inflation surprise. Pour ce faire, Bêta fixe le taux de change de sa monnaie vis à vis d'Alpha, ce qui implique de fixer le taux d'inflation de Bêta à celui d'Alpha. L'économie se situe alors sur la droite horizontale passant par le point C pour Alpha. Bêta se situe ainsi sur une courbe d'indifférence inférieure, et donc gagne en bien être. L'incitation à tricher diminue, ce qui permet aux deux pays de gagner en crédibilité. Toutefois, une fois le point F atteint, le gouvernement de Bêta peut être incité à générer une inflation surprise qui place son économie au point G. Si les agents anticipent cette incitation à tricher, alors la seule fixation du taux de change ne résout toujours pas le problème d'incohérence temporelle. D'où la deuxième solution qui consiste à ce que Bêta adopte la monnaie de Alpha. Cela suggère un alignement du taux d'inflation de Bêta à celui d'Alpha. Mais cela implique que Bêta renonce à toute politique monétaire indépendante, ce qui n'est guère en faveur de sa crédibilité, même si la politique adoptée sera celle d'un pays fort.

1.1.2- Les limites de l'ancrage par le taux de change face à la mobilité des capitaux

Avec la mobilité croissante des capitaux, les modèles de Barro et Gordon mettent en évidence la pertinence de l'arbitrage crédibilité-flexibilité. Cette mobilité accrue rend plus difficile l'adoption des changes fixes, mais favorise celle des changes flexibles. Avant d'aller plus loin, une définition de ce que l'on entend par régime de change fixe s'impose pour mieux saisir le contexte des politiques monétaires menées. Un régime de change fixe dans sa définition étroite caractérise un régime où le taux de change est maintenu à l'intérieur des bandes de fluctuations plus ou moins larges autour d'une parité centrale annoncée à l'avance. La définition large regroupe en plus d'une part, les régimes de parité glissante, système où les parités sont maintenues autour d'un taux de référence qui lui-même est dévalué régulièrement à un taux annoncé à l'avance. D'autre part, elle inclut le taux de change fixe *de facto*, annoncé comme des changes flottants fondés sur le comportement effectif des pays.

Il est important de noter aussi que les pays peuvent fixer leur monnaie soit par rapport à une monnaie, soit par rapport à un panier de monnaies, et ce en fonction du libellé des volumes de transactions et de la dette.

Si les autorités choisissent une fixité par rapport à une monnaie (pour le Mexique par exemple par rapport au dollar), alors les fluctuations de la monnaie nationale suivent celles de la monnaie d'ancrage. Si en revanche le pays choisi d'ancrer sa monnaie par rapport à un panier de monnaies (le Chili par exemple), le pays en question peut réduire la vulnérabilité de son économie aux fluctuations individuelles des monnaies composant le panier. Dans ce cas, il est important de respecter la structure commerciale des échanges internationaux dans les proportions de construction du panier. En Asie par exemple, où l'ancrage implicite était sur le dollar, la majorité des pays ont préféré adopter des régimes de flottement administré où le taux de change est flexible mais s'accompagne de fréquentes interventions officielles. Dans cette région, l'utilisation du yen

est plus présente dans le libellé des dettes que dans les transactions commerciales libellées plutôt en dollar américain. Toutefois, cela n'a pas conduit à une constitution en Asie d'un bloc monétaire au sens d'une stabilité des taux de change vis-à-vis du yen. L'absence de bloc yen peut s'expliquer éventuellement par le déséquilibre entre, d'une part, la distribution des échanges par pays et d'autre part, la distribution de la dette extérieure par devises. Le développement des échanges entre les pays asiatiques autres que le Japon pourrait rééquilibrer les stratégies de change en faveur d'une plus grande stabilité vis-à-vis du yen, ou inciter les pays d'Asie à adopter des régimes de change plus flexibles. En Amérique Latine, en revanche, les conditions sont tout autres. A la suite de l'effondrement du régime de Bretton Woods, plusieurs pays ont continué à adopter un régime de change fixe où la monnaie nationale est ancrée au dollar américain. Par la suite, au début des années quatre-vingt, en raison de l'appréciation rapide du dollar, ils sont passés d'un ancrage au dollar à un ancrage à un panier de monnaies. Ce changement trouve aussi son explication dans l'accélération croissante de l'inflation dans un grand nombre de ces pays émergents. Ayant une plus forte inflation que leurs partenaires commerciaux, ils doivent souvent déprécier leurs monnaies afin d'empêcher une importante baisse de la compétitivité. C'est ce qui a mené ces pays à adopter le *crawling peg* où le taux de change peut être ajusté.

Si on revient au choix proposé entre fixité et flexibilité du régime de change, il apparaît au vu des crises des années quatre-vingt-dix, que le régime de change fixe présente plusieurs défaillances. En effet, au cours de ces différentes expériences du régime de change fixe, dans les marchés émergents, pendant les années précédant la crise, la fixité du taux de change nominal, ou sa faible dépréciation dans le cadre d'un système de parité rampante, a conduit à une appréciation du taux de change réel ayant provoqué une dégradation de la balance courante. Par ailleurs, comme il a été signalé précédemment, sous des régimes de change fixes, les pays émergents ont connu d'importantes difficultés, notamment les crises de change ayant caractérisé la fin des années quatre-vingt-dix.

Plusieurs raisons font que la fixité du régime de change peut éventuellement être très dommageable pour l'économie d'un pays, on cite :

- Leur vulnérabilité, dans la mesure où les interventions nécessaires pour stabiliser les cours peuvent conduire à un épuisement des réserves de change susceptible de déclencher une crise ;
- La possibilité d'entraîner une appréciation de la monnaie préjudiciable à la compétitivité du pays ;
- Les parités fixes peuvent pousser les agents à sous-estimer le risque de change, les emmenant à s'endetter en devises. En affaiblissant la fonction de prêteur en dernier ressort, ces parités fixes font accroître le risque de crises bancaires.

Pour éviter ce type de situations, les autorités ont préconisé, sous le conseil du FMI, d'abandonner ces régimes de change fixes jugés volatils au profit de solutions « en coin » : soit des changes flottants, soit des changes fixes dits « durs », comme le *currency boards* : les caisses d'émission.

Les caisses d'émission, qui constituent une forme dure d'ancrage par le change, sont en théorie moins vulnérables. Elles offrent l'avantage de pouvoir rétablir la confiance des marchés financiers et de faire face aux pressions qui peuvent s'y exercer ultérieurement. Une caisse d'émission est un dispositif institutionnel selon lequel les autorités sont tenues d'offrir ou de retirer à un taux fixe et sans limite les engagements monétaires de la Banque centrale. Ce régime monétaire, fondé sur l'engagement explicite de maintenir le taux de change entre la monnaie nationale et une autre devise étrangère, doit assurer une convertibilité automatique de la monnaie nationale. Dans ce régime, la masse monétaire fiduciaire en circulation doit être couverte entièrement ou en partie par les réserves de change (de 60 à 100 % selon les pays). Ce type de régime, implique l'abandon quasi total de la souveraineté monétaire. La banque centrale n'intervient que sur les taux d'intérêt courts dont les niveaux sont déterminés par la confrontation de l'offre de monnaie fixée et de la demande de monnaie. La politique discrétionnaire y est donc strictement limitée permettant ainsi de réduire les pressions inflationnistes.

En Argentine, la caisse d'émission a constitué au départ l'axe central du nouveau plan de stabilisation de l'économie. Instituée en 1991, ses principales caractéristiques sont les suivantes :

- une fixation légale du taux de change à 1 contre 1 par rapport au dollar américain avec une libre convertibilité du peso (loi de la convertibilité) ;
- afin de garantir cet engagement, la base monétaire est couverte par les réserves de change. La masse monétaire dépend directement de la variation des réserves de change ;
- mettre fin au financement monétaire du déficit public, ce qui élimine une des principales sources de l'inflation passée. Ce déficit doit être financé sur le marché.

Ce système impose toutefois des contraintes à l'économie qui en limitent la portée. En effet, la rigidité du taux de change ne permet pas l'absorption des chocs externes par l'ajustement de la parité. Dès lors, l'économie est affectée dans la mesure où toute appréciation du dollar se traduit par une hausse du taux de change effectif du peso et une perte de la compétitivité prix. D'autre part, pour le cas de l'Argentine, la reprise des entrées de capitaux a certes permis à cette économie de reprendre confiance, mais cette confiance s'est avérée fragile dans la mesure où elle est tributaire de toute sortie brusque de capitaux ou d'un défaut de paiement sur les engagements non couverts. Face à toutes ces difficultés, le système des caisses d'émission s'est effondré en Argentine en 2002.

Tous ces éléments créent des limites au système des caisses d'émission, ils montrent qu'un tel régime perd de son efficacité au cours du temps, ce qui rend difficile sa réalisation. Cela encourage l'économie à trouver d'autres moyens moins contraignants pour faire face aux chocs réels et monétaires. En effet, les chocs externes⁸⁰, ayant frappé un grand nombre des pays émergents, nécessitent non seulement des dépréciations discrètes de la monnaie, mais aussi l'adoption de régimes du taux de

⁸⁰ Parmi ces chocs externes, il y a l'augmentation des taux d'intérêt mondiaux, la baisse de croissance dans les pays industrialisés et la crise de l'endettement du début des années quatre-vingt.

change plus flexibles. En effet, un régime flexible, accorde aux autorités une plus grande marge de manœuvre, il leur laisse même la liberté d'augmenter l'inflation. Mais la difficulté se pose ici au niveau de l'établissement d'une politique monétaire crédible capable de contrôler l'inflation. Par ailleurs, l'ajustement entre la crédibilité et la flexibilité n'a pas seulement des considérations économiques, mais aussi politiques. Il est en effet plus coûteux en terme politique d'ajuster un taux de change fixe que de permettre au taux de change de flotter librement.

L'économie est alors de plus en plus tentée par la flexibilité de son régime de change. Dans ce contexte, les nouveaux régimes adoptés par les marchés émergents pendant les années quatre-vingt-dix consistent à abandonner l'arrimage souple⁸¹ considéré comme étant sujet aux crises, où les taux sont rattachés de manière ajustable à d'autres monnaies, au profit de l'arrimage ferme ou le flottement. Dès lors, les économies en développement, ayant toujours un taux de change fixe comme point d'ancrage nominal de leur politique monétaire, se voient de plus en plus contraintes de choisir entre un régime plus souple ou l'autre extrême, à savoir un système de caisse d'émission ou la dollarisation intégrale. Par exemple, les pays émergents, pour qui le taux d'inflation ne pose pas de problèmes majeurs, comme dans les pays asiatiques, les politiques du taux de change sont passés d'un taux de change fixe à un flottement administré ou indépendant. En effet, avec la libéralisation et la globalisation financière, le passage du régime de taux de change fixe à un régime de taux de change flexible, qui s'est fait de manière progressive, semble avoir été bénéfique pour plusieurs pays pendant les années quatre-vingt-dix.

Par ailleurs, en cas de flexibilité du taux de change, on peut se trouver face à une bande de fluctuation où se pose le problème de la largeur de la bande. Cette bande est d'autant plus large que les chocs externes qui frappent l'économie sont importants. La largeur est aussi affectée par la manière dont les agents économiques réagissent par rapport à la volatilité du taux de change. Les bandes sont plus larges lorsque les marchés de crédit sont bien organisés de manière à permettre aux agents de se prémunir contre le risque de change.

Il est aussi important de signaler que la mobilité accrue des capitaux au cours des années quatre-vingt-dix augmente le risque des chocs externes et par conséquent les pressions pour la flexibilité. Elle accentue ainsi la fragilité des ancrages non durs et augmente le risque de leur non-soutenabilité. Toutefois, la majorité des pays en développement ne sont pas bien placés pour permettre au taux de change de flotter librement. Plusieurs d'entre eux ont des marchés financiers où les transactions peuvent causer de fortes volatilités. Le meilleur régime sous lequel une économie peut opérer est celui qui permet à cette dernière de stabiliser ses performances macroéconomiques, c'est à dire à minimiser les fluctuations de production, de consommation, du niveau des prix domestiques, etc.

Le tableau IV.1 résume depuis 1991 les différents changements de régime de change

⁸¹ Les arrimages souples ne semblent pas être viables à long terme, en particulier dans les marchés émergents. La succession des crises montre en effet qu'un pays ne peut maintenir simultanément un taux de change fixe, la mobilité des capitaux et une politique monétaire au service des objectifs nationaux.

pour les pays émergents concernés par notre étude.

D'après ce tableau, on remarque que les pays émergents sont plus tentés depuis la fin des années quatre-vingt-dix, par des régimes de change plus flexibles. Il est clair qu'il y a un glissement vers plus de flexibilité, ce qui peut révéler des problèmes d'ancres nominales. Le Chili et la Thaïlande par exemple illustre bien le glissement progressif de la fixité vers la flexibilité du régime de taux de change. Les différents pays ont essayé tout au long des années quatre-vingt-dix de réaliser le meilleur choix entre :

- la confiance et la stabilité apportées par un taux de change fixe ; et
- l'indépendance de la politique monétaire accordée par le flottement de la monnaie.

La fixité généralement assurée par les caisses d'émission, si elle est efficace dans la lutte contre l'inflation, finit par imposer d'importantes contraintes à la politique monétaire et la rend plus vulnérable en cas de crises financières et d'attaques spéculatives.

Les taux de changes fixes, même accompagnés d'une gestion budgétaire rigoureuse et d'un engagement ferme en faveur de la stabilité des prix, finissent par se montrer fragiles et vulnérables, ce qui les rend difficile à tenir. En outre, la mobilité accrue des capitaux rend ces taux plus sensibles aux inversions des mouvements de capitaux et par conséquent augmente leurs vulnérabilités aux attaques spéculatives.

Tableau IV.1 : Les différents régimes du taux de change adopté en 1991, 1997, 1999, 2001 ET 2002

Chapitre IV : Le ciblage d'inflation : une alternative de l'ancrage nominal

Régime du taux de change (1)	1991	1997	1999	2001	2002
<i>Caisse d'émission</i>	Argentine	Argentine	Argentine	Argentine	Argentine (3)
Régime de change fixe conventionnel			Malaisie (4)	Malaisie (4)	Malaisie (4)
Bande du taux de change ajustable			Chili		
Taux de change déterminé sur la base d'une parité par rapport à un groupe de monnaies	Malaisie Thaïlande	Thaïlande			
Taux de change ajusté par rapport à un ensemble d'indicateurs	Chili				
Flottement contrôlé	Indonésie Corée Mexique	Brésil Chili (2) Indonésie Malaisie			Thaïlande Indonésie
Flottement indépendant	Argentine Brésil Philippines	Corée Mexique Philippines	Brésil Indonésie Corée Mexique Philippines Thaïlande	Brésil Chili Corée Indonésie Mexique Philippines Thaïlande	Brésil Chili Corée Mexique Philippines
La définition des différents régimes de change est portée en annexe ; Le taux de change est maintenu dans une fourchette de plus ou moins 12,5% de part et d'autre d'une moyenne pondérée des monnaies qui composent le panier ; Le régime de caisse d'émission s'est effondré en Argentine en janvier 2002 ; Pour la Malaisie, la flexibilité est limitée à une seule monnaie.					

Source : A partir du FMI Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions (1991, 1999, 2001 et 2002); Caramazza et Jahangir (1998)

La flexibilité ou le flottement, même si théoriquement il rend la politique monétaire souveraine, pose toutefois le risque de volatilité. La flexibilité des taux de change peut accélérer les ajustements macro-économiques, mais la mobilité des capitaux constitue une contrainte externe. En effet, avec un tel mouvement de capitaux, les pays veulent plutôt adopter des politiques monétaires et budgétaires strictes pour garder une possibilité d'accès aux marchés internationaux de capitaux, leur permettant d'attirer des investissements directs étrangers.

Quel que soit le régime de change pour lequel opte un pays, son efficacité est tributaire de la qualité de la politique macroéconomique mise en place. Mais force est de constater que le taux de change n'arrive pas pleinement à accomplir le rôle d'ancrage nominal sous ces régimes du taux de change. Comment peut-on alors établir une alternative crédible d'ancrage nominal ? La parité du taux de change a généré une tentation à utiliser le ciblage d'agrégat monétaire dans la mesure où il y a incompatibilité entre la politique monétaire et la parité du taux de change. Les dispositions

institutionnelles sont importantes sur ce point, en particulier l'indépendance de la banque centrale, qui aide à atténuer les craintes que le manque d'une ancre de taux de change peut engendrer sur la valeur de la monnaie.

I-2- L'objectif d'agrégat monétaire

Le FMI (2001) a défini l'objectif d'agrégat monétaire par la mobilisation des instruments de la politique monétaire permettant d'atteindre un taux de croissance d'un agrégat cible (M1, M2 ...). L'agrégat ciblé devient une ancre nominale ou un objectif intermédiaire de la politique monétaire. Le contrôle des agrégats monétaires revient alors à stabiliser le taux d'inflation au voisinage de la valeur cible. La capacité des agrégats à constituer des cibles intermédiaires repose à la fois sur la stabilité de leur relation empirique avec la variable ciblée (stabilité des prix) et sur leur rapport avec les instruments de la politique monétaire. En effet, d'après les monétaristes, le régime de ciblage d'agrégat de monnaie découle directement de la théorie quantitative de la monnaie selon laquelle, toutes choses étant égales par ailleurs, une variation de la quantité de monnaie cause des variations sur son pouvoir d'achat, mesuré par l'indice des prix. Dans cette sous-section, nous nous intéresserons dans un premier point à la logique qui relie la monnaie au prix, et dans un second point aux limites d'un ancrage par l'agrégat de monnaie.

I.2.1- L'effet de la monnaie sur la stabilité des prix

L'ancrage monétaire se concentre sur le contrôle de l'inflation et comprend trois éléments clés :

1. la transmission par les agrégats monétaires d'informations concernant l'évolution future des prix ;
2. l'annonce publique du ciblage par les agrégats monétaires pour guider les prévisions inflationnistes des agents privés ;
3. la mise en place des mécanismes empêchant les déviations systématiques du ciblage monétaire.

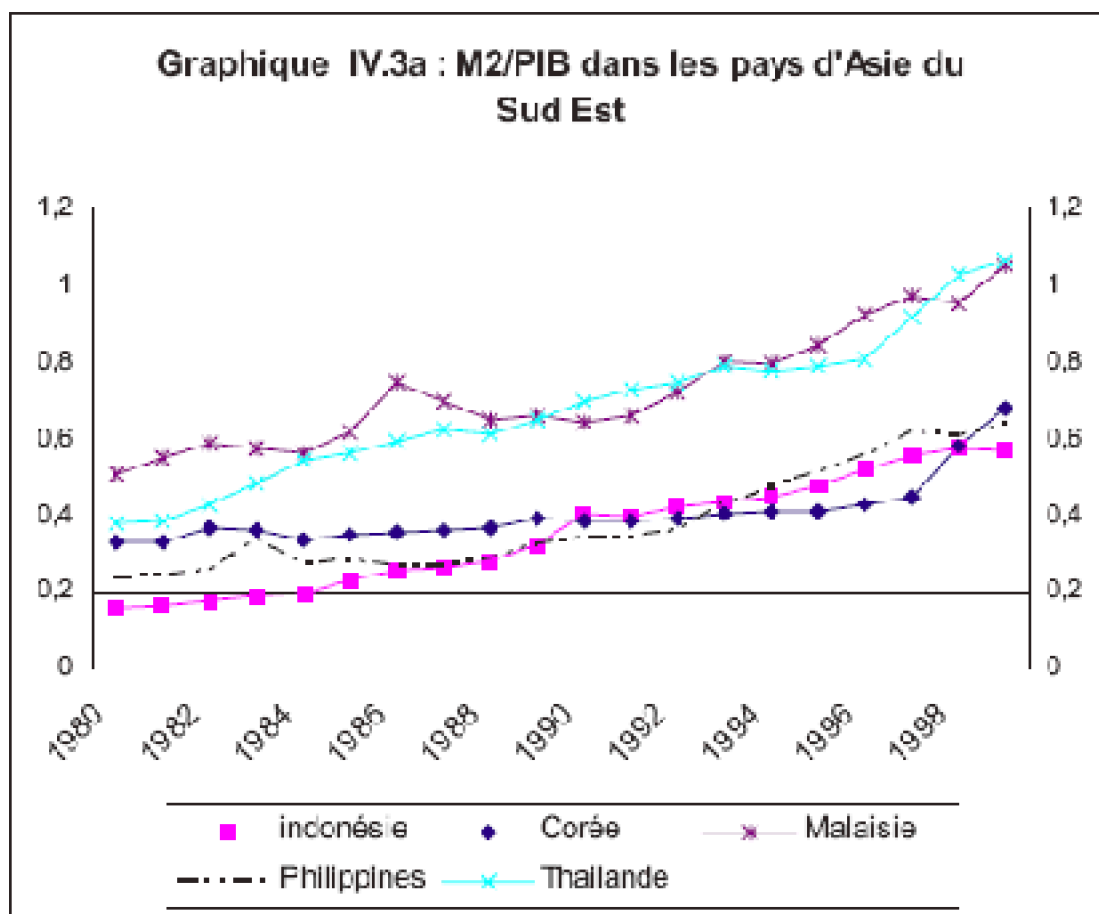
Cet ancrage suppose que la politique monétaire n'est pas dictée par des considérations budgétaires (absence de dominance budgétaire) et que le taux de change est flexible. Cela peut éventuellement empêcher les chocs, aussi bien endogènes qu'exogènes, susceptibles d'entraîner une hausse permanente de l'inflation, ce qui va dans le sens d'une stabilité à long terme.

Une condition fondamentale à cette stratégie d'ancrage repose sur l'existence d'une relation forte et stable entre l'objectif final (l'inflation) et l'agrégat cible. Comme M2 est censé représenter l'encaisse de transactions, alors le lien avec les prix et leur stabilité est vite établi. Si cette relation est amenée à faiblir, le ciblage par agrégat monétaire ne sera pas efficace. Le problème de ce lien se pose dans les pays d'Amérique Latine, comme dans les pays développés, dans la mesure où le nouvel environnement de la faible inflation et l'augmentation de l'intégration financière ne favorisent pas forcément la relation durable ou stable entre l'inflation et les agrégats monétaires. De même, les innovations

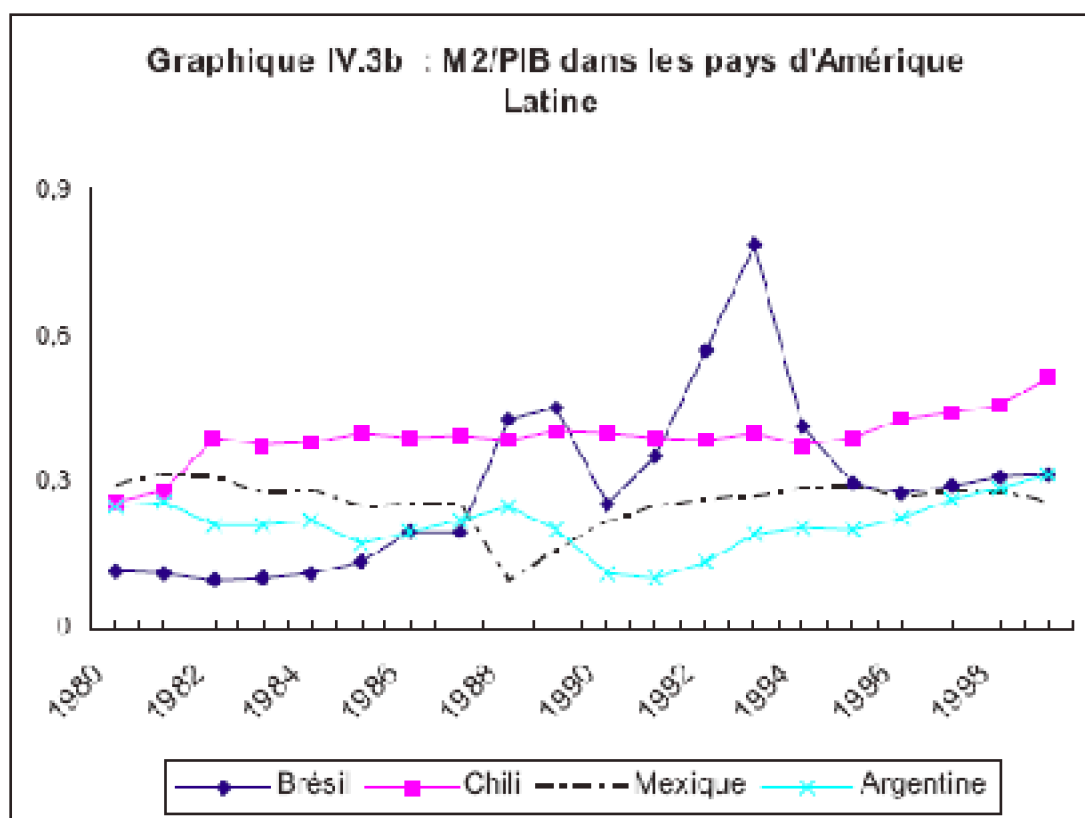
financières et l'instabilité de la fonction de demande de monnaie posent problème. Cette instabilité peut ne pas donner le résultat escompté en matière d'inflation en utilisant un ancrage par les agrégats monétaires.

En effet, le comportement de la vitesse de circulation de la monnaie peut être très difficile à prévoir dans une période de transition d'une inflation élevée à une inflation faible. Ce phénomène est particulièrement important dans les pays à tradition inflationniste où la distinction entre monnaies et quasi-monnaies est assez brouillée. De plus, les périodes prolongées de forte inflation conduisent à un degré élevé de dollarisation de l'économie. Dans de telles situations, l'offre de monnaie correspondante risque d'inclure des avoirs et des dépôts en devise. Dès lors, une réduction des composantes domestiques de l'offre de monnaie peut avoir un léger effet sur la liquidité totale, et par conséquent sur l'inflation. Par ailleurs, une faible relation entre inflation et agrégat monétaire risque de diminuer la transparence de la banque centrale vis à vis du public. Cela va davantage compliquer la communication entre la banque centrale, le public et les marchés et par voie de conséquence affaiblir la crédibilité de la politique monétaire.

Afin de mieux comprendre comment se matérialise le besoin de ciblage par l'agrégat monétaire, il est important de voir l'évolution du ratio M2/PIB. En tant que stock monétaire, M2 désigne une variable intermédiaire de contrôle considérée comme indicateur d'inflation. Ce stock de monnaie est déterminé par l'ensemble du système bancaire et est exprimé en fonction de la base monétaire, elle-même contrôlable par la banque centrale. La facilité de contrôler M2 permet donc de maîtriser l'inflation. Si on choisit d'étudier l'évolution du ratio M2/PIB, c'est parce qu'il permet en effet de mesurer le degré de monétisation du PIB par la monnaie en circulation. Plus ce ratio est en baisse, plus le taux de monétisation est faible et moins le pays est développée. D'autant plus qu'il nous permet par la suite de déterminer la vitesse de circulation de la monnaie. (Graphiques IV.3 a et b).



Graphique IV.3 : Evolution du ratio M2/PIB



Pour le graphique IV3 a , l'axe des ordonnées de droite correspond à l'Indonésie et aux Philippines, alors que l'axe de gauche correspond à la Corée, la Thaïlande et la Malaisie. Source : Données statistiques de la Banque Mondiale (2001)

Ce graphique montre qu'entre les pays d'Asie du Sud Est et les pays d'Amérique Latine, ces derniers ont en moyenne des ratios plus faibles, ce qui témoigne d'un besoin moins prononcé pour l'ancrage par agrégat de monnaie que les pays asiatiques, à l'exception du Brésil, entre 1990 et 1994. Hormis le Brésil, tous les autres pays ont enregistré un accroissement du ratio M2/PIB à cette période. Cette augmentation a été plus prononcée dans les pays d'Asie du Sud Est que dans les pays d'Amérique Latine. En Philippines, ce ratio est passé de 25 % en 1988 à 46 % en 1995, et en Thaïlande de 54 % en 1985 à 74 % en 1995. Plus la courbe est élevée, plus le taux de financement du PIB par M2 est fort et plus M2 est important, et donc il y a plus d'approfondissement financier. Le calcul de la vitesse de circulation confirme ce résultat.

La vitesse de circulation de la monnaie, calculée comme étant l'inverse du ratio (M2/PIB), peut nous renseigner sur l'inflation. Puisque la première est étroitement liée à la seconde. En effet, l'inflation s'explique dans plusieurs cas par un excès de liquidité, c'est à dire que la monnaie en circulation est beaucoup plus importante que les biens échangés dans cette économie. Par référence à la Théorie Quantitative de la Monnaie (TQM), notamment dans sa version de Pigou avec les hypothèses traditionnelles (constance de la vitesse de circulation), une augmentation de la monnaie en circulation entraîne un accroissement de la demande en biens et services, si cette demande ne s'accompagne pas par une hausse de la production alors les prix grimpent ⁸². Dès lors, une

augmentation de la vitesse de monnaie en circulation, signifie que la monnaie déjà existante a servi à plusieurs transactions, ce qui a tendance à augmenter les pressions inflationnistes dans une économie.

Tableau IV.2 : La vitesse de circulation de la monnaie

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Argentine	8,71	9,47	7,30	5,20	4,81	4,96	4,41	3,78	3,48	3,17
Brésil	3,96	2,82	1,75	1,27	2,40	3,36	3,62	3,40	3,21	3,19
Chili	2,50	2,55	2,60	2,49	2,67	2,56	2,34	2,25	2,18	1,94
Mexique	4,61	3,98	3,81	3,69	3,50	3,43	3,77	3,54	3,58	3,85
Corée	2,60	2,58	2,55	2,47	2,43	2,45	2,35	2,28	1,72	1,47
Indonésie	2,49	2,51	2,37	2,30	2,23	2,09	1,92	1,80	1,74	1,75
Malaisie	1,55	1,51	1,38	1,24	1,25	1,18	1,08	1,02	1,05	0,95
Philippines	2,94	2,90	2,76	2,35	2,12	1,93	1,80	1,61	1,65	1,57
Thaïlande	1,43	1,37	1,34	1,26	1,28	1,26	1,24	1,09	0,97	0,94

Source : Calcul de l'auteur à partir des données de la Banque mondiale (2001)

D'après ce tableau, la Thaïlande est le pays qui a enregistré à la fin des années quatre-vingt-dix, la vitesse de circulation la plus faible. Ce qui implique une inflation plus faible et une meilleure stabilité des prix. Les pays d'Amérique Latine sont caractérisés par une vitesse de circulation plus élevée que celle des pays d'Asie du Sud Est. La plus marquante a été observée en Argentine en 1991. Dans ce contexte, il est à noter qu'aucune banque centrale en Amérique Latine n'a vraiment pratiqué explicitement le ciblage monétaire. Dans le cadre de leur expérience en matière de faible inflation et de taux de change flexible, la politique monétaire a certes assuré la circulation de l'information véhiculée par les agrégats monétaires, mais l'annonce et le respect de la cible ont rarement été réunis simultanément.

1.2.2- Les limites de l'ancrage par un agrégat de monnaie

Traditionnellement une grande partie des banques centrales dans la région d'Amérique Latine utilise des agrégats monétaires pour la conduite de leur politique monétaire. Cette conduite a toujours été adoptée et dans toutes les circonstances : dans les périodes d'inflation élevée ; dans les périodes de faible inflation et indépendance élevée de la banque centrale ; dans les périodes où le taux de change est fixe et lorsqu'il est capable de flotter plus ou moins librement ; et dans les périodes de stabilisation, aussi bien celles qui ont réussi que celles qui ont échoué. Cependant, le fait que les agrégats monétaires ont joué un rôle important dans la conduite de la politique monétaire des pays d'Amérique Latine ne signifie pas que les banques centrales ont adopté délibérément une stratégie d'ancrage monétaire de ce type.

En effet, mettre en application de manière explicite un ciblage des agrégats

⁸² Cette relation a été bien illustrée par I. Fisher où la masse monétaire multipliée par la vitesse de circulation de la monnaie doit être égale à la quantité de production multipliée par le prix.

monétaires présente principalement deux limites :

- la relation entre l'objectif de stabilité des prix et de l'agrégat monétaire n'est pas très simple à identifier et à définir ;
- il n'est pas évident, compte tenu des innovations financières, de définir assurément l'agrégat de monnaie qui sera utilisé pour un tel ciblage.

L'agrégat de monnaie a été longtemps considéré par les autorités monétaires dans le cadre de la TQM comme indicateur de la stabilité des prix, dans la mesure où il existe un lien stable entre la masse monétaire et le PIB nominal. Dès lors, les agents non financiers expriment une demande nationale de la monnaie en fonction de leur revenu permanent⁸³, et toute augmentation de demande de monnaie qui n'est pas associée à une révision à la hausse du revenu permanent est intégralement dépensée, entraînant ainsi des tensions inflationnistes. Ces tensions se traduisent par la variation des prix des biens et des services.

Sans innovations financières, ce schéma serait encore à l'image de la relation que l'on peut établir entre la masse monétaire et la stabilité des prix. Or, à mesure que la libéralisation financière s'accroît et que les innovations financières l'accompagnent, il devient plus difficile aux autorités de mesurer effectivement la quantité de monnaie en circulation dans l'économie. Dans ce contexte, la difficulté première qui agit sur la relation entre agrégat de monnaie et stabilité des prix consiste à définir correctement l'agrégat de monnaie. En effet, les prix des actifs financiers fournissent des indications utiles sur les anticipations des marchés, relatives à l'orientation de la politique monétaire et aux conditions macro-économiques. Ces actifs sont en perpétuelle évolution et ne figurent pas systématiquement dans l'agrégat monétaire retenu. Il devient alors de plus en plus difficile à cet agrégat de nous renseigner efficacement sur le niveau de l'inflation.

Généralement, il est recommandé en cas de ciblage par agrégat monétaire de définir l'agrégat le plus large comme étant la cible à suivre. Or plus les agrégats sont larges, plus leur contrôle par l'instrument des taux, principal instrument préconisé par la banque centrale, est fragile. Cette fragilité est attribuée au fait que l'agrégat objectif comprend une grande part d'actifs rémunérés au taux de marché.

Par ailleurs, il est important de noter, que le ciblage par agrégat monétaire présente aussi la difficulté d'être compris par le public, ce qui affecte considérablement sa crédibilité vis à vis du public.

N'arrivant pas à atteindre les résultats escomptés et sous les pressions des marchés, une majorité des pays émergents a décidé d'abandonner ces politiques d'ancrage du taux de change et d'agrégat monétaire.

En effet, l'ancrage par le taux de change a commencé à perdre sa crédibilité. Un grand nombre de pays trouvent que l'utilisation d'un tel ancrage présente de sérieux problèmes pendant la phase de réduction de l'inflation. Mais si cette alternative a réussi à faire baisser l'inflation, cela a été fait au détriment de la compétitivité. Par ailleurs, avec un ancrage par le taux de change, on risque de perdre en vue l'objectif principal de stabilité

⁸³ Le revenu permanent est défini comme la somme actualisées des anticipations de revenus futurs des agents non financiers.

des prix en se préoccupant davantage du choix du régime de change qui devient de plus en plus problématique avec une mobilité accrue des mouvements de capitaux. Alors que certains pays répondent à cela par une politique de caisse d'émissions ou de dollarisation, d'autres pensent qu'il est préférable d'augmenter la flexibilité du taux de change.

Les crises ayant touché certains pays émergents les conduit à réfléchir à ce type d'ancrage qui était mis en application au moment des crises. Pour le Mexique par exemple, suite à la crise de balance de paiements qu'il a connu à la fin de l'année 1994, il a été contraint à laisser flotter sa monnaie. Le Brésil de son côté a abandonné en 1999, le *crawling peg* pour un ciblage d'inflation. Depuis le real fluctue librement, mais a toutefois perdu environ 40 % de sa valeur par rapport au dollar. Le Chili, afin de préserver ses réserves de change a décidé d'abandonner depuis septembre 1999 son système de bande de change. L'Argentine a été ainsi le dernier pays de la région ayant un système d'ancrage nominal strict au dollar. En 2002, le Brésil, le Chili, et le Mexique ont préféré abandonner leur ciblage du taux de change.

L'abandon de l'ancrage par le taux de change conduit à la nécessité d'adoption d'un nouvel ancrage. Dans un premier temps la réponse la plus naturelle serait un ancrage par les agrégats monétaires, et ce compte tenu de l'expérience des différents pays en matière d'ancrage. Généralement, en parlant d'ancrage nominal, les deux éventualités qui s'offrent sont soit le taux de change, soit les agrégats monétaires. Toutefois, il s'avère que ce deuxième choix présente encore plus de difficultés que le premier. En effet, outre la difficulté de mise en place de cet ancrage et sa perception par le public, la relation entre les agrégats monétaires et l'objectif de la stabilité des prix établie à travers la vitesse de circulation de la monnaie, reste incertaine et sujette à plusieurs critiques. Par ailleurs, la banque centrale peut aussi rencontrer une autre difficulté en adoptant comme cible l'agrégat monétaire, qui se situe au niveau de la définition de cet agrégat. En effet, la banque centrale doit être attentive aux innovations qui portent sur les produits financiers et se tenir prête, en cas de changements importants dans la structure de ces produits, à modifier la définition des agrégats monétaires larges et étroits. Généralement, l'agrégat retenu doit d'une part, avoir une fonction stable de demande à long terme qui soit en mesure d'exprimer quantitativement la relation entre la monnaie et le prix tout en tenant compte des autres variables ayant une influence sur la demande de monnaie. D'autre part, il doit être en mesure de fournir sur un horizon de 12 à 24 mois des indications fiables sur l'inflation future, dans la mesure où les mesures de politique monétaire ne se répercutent sur l'inflation qu'après un délai considérable. Toutefois, la fonction de demande de monnaie est sensible aux innovations financières. En effet, l'évolution des prix des différents produits financiers peut être révélatrice de tensions inflationnistes non encore manifestes à travers les indicateurs usuels.

L'alternative à l'ancrage nominal est alors le ciblage d'inflation. Dans cet esprit, la cible d'inflation (adoptée par plusieurs pays industrialisés) semble attirer le plus d'attention. La politique monétaire se caractérise par l'annonce des objectifs du taux d'inflation à un niveau faible, une périodicité de prévision d'inflation de moyen terme, et un ajustement systématique des instruments de la politique monétaire dans le but de maintenir le taux d'inflation au même niveau que l'objectif d'inflation annoncé. Le ciblage d'inflation fera l'objet de la section suivante.

II. Le ciblage d'inflation dans les marchés émergents

Adopter une politique monétaire axée sur le maintien d'une faible inflation a toujours été la priorité des pays émergents. Depuis le début des années quatre-vingt-dix, le besoin d'un changement au niveau de la conduite de la politique monétaire s'est fait fortement ressentir. L'ancrage par le taux de change et par l'agrégat monétaire n'ayant pas apporté de résultats satisfaisants, de nombreux pays voient dans le ciblage d'inflation une solution qui peut répondre à leurs problèmes en matière de stabilité des prix.

Comme nous l'avons signalé plus haut, depuis les années quatre-vingt, le débat règle-discrétion a été très présent en matière de conduite de la politique monétaire. L'objectif d'inflation semble présenter un compromis entre la règle et la discrétion ou encore entre la visibilité et la contrôlabilité. Nous allons dans ce qui suit d'abord définir l'ancrage d'inflation, ensuite présenter les pré-requis institutionnels et déterminer ainsi les conditions de mise en place d'un tel ciblage et enfin déterminer le rôle joué par le taux de change dans un tel ciblage.

II-1- Définition du ciblage d'inflation

Le ciblage d'inflation a été décrit comme un cadre d'application de la politique monétaire en liberté surveillée. Fondé sur des règles, ce ciblage contraint la banque centrale d'annoncer explicitement sa cible en appliquant une politique monétaire cohérente. Toutefois, cette dernière dispose d'une certaine marge de manœuvre, dans la mesure où la banque centrale a la liberté de choisir comment utiliser ses instruments. Généralement, la banque centrale règle ses instruments à une date donnée à un niveau pouvant faire converger le taux l'inflation prévisionnelle vers un taux proche de la cible. Dans ces cas, l'inflation prévisionnelle sert d'objectif intermédiaire, et en fonction de l'écart entre les deux taux, la banque centrale détermine l'action à mener. Sur le plan pratique, la banque centrale décide à la lumière des informations obtenues sur l'inflation prévisionnelle de la politique monétaire à adopter. Par ailleurs, compte tenu de l'incertitude qui porte sur l'impact de la politique monétaire sur l'inflation, la banque centrale peut se permettre de dévier momentanément de la cible sans pour autant remettre en cause sa crédibilité.

Pour définir le ciblage d'inflation, nous retenons la définition multidimensionnelle adoptée par la majorité des économistes⁸⁴. Selon cette définition, l'objectif d'inflation est une stratégie de la politique monétaire qui s'articule autour de cinq caractéristiques :

- l'annonce publique d'une cible numérique d'inflation à moyen terme ;
- la mise en place d'un engagement institutionnel de la stabilité des prix comme étant le principal objectif de la politique monétaire, auquel les autres objectifs sont subordonnés ;

⁸⁴ Entre autres : Eichengreen (2002) Masson, Savastano et Sharma (1997), Mishkin (2000).

- l'utilisation d'une stratégie informationnelle axée sur plusieurs variables en plus des agrégats monétaires ou du taux de change pour décider des instruments de la politique monétaire ;
- l'accroissement de la transparence de la stratégie de la politique monétaire à travers la communication avec le public sur le plan d'action, les objectifs et les décisions des autorités monétaires et
- l'augmentation du degré de responsabilité de la banque centrale pour atteindre ses objectifs en matière d'inflation⁸⁵.

En tant que stratégie à moyen terme de la politique monétaire, l'ancrage d'inflation compte plusieurs avantages. En effet :

- il assure une compatibilité avec la perception des forces et des limites de la politique monétaire ;
- il permet un ancrage nominal de la politique monétaire et des prévisions inflationnistes, ce qui implique un besoin de fixer l'objectif à long terme de la politique monétaire ;
- il apporte plus de transparence à la politique monétaire ;
- contrairement au taux de change fixe, il permet à la politique monétaire de se concentrer sur les considérations du public et de répondre aux chocs qui frappent l'économie domestique ;
- par rapport à l'ancrage avec un agrégat de monnaie, le ciblage d'inflation ne dépend pas d'une relation entre la monnaie et l'inflation, mais plutôt de la manière dont sera utilisée toute l'information disponible pour déterminer les meilleures conditions de mise en place des instruments nécessaires à la politique monétaire. En plus, le fait que cette stratégie de la politique monétaire soit facilement comprise et donc mieux acceptée par le public, la rend plus transparente ;
- parce qu'une cible explicite augmente la responsabilité de la banque centrale, la cible d'inflation a aussi la possibilité de réduire le risque d'incohérence temporelle couru par la banque centrale. Face à ce problème, l'objectif d'inflation a l'avantage de concentrer le débat politique plus sur ce qu'une banque centrale peut faire à long terme, comme par exemple le contrôle de l'inflation, plutôt que de voir ce que la banque centrale ne peut pas assurer à travers une politique monétaire.

Pour y aboutir, un engagement institutionnel est indispensable pour veiller à ce que la stabilité des prix soit l'objectif principal de la banque centrale. Ceci est particulièrement important dans les pays émergents ayant connu souvent des problèmes de gestion au niveau de leur politique monétaire. L'engagement institutionnel implique un support législatif pour une banque centrale indépendante dont la charte contient deux principaux axes : (i) isoler suffisamment le comité de décision de la banque centrale des autorités politiques et (ii) donner à la banque centrale la liberté de contrôle des instruments de la politique monétaire.

85

Dans la théorie monétaire, le renforcement de la transparence de la politique monétaire et de la responsabilité de la Banque Centrale constituent un moyen utilisé pour augmenter le pouvoir contraignant de la règle en imposant un coût aux autorités chaque fois qu'elles s'en écartent. En ce sens, certains les considèrent comme étant des mesures d'accompagnement susceptibles d'être mises en place dans le cadre d'autres règles de politique monétaire

II-2- Les pré-requis institutionnels à la cible d'inflation

L'ancrage d'inflation a mis l'accent sur le besoin et la nécessité de rendre la politique monétaire transparente et d'entretenir régulièrement les réseaux de communication avec le public⁸⁶. La politique monétaire est plus efficace lorsque les marchés arrivent à bien comprendre les objectifs ainsi que la relation entre eux et les mesures prescrites pour les atteindre. Dans ce contexte, la transparence de la politique monétaire est très importante et joue un rôle clé dans la mesure où elle montre aux marchés la responsabilité des banques centrales vis à vis des résultats obtenus.

Les pays qui s'engagent de manière crédible et avec précision à atteindre un objectif de stabilité des prix moyennant le ciblage d'inflation, doivent satisfaire certaines conditions. Ils sont en effet tenus de :

- s'engager explicitement à atteindre un objectif d'inflation précis dans un délai préalablement fixé ;
- annoncer régulièrement leurs objectifs au public ;
- mettre en place des mécanismes institutionnels attribuant à la banque centrale la responsabilité de la réalisation de ces objectifs.

Le premier débat ou interrogation qui s'engage porte sur le choix du paramètre utilisé pour mesurer l'inflation et le taux cible, en d'autres termes faut-il cibler l'inflation ou le niveau des prix? L'inflation peut en effet, être mesurée soit par l'indice des prix à la consommation (IPC), soit par le délateur du PIB. Ce dernier présente l'avantage de refléter plus justement la notion d'inflation intérieure, alors que l'IPC a l'avantage d'être l'indice que le public connaît le mieux. Il est en plus calculé mensuellement et diffusé à bref délai ce qui permet de le suivre régulièrement. Toutefois, la politique monétaire ne pouvant pas tenir compte des variations de l'inflation à court terme, considérées comme exogènes, elle exclut de l'IPC les éléments dont le prix est sujet à ce type de variations. La politique monétaire tiendra alors compte uniquement de l'impact initial de la hausse des prix, en ignorant les effets secondaires découlant de la spirale prix-salaires. Par ailleurs, l'expérience a montré que les pays préfèrent cibler le taux d'inflation plutôt que le niveau des prix. Toutefois cette préférence présente un aspect économique puisque cibler le taux d'inflation ne signifie pas qu'il est forcément plus favorable à l'économie, mais il est moins coûteux de ramener le taux d'inflation à un taux cible que de ramener le niveau des prix à un niveau cible après un choc.

La seconde interrogation concerne la fixation de la cible appropriée sur le long terme. Faut-il choisir de cibler une valeur ponctuelle, ou bien une fourchette cible ? Parmi les pays émergents ayant adopté un ciblage d'inflation, seul le Chili a choisi de viser une valeur ponctuelle, la majorité des autres pays ont opté pour une fourchette. Opter pour une valeur cible, c'est s'exposer au risque d'incertitude d'atteindre ce taux. En effet, les

⁸⁶ D'après l'expérience des pays industrialisés, ces caractéristiques ont été fondamentales pour assurer la réussite de la stratégie du ciblage d'inflation.

difficultés inhérentes à la prévision de l'inflation et les problèmes de transmission de la politique monétaire, augmentent le risque de manquer le taux cible. La fourchette, en revanche, présente l'avantage d'accorder une plus grande souplesse aux autorités monétaires dans la mesure où elles ne sont pas tenues d'atteindre une valeur fixe, mais peuvent avoir une marge dans leur cible. En outre, décider de la largeur de cette fourchette pose problème. En effet, une fourchette trop étroite présente les mêmes inconvénients qu'une cible ponctuelle. Une fourchette trop large diminue de la crédibilité de la politique monétaire dans la mesure où elle augmente la probabilité d'atteindre la cible sans efforts particuliers. Toutefois, malgré les difficultés que pose le choix d'une zone cible, cette solution est celle qui a été adoptée par un grand nombre de banques centrales. Tous ces problèmes se rapportant à la fourchette n'ont cependant pas freiné son utilisation, mais ont concentré l'objectif des autorités à amener le taux d'inflation à l'intérieur de la fourchette sans se focaliser sur l'objectif d'atteindre le point médian de celle-ci.

La troisième interrogation porte sur l'horizon fixée pour la cible. Faut-il un horizon court ou un horizon long pour atteindre la cible fixée ? Généralement, les délais que se fixent les autorités monétaires pour aboutir à leur objectif varient entre 12 et 24 mois en moyenne. En effet un délai inférieur à 12 mois pose des problèmes notamment dans la contrôlabilité et la faisabilité de l'objectif prédéterminé, même si la politique monétaire est conduite de manière optimale. Un deuxième problème est relatif à l'instabilité éventuelle des instruments de la politique monétaire. Un aussi court délai ne permet pas à la banque centrale de revoir ses instruments et de les adapter aussi rapidement à la cible fixée. Un troisième et dernier problème se rapporte aux fluctuations de la production dans la fonction de perte de la banque centrale, dont le poids s'affaiblit lorsque l'horizon est court. Le choix des différents pays est d'établir une cible pluriannuelle, c'est à dire prévoir deux ans environ en avance la cible. Cette méthode permet de prendre en considération les fluctuations de la production dans la fonction objectif de la banque centrale. L'approche dans la poursuite de la cible d'inflation devient graduelle (Svensson 1997).

En matière de responsabilité de la banque centrale à atteindre l'objectif qu'elle s'est fixée, il est important que celle-ci dispose d'une marge de manœuvre nécessaire pour que sa mission soit accomplie dans les bonnes conditions. Il n'est toutefois pas indispensable que ses statuts lui attribuent une totale indépendance, mais elle doit pouvoir choisir librement les instruments nécessaires pour atteindre son objectif. Dans ce contexte, il est indispensable qu'aucun symptôme de dominance budgétaire ne soit présenté par la banque centrale. Ce qui signifie que la politique monétaire ne doit être ni freinée, ni dictée par des considérations d'ordre budgétaire. Par ailleurs, pour être pleinement responsables de la réalisation de cet objectif d'inflation, les pouvoirs publics doivent éviter de cibler toute autre variable nominale susceptible d'entraver la conduite de la politique monétaire dans le cadre du ciblage d'inflation. Parmi ces variables, il y a les salaires et ou le taux de change.

Sur le plan pratique, en général toutes les banques ayant choisi un ciblage d'inflation publient périodiquement des rapports dans lesquels sont exposés les orientations futures de leurs politiques monétaires. Ces rapports publient aussi les résultats obtenus et expliquent les écarts entre le taux actuel et le taux cible. Ainsi, le public peut mieux saisir

et suivre le raisonnement de la banque centrale, ce qui réduit les risques d'interprétation erronée des différentes décisions de la banque centrale. Le tableau IV.3 montre la rigueur des pays émergents en matière de transparence du ciblage d'inflation :

Tableau IV.3 : Délais d'annonce des décisions prises en ciblage d'inflation

	Réunion annoncée à l'avance	L'annonce de la décision	L'annonce de la décision par la presse
Brésil	2 à 12 mois avant	Immédiatement après	Dans les 8 jours suivants
Chili	6 mois avant	Immédiatement après	Dans les 3 mois suivants
Corée	Programmation annuelle	Immédiatement après	Dans les 3 mois suivants
Thaïlande	12 mois avant	Immédiatement après	Pas d'annonce par la presse

Source : Schmidt-hebbel (2001)⁸⁷

Comme nous l'avons précédemment souligné, on remarque que ces pays annoncent l'objectif présumé tout de suite après l'avoir décidé en réunion, celle-ci étant prévue depuis quelques mois, voir même une année. Le fait de l'annoncer aussi rapidement témoigne de la volonté des autorités d'assurer une certaine transparence en matière de ciblage d'inflation.

II-3- Le rôle du taux de change dans une politique de ciblage d'inflation

L'engagement institutionnel de la stabilité des prix exige que la banque centrale fasse de celle-ci son principal objectif. Ainsi en cas d'incompatibilité avec les autres objectifs, tels que la stabilité du taux de change ou la promotion de l'emploi, c'est à la stabilité des prix que doit être accordée la priorité.

Le problème qui se pose reste toujours relatif au régime du taux de change approprié en cas de ciblage d'inflation. Quel est le rôle du taux de change lorsqu'un ancrage explicite d'inflation est adopté ? Dans quelles circonstances les autorités monétaires répondent-elles aux fluctuations du taux de change ? Comment réagissent-elles maintenant ?

Le modèle de L. Ball (2000) permet de mesurer l'importance du taux de change dans un ciblage d'inflation, dans la mesure où il montre que la non prise en compte du taux de change dans le ciblage d'inflation peut conduire à une volatilité du taux de change.

Plusieurs pays ont adopté pendant les années quatre-vingt-dix l'ancrage par l'inflation comme étant le cadre fondamental dans la conduite de leur politique monétaire. Ces pays ont déjà essayé plusieurs instruments pour atteindre les cibles d'inflation. Une majorité d'entre eux ont opté pour un taux à court terme comme instrument, d'autres ont choisi d'expérimenter les indices des conditions monétaires fondés à la fois sur les taux d'intérêt et les taux de change. Chacune de ces approches a ses mérites.

⁸⁷ Cité dans Ho et Mc Cauley (2003)

L. Ball s'est intéressé à la période qui a suivi les crises de 1997, au cours de laquelle les chocs macro-économiques ont frappé plusieurs pays tels que les pays d'Asie du Sud Est. Tout comme les pays de l'OCDE, les pays en développement tels que le Chili et le Brésil ont été secoués par des reverses des taux de change, de l'exportation et des prix des matières premières mondiales. Les règles politiques développées pour les économies fermées ne sont pas appropriées pour répondre à de tels chocs. En économie ouverte, pour stabiliser l'économie, l'inflation ciblée doit être ajustée afin de supprimer les effets transitoires des mouvements du taux de change. La question qui se pose, à ce niveau concerne le choix optimal de l'instrument de politique. Le choix est partagé entre le taux d'intérêt et l'index des conditions monétaires.

Le modèle proposé par L. Ball comporte 3 équations :

$$(1) \quad y = -\beta r_1 - \delta e_1 + \lambda y_1 + \varepsilon ;$$

$$(2) \quad \pi = \pi_{-1} + \alpha y_{-1} - \gamma(e_{-1} - e_{-2}) + \eta ;$$

$$(3) \quad e = \theta r + v ,$$

Où :

- y est le log de la production réelle ;
- r est le taux d'intérêt réel ;
- e est le log du taux de change réel (une augmentation de e implique une appréciation du taux de change) ;

π est l'inflation ; et

ε , η et v sont des termes d'erreurs aléatoires.

Tous les paramètres sont positifs, et toutes les variables sont mesurées en tant que déviations des niveaux moyens.

L'équation (1) est celle de la courbe IS en économie ouverte. Le produit est fonction négative de l'écart du taux d'intérêt et du taux de change réel, et fonction positive du choc de la demande. β , δ et λ désignent l'élasticité qui représentent la sensibilité de y respectivement au taux d'intérêt, au taux de change de la période précédente et à la production de la période précédente.

L'équation (2) représente la courbe de Phillips en économie ouverte. La variation

d'inflation dépend du différentiel de production, de celui du taux de change réel et du choc. La variation du taux de change affecte l'inflation dans la mesure où elle est directement transmise par les prix d'importation. α et β désignent l'élasticité qui représentent la sensibilité de l'inflation respectivement à la production de la période précédente et à l'écart du taux de change.

L'équation (3) décrit une relation positive entre les taux d'intérêt et les taux de change. L'idée de cette relation est que l'augmentation des taux d'intérêt encourage les entrées de capitaux, ce qui conduit à une appréciation de la monnaie. Les autres déterminants du taux de change, comme les prévisions et les motivations d'investissements, sont inclus dans la variable d'erreur

α désigne la sensibilité du taux de change au taux d'intérêt. L'équation (3) est la meilleure forme réduite des équations du taux de change.

La banque centrale a le choix entre le taux de change et le taux d'intérêt en tant que règle. Elle choisit le taux d'intérêt réel r . En utilisant l'équation (3), il est possible de réécrire n'importe quelle règle pour déterminer e , ou pour déterminer une relation entre e et r .

Une caractéristique clé de ce modèle est que cette politique affecte l'inflation à travers deux canaux. Une contraction monétaire va réduire la production et donc l'inflation à travers la courbe de Phillips, et peut aussi être à l'origine d'une appréciation qui réduit directement l'inflation. La différence (1)-(3) permet de montrer la durée nécessaire pour atteindre l'inflation à travers le premier canal. Il en ressort que le premier canal dure deux périodes : un resserrement augmente r et e en même temps, mais ces variables nécessitent une période de temps pour affecter la production et une autre période pour que la production affecte l'inflation. En revanche, l'effet direct de la variation du taux de change sur l'inflation ne nécessite qu'une période. Le canal du taux de change est alors le plus rapide entre la politique choisie et l'inflation. L. Ball suppose que la période est d'une année.

Il a été montré que le ciblage d'inflation est efficace à la fois pour stabiliser l'inflation et le revenu. Toutefois, cette efficacité a été testée dans les économies fermées. En économie ouverte, l'objectif de la stabilisation de la production et de l'inflation est mieux atteint à travers un ciblage à long terme, une mesure de l'inflation qui filtre les effets transitoires des fluctuations du taux de change. Cette variable est définie par π^* .

$$(4) \pi^* = + \alpha e_{-1}$$

avec α le coefficient de variation du taux de change dans la courbe de Phillips. Dans la définition de π^* , e représente la déviation du taux de change par rapport à son niveau d'équilibre. Ainsi, si e_{-1} est positif alors le taux de change dépasse son niveau de long terme dans la période précédente. A partir de la courbe de Phillips, cette appréciation réduit directement l'inflation de αe_{-1} ; π^* représente le niveau d'inflation en cas d'absence d'effets directs du taux de change. On peut aussi interpréter $\pi^* +$ comme une mesure qui filtre les effets directs mais temporaires du taux de change. Pour une production donnée une appréciation conduit à une baisse d'inflation, mais elle va augmenter encore de lorsque l'appréciation est inversée.

En utilisant la différence entre (1) et (3), il apparaît que π^* conduit à un produit et une inflation stables. En revanche, cibler l'inflation de manière stricte, maintient l'inflation stable mais produit beaucoup plus de variations du produit que nécessaire. Deux principaux avantages en faveur du choix de π^* sont à noter :

- cibler π^* signifie que la politique n'induit pas de contraction de la production, ce qui est nécessaire pour une stabilité de l'inflation à long terme.
- en économie ouverte, le problème avec un pur ciblage d'inflation est que les autorités monétaires peuvent modifier le taux de change avec beaucoup d'agressivité pour contrôler l'inflation. L'effet des taux de change sur les prix d'importation est le canal le plus rapide de transmission de la politique monétaire à l'inflation. Ce mécanisme est plus rapide que celui du produit. Dès lors, si les autorités monétaires doivent garder l'inflation le plus possible de sa cible, elles doivent y répondre en variant agressivement le taux de change pour éliminer les mouvements d'inflation. Cela nécessite à son tour un important inversement des taux d'intérêt. Le problème avec ces mouvements importants du taux d'intérêt et du taux de change est qu'ils peuvent causer d'importantes fluctuations du revenu. Cibler π^* évite ce problème et assure plus de stabilité au produit, car π^* n'est pas affectée par les mouvements temporaires du taux de change.

Cibler π^* implique qu'il est important pour les autorités monétaires de distinguer entre les variations temporaires et les variations permanentes du taux de change. L. Ball focalise son étude sur les déviations du taux de change de son niveau d'équilibre à long terme, qui sont des variations temporaires. Les autorités monétaires peuvent ignorer les effets inflationnistes directs de ces fluctuations. Les taux de change peuvent aussi changer, cependant, parce que les fondamentaux s'inversent, l'équilibre à long terme change aussi. La variable e est alors définie comme la déviation du taux de change de son niveau d'équilibre à long terme.

Si le taux de change actuel diminue et que l'équilibre de long terme diminue du même montant, l'inflation à long terme π^* augmente dans les mêmes proportions que l'inflation actuelle π . Dans ce cas, les autorités monétaires doivent resserrer leur politique, ce qui réduit le produit. Toutefois, l'inconvénient que présente le ciblage à long terme de π^* c'est que les autorités monétaires doivent donner une estimation du paramètre α de la courbe de Phillips. En revanche un ancrage pur d'inflation est relativement facile à poursuivre, vu que mesurer l'inflation de manière ordinaire ne nécessite pas une connaissance de l'équilibre du taux de change ou des paramètres de la courbe de Phillips. Les adeptes du ciblage de π diront que cibler π^* va réduire la simplicité et la transparence de la politique monétaire. Lorsque le taux de change varie temporairement de son niveau d'équilibre, alors l'inflation de long terme ne va pas être affectée, dès lors la banque centrale n'agit pas. Si en revanche, la variation du taux de change est durable, alors l'inflation sera affectée et la banque centrale devra réagir. Ainsi une réaction de la banque centrale n'est de rigueur que lorsque la variation du taux de change perdure dans le temps.

Par ailleurs, les taux de change peuvent affecter l'inflation à travers les prix des biens échangeables, ainsi qu'à travers leur impact sur les prévisions inflationnistes. Le taux de

change peut de ce fait être potentiellement important sous n'importe quel régime dans la mesure où les pays émergents restent vulnérables à son sujet, ce qui peut sérieusement compliquer ou même compromettre la mise en place de l'objectif d'inflation.

Il apparaît en outre que :

- dans certaines économies, en particulier celles à bas revenus, il existe une forte corrélation entre le taux de change et les prix domestiques. En effet, les prix et salaires étant rigides, une appréciation du taux de change nominal peut être à l'origine d'une dégradation significative du solde de la balance courante. Comme les pays émergents sont, dans leur ensemble, très ouverts et très dépendants du commerce international, il est normal de penser qu'une appréciation du taux de change nominal stimule les importations. Cela provoque une baisse des prix des biens domestiques et aussi bien les exportations que la compétitivité prix sur le marché international se trouvent pénalisées. Les coûts de production restent toutefois inchangés, ce qui n'est pas profitable pour la rentabilité des entreprises exportatrices. Ces dernières se trouvent alors face à un dilemme : soit elles gardent les mêmes prix de vente et ainsi leur rentabilité convertie en monnaie nationale va alors baisser. Cela découle du fait que la rigidité des prix et des salaires met ces entreprises dans l'incapacité d'agir sur les coûts de production. Soit au contraire, elles décident de changer leurs prix pour essayer de préserver la valeur de leur revenu en monnaie nationale, et dans ce cas elles risquent de ne pas pouvoir résister face à la concurrence. La baisse des prix des biens importés est en général à l'origine d'une baisse des coûts. Cette dernière accompagnée par un contrôle voire même une baisse des salaires va conduire à une baisse de la compétitivité prix, en particulier si la variation de la production est inférieure à la variation des prix ;
- ce lien est renforcé lorsque l'inflation est plus élevée. En effet, lorsque l'inflation est en hausse, la corrélation taux de change et prix domestiques se consolide davantage (paragraphe I.1).

Dès lors, même en optant pour un objectif d'inflation, les marchés émergents peuvent difficilement renoncer à tout objectif de change. Un tel objectif leur permet en effet d'assurer une certaine stabilité à leur économie en se donnant la possibilité d'intervenir pour limiter les conséquences des fluctuations du taux de change indépendamment de la cible choisie. Comme l'ancrage par l'inflation exige nécessairement une flexibilité du taux de change nominal, les variations du taux de change sont inévitables. Cependant, lorsque les dépréciations sont importantes, elles peuvent augmenter la charge de la dette en majeure partie libellée en dollar, et par voie de conséquence accroître les risques d'une crise financière (Mishkin 1996). Ceci suggère que les marchés émergents ne peuvent pas se permettre d'ignorer le taux de change lorsqu'ils adoptent une politique monétaire avec un ciblage d'inflation. En plus, cette cible ne semble pas être durable à moins qu'il y ait des règles prudentielles strictes et des institutions financières qui assurent que le système est capable de supporter des chocs du taux de change.

Par ailleurs, de nombreuses études ont montré que les marchés émergents sont caractérisés par un degré élevé, par rapport aux pays industrialisés, de *pass-through* .

Celui-ci représente la transmission des variations du taux de change aux prix domestiques. C'est à dire que l'augmentation du prix des biens importés engendrée par la dépréciation du taux de change est plus rapidement et plus fortement incorporée dans les prix des biens domestiques dans les pays émergents que dans les pays industrialisés. Cela implique que lorsqu'une banque centrale opte pour un ciblage d'inflation, elle doit en présence d'un *pass-through* élevé accorder davantage d'importance aux variations du taux de change pour définir sa fonction de réaction puisque celles-ci sont à l'origine d'une large partie des variations de l'inflation future.

D'après Ho et Mc Cauley (2003), un *pass-through* élevé complique les politiques de cible d'inflation. Les autorités monétaires se doivent d'agir pour ajuster le taux de change en fonction de la cible annoncée lorsque les effets du taux de change sont fortement répercutés sur l'inflation. L'engagement de la banque centrale vis à vis de la cible d'inflation implique *de facto* un engagement vis à vis du taux de change⁸⁸. Ce qui expose davantage les politiques d'objectif d'inflation aux risques d'attaques spéculatives.

Toutefois, cela ne remet pas en cause la possibilité d'une banque centrale à s'engager dans un objectif d'inflation. D'ailleurs pour certains (Einchengreen 2002) un *pass-through* élevé peut permettre à la banque centrale d'atteindre rapidement son objectif d'inflation, dans la mesure où elle agit sur les mouvements du taux de change à travers la loi de la parité de taux d'intérêt non couverte. Ces mouvements sont d'autant plus importants que le degré du *pass-through* est élevé. Cependant, les effets des variations du taux de change sont limités par les effets de compétitivité des produits domestiques par rapport aux produits étrangers. Cet effet est d'autant plus faible que la dépréciation du taux de change est fortement répercutée dans les prix domestiques. Par conséquent, plus le *pass-through* est élevé, plus la banque centrale doit avoir recours au canal du taux de change pour atteindre sa cible d'inflation.

Ainsi, avant de mettre au point leurs stratégies de ciblage d'inflation, chaque pays doit d'abord décider du régime de taux de change et s'y tenir. En effet, il est difficile de gérer simultanément un ciblage d'inflation et de régime de change.

Outre les changements de régimes monétaires qui accompagnent la mise en application de la cible d'inflation et que les autorités monétaires doivent gérer, les banques centrales doivent aussi accorder beaucoup d'importance au système de communication et de collecte de données.

Alors que plusieurs pays ont déjà adopté le ciblage d'inflation au début des années quatre-vingt-dix, il reste tout de même supposé qu'il n'est pas aussi facile d'établir un tel ciblage. Dans ce contexte Masson et alii (1997) suggère qu'adopter un ciblage d'inflation nécessite un cadre monétaire où (i) le pays serait capable de poursuivre une politique monétaire indépendante en particulier de toute contrainte budgétaire ; et (ii) le pays serait libre de tout engagement d'un autre ancrage nominal tel qu' un ancrage du taux de change. Il est toutefois difficile aux pays émergents de réunir ces deux conditions. Si les pays choisissent de garder un faible taux d'inflation, de fixer leur taux de change comme ancrage nominal, il n'est plus possible de parler de ciblage d'inflation, tel a été le cas en

⁸⁸ Cela a été confirmée par le cas de la Thaïlande et la Corée où a été démontrée la relation faible inflation – faible degré de *pass-through*.

Argentine depuis 1991 avec le système des caisses d'émissions.

Le ciblage d'inflation est une alternative aux autres formes d'ancrage nominal, toutefois il est important de signaler que dans le ciblage d'inflation dans les marchés émergents, le taux de change joue un important rôle.

Le ciblage d'inflation est certes l'alternative qui répond le mieux aux attentes de la banque centrale et du public en matière de conduite de la politique monétaire, il ne faut cependant pas ignorer les limites qu'un tel ancrage présente. Contrairement aux taux de change et aux agrégats monétaires, le taux d'inflation ne peut pas être facilement contrôlé par la banque centrale. En effet, les résultats de l'inflation qui prennent en considération les effets de changement des instruments sont annoncés après un décalage substantiel. Ainsi la difficulté de contrôler l'inflation devient problématique pour les pays émergents qui parviennent à faire baisser des niveaux d'inflation relativement élevés. Les erreurs risquent d'être importantes et l'ancrage par l'inflation aurait tendance à être manqué, et là aussi, il sera difficile pour la banque centrale d'assurer sa crédibilité en matière d'inflation et de justifier les raisons de ces déviations.

Dans ce qui suit, nous présenterons le cadre institutionnel préparé par les autorités monétaires pour mettre en œuvre l'objectif d'inflation pour lequel ont opté plusieurs pays. Puis nous analyserons les résultats déjà obtenus jusque là depuis l'adoption de cet objectif.

III- La mise en application de l'objectif d'inflation dans les marchés émergents

Afin de réussir un ciblage d'inflation dans les pays émergents, deux conditions doivent être réunies :

1. offrir à la banque centrale la possibilité de conduire une politique monétaire indépendante
L'indépendance de la politique monétaire selon les pays en développement se traduit principalement par : une indépendance des opérations et instruments de la politique monétaire ; une capacité de définir les objectifs et les cibles et de formuler la politique ; ;
2. s'assurer que l'objectif principal et prioritaire est bien la stabilité des prix.

Outre ces deux conditions, il est important, dans le but d'améliorer l'environnement macroéconomique général, que les pays concernés prennent certaines mesures avant de mettre en place le ciblage d'inflation. La principale préoccupation est que la banque centrale, tout en assurant son indépendance arrive à atteindre l'objectif de stabilité des prix. Pour ce faire, il est possible, afin d'accroître la crédibilité des autorités monétaires, de garantir l'indépendance d'instruments de la banque centrale. Cela suppose que la banque centrale dispose de choisir librement les instruments de la politique monétaire qu'elle juge nécessaire pour atteindre son but, sans subir de pressions de la part des autorités

budgétaires. Par ailleurs, à travers l'introduction des mesures de régulation et de supervision du système financier, elle peut parvenir à éliminer les institutions financières insolvables, ce qui favorisera la stabilité du système financier.

Il est question dans cette section de présenter d'abord les différentes expériences des pays émergents ayant adopté un ciblage d'inflation, et de faire état par la suite des résultats obtenus en matière de politique monétaire suite à ce nouveau ciblage.

III-1- Expérience des pays d'Amérique Latine

Ce sont les pays d'Amérique Latine (Brésil, Chili et Mexique) qui ont été les premiers à adopter un objectif d'inflation et qui ont réussi à réunir ces deux conditions. Compte tenu de leur hétérogénéité, les pays émergents ont des expériences différentes en matière de politique monétaire et à des stades différents du développement financier.

Par rapport aux cinq conditions fondamentales qui définissent le ciblage d'inflation, seul le Brésil a veillé dès le départ à satisfaire ces conditions.

Le ciblage d'inflation a été utilisé dans ces pays comme un moyen permettant de construire la crédibilité de la politique monétaire et de la banque centrale. Dans ce contexte, deux points sont mis en évidence : le premier concerne le souci d'assurer et de maintenir la crédibilité de la banque centrale, le second concerne la conduite même de la politique monétaire sous un ciblage d'inflation. Ce dernier point fait apparaître les décisions des autorités monétaires au niveau des taux d'intérêt et du taux de change.

Le Chili, en adoptant un objectif du taux de change à travers le plan de stabilisation fondé sur le taux de change, dont le dernier en date s'est achevé en mai 1982, le Chili n'a pas réussi à atteindre son objectif de stabilité des prix. En outre cet ancrage ne facilite pas à la banque centrale d'établir sa crédibilité. Quant à un objectif intermédiaire d'agrégat monétaire, il n'est pas facile à établir dans un pays où le marché financier est en développement et où la demande de monnaie est plutôt volatile. Le choix qui reste à faire est le ciblage d'inflation.

Le Chili a été le premier pays parmi les pays émergents qui, en matière de conduite de la politique monétaire, ont adopté le ciblage d'inflation.

Pour assurer son indépendance, la banque centrale du Chili a dû faire face à une importante hausse du taux d'inflation, à la suite de plusieurs politiques expansionnistes en 1989. C'est dans ce contexte que la banque centrale a à la fois resserré sa politique monétaire et décidé d'adopter une cible d'inflation annuelle comme ancrage nominal. La mise en place de cet ancrage s'est faite graduellement dans le but de ramener progressivement le taux d'inflation chilien aux niveaux internationaux sans entraîner de coûts de production importants.

Depuis 1990, avec un taux d'inflation dépassant 20 %, le Chili a d'abord commencé par annoncer un objectif d'inflation en septembre pour les douze mois à venir jusqu'en décembre de l'année suivante. Comme il a été signalé précédemment, la réussite du ciblage d'inflation est conditionnée par l'indépendance de la banque centrale. Dans ce contexte, et avant de mettre en application la stratégie d'ancrage par l'inflation, la nouvelle

législation de la banque centrale de 1989 au Chili qui a pris effet en 1990, a accordé l'indépendance de la banque centrale et a mandaté la stabilité des prix comme un de ses principaux objectifs⁸⁹. La banque centrale du Chili a progressivement augmenté l'importance accordée à l'objectif de la stabilité des prix.

Tout au long de cette période, la banque centrale a bien mis l'accent, à travers ses actions, sur la priorité accordée à l'ancrage par l'inflation par rapport à la bande du taux de change (qui faisait partie du régime de la politique monétaire au Chili depuis les années quatre-vingt). Entre 1992 et 1997 lorsque l'entrée massive de capitaux a poussé le taux de change à proximité de la limite d'appréciation de la bande de fluctuation du taux de change, la banque centrale a élargi la bande et en a même réévalué la partie centrale tout en maintenant inchangé le ciblage par l'inflation, signalant ainsi au public qu'elle attache une importance capitale à la baisse de l'inflation plutôt que de résister à une appréciation réelle qui semble être garantie par les déterminants fondamentaux du taux de change réel.

Par ailleurs, l'économie chilienne se caractérise par une forte position budgétaire, qui a soutenu l'ancrage d'inflation. Entre 1991 et 1998, le solde budgétaire a enregistré un excédent tous les ans. Jusqu'en 1997 cet excédent a été en moyenne de l'ordre de 2,8% du PIB, ce qui indique clairement que la politique budgétaire était sous contrôle. En outre, les mesures prises en conséquence des crises bancaires du début des années quatre-vingt, ont permis au Chili d'avoir une régulation et une supervision bancaire de qualité comparables à celles des pays industrialisés et bien meilleures que celles pratiquées dans le reste de l'Amérique Latine (exception faite de l'Argentine depuis 1995). Le système financier chilien s'est ainsi trouvé plus solide, ce qui a permis à la banque centrale de prendre les mesures nécessaires pour défendre sa monnaie.

En 1998, la banque centrale du Chili s'est montrée peu disposée à faciliter la politique monétaire et permettre la dépréciation du taux de change dans le but d'amortir les effets négatifs des chocs commerciaux. La banque centrale a préféré augmenter ses taux d'intérêt et a même resserré la bande de fluctuation du taux de change. Ces décisions semblent être une erreur : le ciblage par l'inflation n'a pas abouti et l'économie est entrée en récession pour la première fois sous un régime d'ancrage par l'inflation. En 1999, la banque centrale a changé de stratégie et a fini par accepter de faciliter la politique monétaire en diminuant les taux d'intérêt et permettre ainsi la dépréciation du peso.

Pour le Chili, l'adoption d'un ciblage d'inflation en 1990 a contribué à la promotion de la crédibilité de la politique monétaire et a soutenu une convergence progressive du pays vers la stabilité des prix.

Au Brésil, la stabilisation fondée sur le taux de change sous le plan real depuis 1994 et jusqu'en janvier 1999 avait bien réussi, et a notamment permis de réduire l'inflation dont le taux s'élevait à 2500 % en décembre 1993 à moins de 2 % en décembre 1998.

⁸⁹ La législation a aussi stipulé un objectif de la banque centrale pour assurer l'équilibre dans les paiements domestiques et internationaux. En partie à cause de cela, le Chili a maintenu une bande du taux de change autour du taux de change fixe pendant une grande partie des années quatre-vingt-dix. Cependant, la banque centrale a bien signalé qu'en cas de conflit potentiel entre la bande du taux de change et l'ancrage par l'inflation, c'est l'ancrage par l'inflation qui aura la priorité.

Cependant, en conséquences immédiates de la crise monétaire, les problèmes de mésalignements⁹⁰ du taux de change et le manque d'une stratégie claire de la politique monétaire ont poussé le Brésil à adopter l'ancrage par l'inflation, voyant en cet ancrage le meilleur moyen d'arriver à stabiliser l'économie et notamment les prix sous un régime de taux de change flexible. Aussitôt après sa désignation au début du mois de février 1999, le nouveau gouverneur de la banque centrale du Brésil a entrepris deux étapes importantes :

il a reconnu le besoin rapide de mise en place d'un ancrage nominal et a annoncé 1. que le Brésil va bientôt adopter une stratégie de cible d'inflation ;

Il a décidé d'augmenter le taux d'intérêt interbancaire de 600 points de base, à 45 %, 2. pour arrêter la chute du real et rétablir la crédibilité de la politique monétaire.

La réalisation de ces deux étapes a été délicate compte tenu de la fragilité du régime du taux de change accentuée par la crise de 1999. Les pays émergents se sont longtemps engagés dans la limitation de la flexibilité du taux de change non seulement à travers l'usage explicite des bandes du taux de change, mais aussi à travers les interventions fréquentes sur le marché de change. Répondre fréquemment aux mouvements flexibles du taux de change risque de le transformer en un ancrage nominal pour une politique monétaire qui prend comme cible l'inflation. Pour éviter ce problème, la banque centrale doit agir sur des variations du taux de change à court terme, ce qui aiderait éventuellement à atténuer les effets déstabilisants de changement du taux de change.

L'adoption du ciblage d'inflation devra se conformer aux conditions suivantes :

- la cible d'inflation tout comme les intervalles de tolérance seront fixés par le comité monétaire national sur proposition du ministère des finances ;
- l'objectif d'inflation pour les années 1999, 2000 et 2001 sera fixé au plus tard le 30 juin 1999. A partir de 2002, il sera fixé et au plus tard le 30 juin deux ans avant ;
- il est du ressort de la banque centrale de mettre en place les politiques nécessaires pour atteindre l'objectif fixé ;
- la banque centrale devra par un rapport trimestriel faire état des différentes décisions de la politique monétaire, ainsi que des résultats obtenus et des perspectives futures de celle-ci en matière du taux d'inflation.

Deux principales questions se posent :

- la banque centrale du Brésil sera-t-elle capable d'améliorer et d'affirmer son indépendance vis à vis du gouvernement et de maintenir son engagement à contrôler l'inflation ;

⁹⁰ le *mésalignement* du taux de change réel n'est pas un phénomène propre au régime de change contrôlé, il peuvent aussi se produire sous un régime de taux de change flexible . Lorsque la modification du taux de change menace de faire dévier l'inflation de son objectif, une réponse de la politique monétaire est de rigueur. Par exemple, une dépréciation accélérée du real au Brésil en mars 2001 a aidé à pousser l'inflation au-dessus de sa limite tolérée à 6% de son objectif pour l'année. La banque centrale a donc réagi en augmentant les taux d'intérêt pour cinq mois consécutifs.

- le gouvernement pourra-t-il entreprendre les étapes et les réformes requises pour mettre en place une politique budgétaire durable, compatible avec une faible inflation.

Si le Brésil ne peut pas encore relever ces deux défis, la politique monétaire va devenir très discrétionnaire, la dominance budgétaire va s'installer et le régime de cible d'inflation va s'agrandir.

La crise financière qui a frappé le Brésil en 1999 n'a pas arrangé les choses puisqu'il a été contraint de laisser flotter le real et déclencher un vent de panique en janvier 1999. Etant donné les antécédents du Brésil, la menace inflationniste était très probable, on prévoyait alors une inflation comprise entre 30 et 80 % et une contraction du PIB de (-3 à -6 %) en 1999. Une première décision devait être prise : revenir à une parité fixe ou administrée, ou continuer de laisser flotter le real. Les autorités monétaires ont opté pour le maintien du flottement, mais il a fallu par conséquent trouver un nouveau point d'ancrage nominal. Le ciblage d'un agrégat monétaire a semblé irréaliste étant donné les incertitudes qui entouraient cette dernière crise. L'autre solution a été de mener une politique totalement discrétionnaire sans point d'ancrage explicite. Mais l'environnement dans lequel baignait l'économie a suscité de sa part un engagement plus ferme et plus transparent. Ainsi le choix des autorités monétaires s'est porté sur le ciblage de l'inflation. Un objectif pluriannuel a été décidé en prévoyant un taux d'inflation de 8 % pour 1999, de 6 % pour 2000 et de 4 % pour 2001, avec un seuil de tolérance de plus ou moins 2 %.

Le seul problème qui s'est posé alors était relatif à la date d'annonce publique de cet objectif. Alors que le Brésil a déjà pris des risques en optant pour un objectif pluriannuel, il l'aurait davantage aggravé en l'annonçant immédiatement. Les autorités monétaires, ne sachant pas la réaction éventuelle des différents marchés face à leur décision, ainsi que le rythme d'évolution future de l'inflation, ont préféré agir avec prudence et opter pour une solution en deux temps. En Mars 1999, le Brésil a annoncé :

- l'objectif de ramener l'inflation à un taux inférieur à 10 % au quatrième trimestre 1999 ;
- la mise en place d'un dispositif complet de ciblage d'inflation pour la fin juin 1999.

L'objectif annoncé pour la fin de l'année a servi dès lors de point d'ancrage temporaire et a aidé à éviter la panique.

Mais le Brésil avait aussi une situation budgétaire avantageuse à cette époque. Il est en effet parvenu à transformer son déficit de 1997 en un excédent cumulé de l'ordre de 3% du PIB au début de 1999. Ce rétablissement budgétaire a redonné au Brésil une confiance limitée puisque les taux d'intérêt plafonnaient encore à 39 % -niveau atteint avant le flottement du real. En se référant à quelques estimations rapides⁹¹, faute de données fiables, les autorités ont décidé de relever les taux d'intérêt à 45 %. Avec cette action les autorités monétaires voulaient faire diminuer la sur réaction du marché ainsi que les anticipations inflationniste. C'est pourquoi il a été décidé d'orienter à la baisse les taux d'intérêt.

⁹¹ Les estimations ont été faites sur la base d'un coefficient de répercussion de la dévaluation de l'inflation de 30 à 40 % (mesuré en fonction de la part estimée des biens échangés dans l'économie). Pour plus de détail se référer au rapport du FMI 2000.

Le Brésil a répondu à la crise en conjuguant rigueur budgétaire, resserrement monétaire (accompagné d'un ciblage de l'inflation) et aide financière extérieure.

Pendant plusieurs années, le Mexique a rendu public un objectif explicite d'inflation. Cependant, la politique monétaire du Mexique ne dispose pas de tous les facteurs nécessaires à une stratégie de ciblage d'inflation efficace tel qu'un cadre politique institutionnel transparent, et une responsabilité élevée pour connaître la cible d'inflation. Il est vrai que la banque centrale du Mexique a accru son intérêt pour l'objectif d'inflation et en a fait l'objectif principal de sa politique monétaire et que, depuis 1998, elle a laissé fluctuer son taux de change plus librement. Mais ces changements n'ont pas été suffisants. La banque centrale du Mexique a continué à réaliser ses prévisions de l'année d'avant pour la base monétaire quotidienne, mais ses pratiques manquaient de crédibilité. Le manque de transparence qui en est la cause a été reflété sur plusieurs documents émanant de la banque centrale, comme par exemple le rapport annuel. Il est possible que la banque du Mexique soit dans l'attente du moment opportun pour finalement opter pour une cible d'inflation plus explicite.

Entre 1987 et 1994, le taux d'inflation est passé de 140 % à 7 %. Le programme de lutte contre l'inflation a commencé en 1991 lorsque celle-ci était de l'ordre de 20 %. Le Mexique a adopté un système progressif d'élargissement de la bande de fluctuation du taux de change dans le but de donner à la banque centrale la possibilité d'assurer la crédibilité et la flexibilité de son régime monétaire. Cependant, la politique monétaire du Mexique au début des années quatre-vingt-dix avait de multiples objectifs tels qu'accumuler les réserves internationales, baisser le taux d'intérêt, limiter la volatilité du taux de change, maintenir la bande de fluctuation du taux de change et réduire l'inflation. A fin d'atteindre ses objectifs, la banque centrale a conduit une politique monétaire guidée par la demande prévisionnelle interne de la base monétaire, et fortement liée aux interventions de stérilisation pour ainsi prévenir les entrées massives de capitaux qui affluaient sur le Mexique à l'époque. En 1994, la banque centrale a réagi par rapport aux chocs ayant frappé le Mexique, en partie en intervenant par des opérations de stérilisation sur les sorties des réserves de change. Le 20 décembre, la banque centrale a essayé d'entreprendre une dévaluation contrôlée de 15 % mais deux jours plus tard le peso s'est mis à flotter et le plan adopté par la banque centrale a capitulé.

Suite à la panique bancaire, la banque centrale mexicaine a maintenu son adhésion à l'ancrage de la base monétaire. A la suite de l'augmentation du taux d'inflation générée par la crise financière du taux de change de 1994-95, la crédibilité de la Banque du Mexique a été sévèrement touchée. Le besoin d'établir un ancrage nominal clair a poussé la Banque du Mexique en janvier 1995, à annoncer pour la première fois au public son programme monétaire de l'année. La procédure de 1995 s'explique par :

- l'abandon de la majorité des banques centrales de fixer des cibles quantitatives (évolution des crédits ou agrégat monétaire) comme cela a été noté par la monnaie en circulation (tableau IV-3) Cela vient en réponse aux changements et modifications technologiques des régulations financières ayant été effectués au début des années quatre-vingt-dix ;
- la crise de confiance dans la monnaie nationale a appelé l'adoption d'une politique

stricte, ce qui a été entrepris par la Banque du Mexique en limitant la croissance de ses crédits domestiques de l'année. Cette procédure peut encourager les prévisions inflationnistes des agents économiques à converger vers une stabilité des prix.

Le programme s'est fixé un objectif d'inflation de 19 % et une augmentation de la base monétaire de l'ordre de 10 milliards de peso, qui représentent le principal ancrage nominal du nouveau régime. Pour maximiser la réussite de ce programme, la banque centrale va devoir restreindre sa politique monétaire, ce qui explique une dépréciation du taux de change ainsi qu'un resserrement de l'écart entre le taux d'intérêt nominal à long et à court terme. En effet, le comportement de ce différentiel peut éventuellement refléter les prévisions inflationnistes du public. Toutefois, le programme manquait de crédibilité et la chute libre du peso continuait jusqu'à fin mars, lorsque le Mexique a garanti 52 milliards de dollars américains fournis par les Etats Unis d'Amérique et le FMI. En même temps, la banque centrale a annoncé un changement du programme monétaire en révisant le taux d'inflation escompté à 42 %, et a augmenté les taux d'intérêt et les a maintenus élevés jusqu' au mois de mai de la même année, date à laquelle le peso a montré des signes de stabilisation. Au terme de cette année, la banque centrale a fini par annoncer sa cible de la base monétaire. La confusion des instruments et objectifs de la politique monétaire du Mexique a continué pendant les deux années qui ont suivi. La banque centrale a maintenu son nouveau programme qui contient le ciblage de la base monétaire, crédit domestique et réserves internationales. En 1996, la banque centrale a publié sa prévision quotidienne de la base monétaire pour l'année suivante. Cependant, elle n'a donné aucune indication sur l'évolution attendue du taux d'inflation pour la période en question. De plus, le taux de change nominal ayant connu une certaine stabilité entre 1996 et 1997 a fini par déclencher des soupçons sur la cible annoncée par la banque centrale à savoir qu'elle visait encore une fois le taux de change du peso/dollar et non l'inflation.

Afin d'évaluer la position de la politique monétaire au Mexique pendant cette période, il faut comprendre comment celle-ci est conduite par la banque centrale. Bien que l'inflation diminue progressivement, mais lentement, entre 1996-97, la banque centrale mexicaine a connu plusieurs difficultés à communiquer sa stratégie monétaire au public et à produire un ancrage nominal qui l'aide à baisser ses prévisions inflationnistes. Ces difficultés se sont accentuées plus particulièrement en 1997 lorsque la base monétaire, qui était très proche de celle pré annoncée dans le plan de l'année d'avant, a commencé à montrer d'importants écarts et déviations par rapport à ses prévisions quotidiennes effectuées plutôt dans l'année. La banque centrale devait donc se justifier auprès du public. Même si la base monétaire a dépassé son objectif de 4,1%, l'inflation en 1997 est tombée à 15,7 % se rapprochant de très près des prévisions de l'année qui prévoyaient un taux d'inflation de l'ordre de 15 %.

La relation peu fiable entre la base monétaire et l'inflation devient apparente en 1998 lorsque le taux d'inflation dépasse d'environ 7 % l'objectif annuel de 12 %, même si la base monétaire a atteint 15 % en dessous des prévisions. Le problème inverse s'est produit en 1999 lorsque le taux d'inflation a diminué en dessous de l'objectif escompté de l'année (12,3 % versus 13 %) alors que la base monétaire a dépassé son objectif d'un peu plus de 21 %. Il est difficile de dire que la relation instable entre la base monétaire et l'inflation a produit un mauvais résultat depuis le flottement du peso à la fin de 1994. Il

apparaît justement que cela a privé la banque centrale du Mexique de l'utilisation d'un ancrage nominal pour guider ses prévisions inflationnistes. Consciente de cette situation, la banque centrale s'est progressivement rétractée par rapport au ciblage monétaire. Depuis 1998, la banque centrale a commencé à minimiser publiquement le rôle des prévisions de la base monétaire pour mettre en place la politique monétaire et a étendu le champ des fluctuations du taux de change pour s'orienter progressivement vers le ciblage par l'inflation. Cela n'implique pas que les agrégats monétaires n'ont pas de rôle à jouer dans la conduite de la politique monétaire. Mais comme l'inflation diminue à un certain niveau et y demeure, le taux de croissance monétaire risque de devenir un indicateur moins utile pour la politique monétaire. Comme les agrégats monétaires deviennent des indicateurs moins fiables pour l'inflation future, la banque centrale sera amenée à minimiser l'importance des ciblage par la monnaie et recherche une autre alternative d'ancrage nominal.

Entre 1995 et 2000, l'inflation est passée de 52 % à moins de 9 %. Au cours de cette période, la relation entre les prix et la monnaie est devenue incertaine. C'est ce qui a encouragé l'adoption du ciblage d'inflation. Afin d'évaluer les décisions de la politique monétaire, les agents économiques ont besoin de savoir les éléments utilisés par la Banque du Mexique pour poursuivre son objectif d'inflation aussi bien à court qu'à moyen terme. Dès lors, la Banque du Mexique a décidé de publier un rapport trimestriel dont l'objectif est d'améliorer la communication avec le public. Un objectif pluriannuel a été annoncé. Toutes ces mesures ont été entreprises dans le but d'assurer à la politique monétaire le maximum de transparence.

Les principaux traits de cette stratégie monétaire, fondée sur l'application de mesures politiques discrétionnaires, sont :

- s'assurer que la stabilité des prix est le principal objectif de la politique monétaire ;
- annoncer un objectif d'inflation à moyen terme ;
- assurer à la politique monétaire son autonomie ;
- conduire la politique monétaire dans la transparence : objectifs, plan d'action et décisions ;
- analyser toutes les sources de pressions inflationnistes afin d'estimer son niveau futur;
- identifier les facteurs pouvant affecter l'inflation.

Les pays ayant adopté un tel schéma ont réussi à baisser leur inflation et consolider ainsi la stabilité des prix. Ils ont aussi réussi à réduire les effets du *pass-through* du taux de change sur les prix domestiques, et ont pu assurer davantage de transparence, une meilleure perception et plus de responsabilités à leurs politiques monétaires.

Afin de mettre en application ce programme, la Banque du Mexique a décidé de le faire progressivement, elle a donc fixé un objectif d'inflation pour décembre 2003 de l'ordre de 3 %. Comme objectifs à court terme, la banque centrale a publié en 2000 que l'objectif ciblé en 2001 sera de 6,5 % et en 2002 de 4,5%.

Au dernier trimestre de l'année 2000, à la lumière des développements externes

suivants, la Banque du Mexique a resserré deux fois sa politique monétaire :

- des signes de ralentissement de l'économie future des Etats Unis ;
- une augmentation des aversions au risque des investisseurs sur le marché international des capitaux ; et
- des perturbations financières dans certains pays d'Amérique Latine, notamment l'Argentine.

Le resserrement de la politique monétaire a ainsi été une mesure à prendre pour essayer de limiter l'impact de ces éléments sur la conduite de la politique monétaire et de créer les conditions favorables et nécessaires pour atteindre de l'objectif fixé. Ces conditions telles qu'elles ont été établies par les autorités monétaires mexicaines pour atteindre une cible d'inflation à court et moyen terme sont:

- une politique monétaire restrictive ;
- des ajustements de prix des biens et services entrant dans le calcul de l'inflation ;
- fixation des salaires compatibles avec l'objectif d'inflation annoncé ;
- l'absence de fluctuations externes sévères, telle qu'une réduction des termes du commerce ou de la demande des capitaux étrangers susceptibles de conduire à un ajustement du taux de change réel ;
- une bonne structure budgétaire.

En 2001, la réaction de l'économie mexicaine face à la récession mondiale a montré un comportement favorable des marchés financiers. Le taux de change est resté stable au cours de 2001, il y a eu un important accroissement des investissements étrangers et les taux d'intérêt n'ont pas cessé de décroître. Ces résultats s'expliquent par : un régime de taux de change flexible ; une politique budgétaire prudente ; une gestion de la dette publique orientée dans le but de réduire la concentration des remboursements ; une politique monétaire focalisée sur l'atteinte de la stabilité de prix et un système financier plus solide.

En 2002, les autorités monétaires mexicaines ont décidé, pour accompagner ce ciblage, de fixer un objectif d'inflation à court terme en fonction de l'indice des prix à la consommation ; en 2003 cet indice sera de l'ordre de 3 % et un intervalle de variation de plus ou moins 1 % est établi autour de cette cible. Ces décisions et bien d'autres doivent être désormais annoncées à des dates prédéterminées et accompagnées par des publications expliquant les raisons de motivation et justifiant les modifications éventuellement apportées à la politique monétaire.

En définitive, l'expérience de ces différents pays montre que l'ancrage monétaire est une stratégie d'une politique monétaire non encore expérimentée dans les pays d'Amérique Latine ces dernières années et qui n'est pas envisageable à moyen terme pour le futur.

Les pays d'Amérique Latine affichent une réserve à adopter une attitude de négligence bienveillante des mouvements du taux de change, qui semble appropriée

dans la mesure où ils entreprennent une lutte contre l'inflation, non seulement à travers l'usage explicite des bandes de fluctuation du taux de change, mais aussi à travers les interventions directes et indirectes fréquentes sur le marché de change. Le principal problème est qu'à court terme le taux de change risque de devenir une ancre nominale pour la politique monétaire à la place de la cible d'inflation, au moins pour le public. Pour atténuer ce risque, les banques centrales de la région peuvent augmenter la transparence de leurs interventions sur le marché de change en montrant clairement au public que le but de telles interventions n'est pas d'empêcher le taux de change ou d'atteindre le niveau déterminé sur le marché, mais d'éviter à ce dernier des variations excessives. Il est important que les banques centrales comprennent qu'il n'y a pas de bons flottements ou de mauvais flottements, mais il y a " bonne " et " mauvaise " politique monétaire sous un régime de taux de change flexible.

III-2- L'expérience des pays d'Asie du Sud Est

Contrairement aux pays d'Amérique Latine, les pays d'Asie du sud Est avaient à la base une inflation relativement faible. Mais les problèmes liés à la crise de 1997 en particulier les a poussé à reconsidérer la conduite de leurs politiques monétaires. En effet, ce n'est qu'après la crise de 1997 que les pays d'Asie du Sud Est ont pris conscience de la nécessité d'une nouvelle conduite de la politique monétaire. Celle-ci s'est traduite par l'adoption du ciblage d'inflation. Compte tenu de la courte expérience de ces pays et faute de données, nous allons nous limiter à l'expérience de la Thaïlande et de la Corée, et dans une moindre mesure à celle des Philippines.

Avant la crise de juillet 1997, l'ancrage adopté par la banque de Thaïlande a été le taux de change. En novembre 1984, la valeur du baht a été ancré à un panier de monnaie. L'objectif intermédiaire de la banque centrale est de défendre la valeur du baht contre le dollar. Le 02 juillet 1997, la Banque de Thaïlande (BOT) a adopté un système de change flottant et a été aidée par le FMI. Le programme du FMI suggérait l'adoption d'un ciblage d'agrégat monétaire. Sous ce régime, la démarche suivie par la BOT a pour objectif une compatibilité des fondamentaux macroéconomiques permettant ainsi d'atteindre l'objectif de la stabilité des prix. La BOT a fixé des cibles quotidiennes et trimestrielles de la base monétaire, sur lesquelles est fondée la gestion quotidienne de la liquidité. Cette dernière est supposée assurer le baht contre la volatilité excessive des taux d'intérêt et la liquidité du système financier. Cependant, la relation entre l'offre de la monnaie et la croissance de la production est devenue de plus en plus incertaine en particulier après la crise. Ceci a rendu plus difficile le maintien de l'ancrage par agrégats monétaires, et a poussé la BOT à abandonner le programme du FMI au profit d'un ciblage d'inflation entré en vigueur en mai 2000. L'objectif d'inflation semble être le meilleur moyen et le meilleur instrument pour assurer une importante productivité, une croissance soutenue, une exportation compétitive et une transparence de la banque centrale.

Afin de donner aux responsables de la politique monétaire l'opportunité de présenter une explication et une justification de leurs décisions au public, et pour que le public ne trouve pas de difficultés à saisir l'objectif d'inflation annoncé, une publication trimestrielle d'un rapport d'inflation a été entreprise par les autorités thaïlandaises aidant à mieux

informer et éduquer le public. Ce rapport crée aussi un cadre approprié aux prévisions inflationnistes, pour assister les autorités monétaires à prendre leurs décisions en matière de politique monétaire.

La Banque centrale de Thaïlande a annoncé explicitement en 1999 son intention de contrôler l'inflation, et la fourchette de 0 à 3,5 % d'inflation a été annoncée en Mai 2000. Cette cible a été fixée en tenant compte de l'inflation des partenaires commerciaux de la Thaïlande. En effet, ces derniers ont enregistré pendant les années quatre-vingt-dix un taux d'inflation ne dépassant pas 3,5 % par an et leurs taux prévisionnels pour 2000-2001 se situent entre 2 et 3 %.

Entre 2000 et 2002, la politique monétaire thaïlandaise s'est fixée un objectif d'inflation de 0-3.5%. Un tel ciblage permettra d'après les autorités monétaires un accroissement de la compétitivité des exportations thaïlandaises et aidera à stabiliser la monnaie. Cet ancrage permettra aussi de créer un environnement favorable pour améliorer l'économie du pays. En 2002, les pressions inflationnistes ont diminué, compte tenu de la situation économique extérieure et en particulier celle des Etats Unis d'Amérique et du Japon. Dans ce contexte, les autorités monétaires ont prévu une baisse de l'inflation et un maintien d'un niveau faible d'inflation. L'inflation devrait être maintenue en 2002 entre 0.5 et 1 % avant de passer l'année d'après entre 1 et 2 %. Toutefois en comparaison avec ses partenaires commerciaux, la Thaïlande ne se distingue pas par un faible niveau d'inflation.

En Corée, l'adoption du ciblage d'inflation en 1998 a pour objectif le maintien d'une inflation modérée. Pour ce faire, et comme le prévoit et le conseille cette procédure, l'indépendance de la banque centrale en Corée a été renforcée depuis 1998. La mise en place des dispositifs nécessaires permet à la banque centrale de décider en toute indépendance et dans la transparence de la politique monétaire, ne pouvant qu'améliorer les chances de succès du ciblage d'inflation. Depuis 1998, la Corée veille donc à assurer sa crédibilité compte tenu de l'importance et de la nécessité de la stabilité des prix dans le cadre de la restructuration des entreprises et du secteur financier entreprise par la Corée pour favoriser la croissance à long terme. A partir de cette date, la Banque de Corée s'est accordée l'indépendance nécessaire à la responsabilité de la réalisation de cet objectif. Le passage à un ciblage d'inflation nécessite certaines mesures comme la définition de l'index des prix à cibler ; l'estimation du niveau d'inflation compatible avec la stabilité des prix ; et l'établissement d'un horizon pour lequel l'objectif d'inflation doit être atteint. Une étude d'Hoffmaister a conclu que l'index le mieux approprié pour la Corée est le CPI, à condition que l'horizon dépasse les 12 mois. En effet à partir de 12 mois, les chocs et variations dans les prix des biens et notamment la nourriture sont absorbés et n'affectent plus l'inflation. Un horizon de 18 mois apporterait un équilibre entre la volatilité des variables réelles et les chocs prévalant sur l'inflation. Au de-là de 18 mois, la volatilité des taux d'intérêt et des taux de change augmentent. Alors qu'en dessous de 18 mois, l'économie se montre plus vulnérable aux chocs de demande externes.

En 1999 et 2000, l'inflation enregistrée a été inférieure à l'objectif central, fixé respectivement à 3 et 2,5 %, en partie grâce à l'appréciation du won. En 2001 en revanche, l'inflation a atteint les 4,3 % alors que l'objectif central a été fixé à 3 %.

Par ailleurs, afin d'atteindre son objectif à moyen terme, la Banque de Corée a également adopté une politique fondée sur les taux d'intérêt au lieu d'un ciblage des agrégats monétaires, malgré l'incertitude qui porte encore sur l'impact des variations des taux courts sur la restructuration du secteur financier.

Depuis 1998, le taux d'intérêt au jour le jour fluctue dans une fourchette de +/- 0,25 % autour de 5 %. Le niveau enregistré en 2001 a été de 4,75 %. La demande étant encore faible, il est donc encore tôt à ce stade de relever les taux d'intérêt. La Banque de Corée ne pourra procéder à une augmentation des taux d'intérêt que lorsque la reprise économique sera bien établie. Dès lors, la Banque de Corée doit agir rapidement en relevant les taux d'intérêt pour prouver ainsi son rattachement à l'objectif d'inflation fixé à moyen terme à 2,5 %. En effet, compte tenu des décalages longs et variables qui caractérisent la politique monétaire, il est inutile de fixer un objectif d'inflation annuel en particulier dans le cadre d'une politique fondée sur les taux d'intérêt.

Cette stratégie doit être établie tout en tenant compte de l'évolution du taux de change. En effet, il est important de surveiller de près la variation du taux de change étant donné son impact sur l'évolution des prix. En 2001, avec la baisse rapide du won, la Banque de Corée est intervenue sur le marché des changes afin d'éviter une variation démesurée de la monnaie aussi bien à la hausse qu'à la baisse.

Le principal objectif de la politique monétaire Philippine est d'établir la stabilité des prix. L'adoption d'un ciblage d'inflation en janvier 2002 a été faite dans cet esprit.

Une des caractéristiques clés de ce ciblage est la transparence. Dans ce contexte, la banque centrale Philippine publie périodiquement un rapport d'inflation dans le but de transmettre et d'expliquer au public les différentes décisions prises par la banque centrale en matière de politique monétaire. Pour 2003, la banque centrale s'est fixée une cible d'inflation dans une fourchette de 4-4,5%.

Au cours de l'année 2002, le peso philippin a commencé à faiblir par rapport au dollar, cela est en partie relatif à la dépréciation générale qu'ont connu les différentes monnaies de cette région à cette époque.

III-3- Les résultats obtenus

Dans un premier temps, les expériences des différents pays montrent que l'adoption du ciblage d'inflation pendant les années quatre-vingt-dix se rapprochent très étroitement, voire même sont équivalents à un ciblage par agrégat monétaire. Ce n'est que vers la fin de cette décennie que se sont clairement dessinées les frontières entre les deux ciblagés. Cette confusion peut éventuellement être attribuée au lien étroit qui existe entre l'agrégat de monnaie et la stabilité des prix. Une fois le ciblage d'inflation adopté, il est important de voir par la suite comment évolue le taux d'inflation, dans la mesure où l'objectif fixé est la stabilité des prix. Cependant, comme le taux de change joue un important rôle dans cet ancrage, il est nécessaire de savoir quel régime de taux de change nécessite un tel ancrage.

III-3-1- Pour quel régime du taux de change optent les marchés émergents?

en vertu de la loi du droit d'auteur.

Lorsqu'il est question d'ancrage nominal, le régime du taux de change est au cœur des débats. Le Brésil, le Chili et le Mexique ont tous abandonné leurs cibles ou leurs fourchettes de taux de change pour un régime flottant. Tous ces pays ainsi que la Thaïlande et la Corée ont appliqué une politique monétaire axée sur le ciblage d'inflation. Le tableau IV.4 recense les différents régimes du taux de change adoptés en 2001 et 2002 pour chaque objectif ciblé. Ce tableau montre que de plus en plus, en optant pour un objectif d'inflation, les pays orientent leur taux de change vers le régime le plus flottant. Cela peut s'expliquer par les risques que représente un régime de change moins flottant.

L'Argentine par exemple a longtemps opté pour un régime de *currency board* et son expérience a montré que sous un tel régime l'économie n'a pas été à l'abri des crises de confiance. En effet, avec un tel degré de flexibilité, la crédibilité des autorités s'est avérée faible et l'économie était devenue sujette à d'importants chocs réels. La crise argentine a donc augmenté la vulnérabilité de ce régime et a confirmé le doute que nourrissaient les agents économiques quant à sa viabilité; l'effondrement de ce système en 2000 en a été le résultat.

C'est ce qui explique la préférence d'un grand nombre de pays émergents pour les régimes de change plus flexibles.

Tableau IV.4 : Régime du taux de change et ancrage nominal préconisé en 2001 ET 2002

	Objectif du taux de change		Objectif d'agrégat monétaire		Objectif d'inflation	
	2001	2002	2001	2002	2001	2002
Caisses d'émission	Argentine	Argentine				
Autres engagements conventionnels du régime fixed peg (y compris les engagements avec un flottement administré)	Malaisie	Malaisie				
Flottement administré(sans trajectoire pré-annoncée du taux de change)				Indonésie		Thaïlande
Flottement indépendant			Mexique Philippines	Philippines	Brésil Chili Corée Thaïlande	Brésil Chili Corée Mexique

Source : A partir du IMF Annual report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions (2001 et 2002)

III-3-2- Les résultats obtenus sur le taux d'inflation

Une fois le régime de change choisi et la cible décidée, nous allons nous intéresser de plus près aux pays ayant opté pour un objectif d'inflation. Pour ces pays, le tableau IV.5 montre l'évolution du taux d'inflation depuis le début des années quatre-vingt et donne une idée pour certains d'entre eux sur le taux d'inflation juste avant et après la mise en place de la cible.

Tableau IV.5 : Taux d'inflation depuis les années quatre-vingt

	Taux d'inflation 1980-89 (1)	Taux d'inflation 1990-99 (1)	Taux d'inflation 1998-2001 (1)	L'ancrage d'inflation			Objectif du taux d'inflation en 2001	Taux d'inflation en 2001
				Année du début de l'objectif d'inflation	Inflation avant adoption de la 1 ^{ère} cible	Inflation 12 mois après		
Brésil (2)	229,1	319,2	5,5	juin1999	3,15	6,51	2-6	6,9
Chili	21,2	11,5	4,0	janvier1991	27,31	19,47	2-4	3,6
Mexique	65,1	20,1	11,6	janvier1999	18,61	11,03	6,5 (4)	6,4
Indonésie	9,6	13,7	21,9	2000	-	-	-	-
Corée	8,1	5,7	3,6	janvier1998	6,57	1,46	2,5	4,1
Philippines	14,4	9,6	6,7	2002	-	-		-
Thaïlande	5,7	5,0	2,9	Avril 2000	1,04	2,47	0-3,5	1,7

(1) moyenne des prix de consommation (2) Au Brésil, le faible taux d'inflation dans la période précédant l'adoption de la cible résultait en partie de la surévaluation de la monnaie. (3) Le (-) indique que les données sont indisponibles (4) Pour fin 2002, l'objectif ciblé au Mexique est de 4,5 % et le taux enregistré à la même année est de 5 %.

Source : Eichengreen et Bordo (2002) ; Fraga, Goldfajn, Minella (2003) ; FMI (2001); Données nationales (2003)

Même si l'expérience de ces pays en la matière est courte, les résultats obtenus jusque là semblent être encourageants. Pendant les années quatre-vingt-dix, il est clair que le taux d'inflation a sensiblement diminué par rapport à la décennie d'avant. En effet, cela peut s'expliquer en partie par les plans de stabilisation qui ont caractérisé le début des années quatre-vingt-dix et par l'ancrage d'inflation qui a plutôt caractérisé la fin des années quatre-vingt-dix. Après l'adoption de l'objectif d'inflation, les pays ont vu leur inflation baisser (exception faite de la Thaïlande pour qui les résultats ne sont pas encore très clairs étant donné la courte expérience de ce pays dans ce domaine et ses antécédents en crises monétaires et financières). En effet, l'expérience Chilienne suggère que l'ancrage de l'inflation peut être utilisé comme une stratégie qui réussit pour faire baisser progressivement l'inflation dans les pays émergents, même lorsque le taux d'inflation au départ est de l'ordre de 20%. Il est important de signaler que la réussite de l'ancrage nominal par l'inflation ne peut pas être attribué uniquement aux actions de la banque centrale chilienne. En effet, l'absence d'importants déficits budgétaires ainsi que le contrôle du secteur financier ont joué un important rôle dans sa réussite⁹².

Cependant, entre 1997 et 1999 l'expérience au Chili a montré que pour que l'ancrage

de l'inflation réussisse, le coût d'abandon de l'inflation est le même que celui du dépassement du niveau d'inflation escompté. Le soutien apporté à une banque centrale indépendante qui poursuit la stabilité des prix peut être amoindri si la banque centrale est perçue comme étant agissant uniquement en faveur de la baisse de l'inflation au détriment d'autres objectifs. La banque centrale du Chili a poursuivi une approche progressive pour baisser l'inflation et approcher le niveau escompté, en commençant par une cible supérieure à 20 % en 1991 pour la faire baisser jusqu'à moins de 5 % en 1999. Au cours de toute cette période, le Chili a réussi à la fois le processus de désinflation et de faire connaître ses objectifs d'inflation. Le public a commencé à interpréter ces objectifs comme une cible qui relève de la responsabilité de la banque centrale. C'est seulement en 1999 que la banque centrale a explicitement annoncé l'objectif pour plusieurs années à savoir une inflation de 3,5 % pour 2000 et à long terme de 2 à 4 % pour 2001. L'expérience chilienne avec le ciblage par inflation semble bien réussir. L'inflation est passée d'un taux d'inflation d'environ 20% au début de l'introduction du ciblage par l'inflation à un taux d'inflation de l'ordre de 3 % en 2000. Pendant la même période, la croissance de la production était élevée en moyenne de 8,5 % par an entre 1991 et 1997. Seulement pour les deux dernières années, l'économie est entrée en récession avec un taux de croissance de la production en baisse à 3,4 % en 1998 et d'environ (- 1,3 %) en 1999.

Au Brésil, dans les quatre mois qui ont suivi l'annonce d'adoption de l'ancrage de l'inflation, la banque centrale du Brésil a rendu effective cette stratégie de la politique monétaire. En dépit du succès initial de l'ancrage d'inflation au Brésil où l'inflation n'a pas dépassé 10% malgré une dépréciation du taux de change, les doutes au sujet de la réussite de cette stratégie ont persisté étant donné les ambiguïtés qui portent sur les problèmes budgétaires chroniques dont souffre le Brésil. Non seulement les anticipations inflationnistes ont diminué, mais cela a servi en plus à agir sur le taux d'intérêt et à le faire revenir à son niveau de 39 %. Le ciblage a donc eu une double fonction : l'une permanente d'ancrage nominal, l'autre transitoire de référence pour la désinflation.

Le redémarrage de l'économie s'est confirmé en 2000, mais au début de 2001, les premiers effets du ralentissement mondial se sont fait ressentir. En revanche, l'inflation reste sous contrôle pour cette année puisque le Brésil a réussi à atteindre le taux de 5,3 % et ne pas dépasser sa cible.

Au Mexique, le taux d'inflation en 1998 a dépassé la cible annoncé d'environ 7 %, et a causé un préjudice pour les références de la banque du Mexique contre l'inflation. Dès lors 1998 n'était probablement pas la bonne année pour la banque du Mexique d'avancer davantage dans la direction du ciblage d'inflation. En 1999, les choses ont commencé à changer. L'inflation annuelle de l'ordre de 12,3 % a baissé en dessous des 13% escomptés, le *pass-through* du taux de change semble légèrement diminuer, et, contrairement aux autres pays de la région, l'économie a grimpé de plus de 3 %. Ces résultats vont aider la Banque du Mexique à augmenter sa crédibilité. Plus encore, la

⁹² Les contrôles chiliens sur les flux de capitaux de courte durée ont souvent été cités comme un autre facteur important de la stabilité relative de l'économie chilienne et le succès de politique monétaire, mais la surveillance prudente et rigoureuse était plus importante probablement. Pour plus de détails sur le débat des contrôles de capitaux au Chili voir Edwards S. (1999).

banque centrale a récemment entrepris les premières étapes pour augmenter son engagement au ciblage d'inflation pour l'année 2000. En 2000, la situation a été meilleure que ce qui a été prévu, puisque le taux d'inflation est passé de 12,32 % en décembre 1999 à 8,96 % en décembre 2000. Le taux d'inflation a réussi d'aller en dessous de la barre des 10 %. Toutefois, les prix au Mexique sont toujours considérés élevés, ce qui freine le développement économique du pays.

Aussi, pour la première fois, la banque centrale du Mexique a annoncé un objectif d'inflation pluriannuel en statuant de diminuer l'inflation à un taux international (entre 2 et 3 %) en 2003. En 2003, le comportement de l'inflation tel qu'il a été prévu en 2002 devrait enregistrer une baisse de la croissance des biens échangeables ce qui contribuera à la baisse de l'inflation calculée selon l'indice des prix. Le *pass-through* des fluctuations du taux de change devra s'affaiblir. Cela témoignera de la crédibilité dont dispose le régime du taux de change flottant pour le cas du Mexique. Dans ce contexte, les mouvements à court terme des taux de change seront une part de la volatilité inhérente du marché monétaire et ne seront pas considérés comme permanents. En revanche, en début d'année, le bas niveau d'inflation des prix des biens échangeables a été traduit par une incapacité de ces prix à baisser l'inflation de 2003. Cette contradiction a conduit le défi de la politique monétaire en 2003 de se concentrer sur l'évolution de l'inflation en se référant aux services. Plusieurs changements sont nécessaires et à en juger par ces deux étapes, la banque centrale du Mexique semble suivre une stratégie qui n'est pas dissemblable de celle suivie par la banque centrale du Chili.

Même les pays qui ont bien réussi leur objectif d'inflation, montrent quelques écarts entre la cible annoncée et le taux d'inflation effectivement observé, le tableau IV.6 fait état de ces écarts :

Tableau IV.6 : Ecarts entre la cible annoncée (a) et l'inflation effective (b)

	1998		1999		2000		2001		2002
	Cible(a)	Effective (b)	Cible(a)	effective(b)	Cible(a)	effective(b)	Cible(a)	effective(b)	C
Brésil		1,7		8,9	4-8	7	2-6	5,3	1,
Chili	4,5	4,7		2,4	3,5	4	2-4	3,9	2-
Mexique		18,6		12,3	≤10	9,5	≤6,5	8	≤4
Indonésie		77,6		1,9	3-5		4-6		9-
Corée	8-10	7,5		0,8	1,5-3,5		2-4		2-
Philippines		9,7		6,7					5-
Thaïlande		7,2		1,8	0-3,5		0-3,5		0-

(a) désigne la cible annoncée et (b) désigne l'inflation effective. Les données correspondent aux variations fin de chaque année, sauf pour la Corée, les Philippines et la Thaïlande où l'on a pris en compte des moyennes parce que la cible est également définie en termes de moyennes annuelles. Pour l'année 2002, les informations comptables sont celles qui étaient disponibles à la fin du mois de novembre,

Source : Ho et Mc Cauley (2003) BIS et données de la banque mondiale (2001)

Pour ces pays, un facteur important est à signaler à savoir le temps. En effet, ils n'ont pas bénéficié d'une période suffisante pour montrer l'efficacité de cet ancrage. Opter pour

en vertu de la loi du droit d'auteur.

un objectif d'inflation engendre des changements au niveau du régime monétaire susceptibles à leur tour de provoquer des modifications dans la dynamique inflationniste qui ne se font pas ressentir immédiatement. C'est pourquoi il est important de laisser aux pays le temps nécessaire pour bénéficier des avantages d'un ciblage d'inflation et arriver au résultat escompté.

En Indonésie par exemple, l'inflation est restée sous contrôle. Au premier trimestre de 2000, les prix ont baissé par rapport à l'année d'avant. Les prix administratifs sont à blâmer dans les hausses qui ont été constatées au second et troisième trimestre 2000. En effet, les prix de l'électricité, des transports, des télécommunications et du pétrole ont augmenté et leur hausse a entraîné une augmentation de l'inflation d'environ 2 %. Mais ce qui a le plus affecté la hausse du taux d'inflation de plus de 2,3 %, c'est la dépréciation de la rupiah de 20 % constatée depuis le début de l'année 2000.

La Banque Centrale de l'Indonésie a prévu une cible d'inflation de 5-7 % pour la fin de l'année 2000. En 2002, les pressions inflationnistes ont augmenté conduisant l'inflation à 15 % en février 2002. Mais depuis, avec le resserrement de la politique monétaire, l'appréciation de la rupiah, l'inflation a pu être ramenée en Mai 2002 au taux de 9 %.

La Banque de Thaïlande pour sa part a opté pour des taux d'intérêt bas, en espérant maintenir une inflation inférieure à 2,3 %. L'impact inflationniste de la croissance des prix du pétrole peut être neutralisé par la croissance (15 % au second trimestre 2000). Cette politique semble être appropriée compte tenu de la situation du secteur financier et de l'amélioration de la position du solde extérieur. En particulier, la dette extérieure à court terme a sensiblement baissé allant de 65 % des exportations avant la crise à 27 % en 2000. Les prix élevés du pétrole ont dû accentuer les pressions inflationnistes. Mais les prévisions indiquent que le taux d'inflation en 2000 est inférieur à 3 %. Pour ce faire, d'importants progrès ont été effectués dans la mise en application du ciblage d'inflation. Les autorités monétaires, organisent en effet des réunions bimensuelles et essaient de fixer une cible d'inflation à moyen terme de l'ordre de 3,5 %.

Depuis 2001 l'économie est entrée dans une période de récession. Mais la désinflation s'est tout de même poursuivie en 2000.

Le public a invariablement besoin de transparence. Il a besoin de savoir comment la banque centrale voit et envisage la situation, comment elle agit pour faire confiance à son action. Il a aussi besoin de savoir si la banque centrale est capable de se projeter dans le futur. L'objectif d'inflation semble y apporter la réponse

Le ciblage d'inflation peut profiter aux pays en développement de multiples façons, en leur apportant un moyen de coordonner les anticipations inflationnistes et de cerner la responsabilité des banques centrales.

Alors que l'objectif d'inflation peut être un cadre libre de tout engagement formel et typique du régime de taux de change préconisé, il n'est néanmoins pas libre des considérations du taux de change. Les fluctuations du taux de change ont constitué de sérieux challenges pour la poursuite de l'objectif d'inflation.

En examinant le rôle du taux de change dans les régimes d'objectif d'inflation, il advient de s'interroger sur les circonstances et la manière dont est géré l'objectif

d'inflation par les autorités monétaires face aux différents challenges que présentent les fluctuations du taux de change.

En comparant les différentes expériences des pays émergents, il apparaît que :

- les marchés émergents tendent à être plus exposés aux fluctuations du taux de change pour des raisons liées à l'histoire de leur économie fragilisée par les crises.
- A moyen et à long terme, les résultats en matière d'inflation s'améliorent. La consolidation de la politique de crédibilité peut être prévue pour aider à réduire quelques vulnérabilités de ces économies

Avec un objectif d'inflation, la banque centrale peut se projeter jusqu'à 18 et 24 mois plus tard et ajuster par conséquent sa position présente pour influencer le résultat futur. Cela devrait aider à minimiser le phénomène d'expansion- récession « *boom and bust* ». Le flottement du régime du taux de change aide aussi à minimiser le risque d'importantes crises. En termes de transparence et de responsabilités, l'objectif d'inflation est probablement le meilleur instrument de communication. Le public peut avoir des difficultés à comprendre et à saisir les objectifs de croissance de la monnaie, mais n'en a aucun en ce qui concerne l'inflation.

Annexe : Les principaux régimes du taux de change

Les principaux régimes de change, classés par ordre de rigidité décroissante du taux de change :

Taux de change fixe

- L'union monétaire : c'est la forme la plus stricte. Les taux de change des participants sont fixés de manière irrévocable, les monnaies locales peuvent être remplacées par une monnaie commune.
- Les *currency boards* (caisses d'émission ou conseils monétaires) : il s'agit de s'engager explicitement de maintenir le taux de change entre la monnaie nationale et une autre devise étrangère, et d'assurer une convertibilité automatique de la monnaie nationale. La création monétaire dépend strictement des réserves de change dans la monnaie de rattachement, et la politique monétaire n'a aucune autonomie. Ces régimes autorisent une double circulation monétaire (ex. : peso et dollar en Argentine).
- Les régimes de change fixe plus traditionnels définissent une parité fixe. Cette parité peut être modifiée de manière exceptionnelle pour rétablir l'équilibre du solde courant. Des bandes de fluctuation peuvent être définies, étroites (régime de *Bretton Woods*) ou plus large (SME 1993).

Régimes intermédiaires

- Parité glissante (ou *crawling peg*) : le taux de change est en principe fixe, mais la parité de référence est régulièrement modifiée selon des paramètres prédéterminés (*crawling peg* au sens propre) ou de manière plus discrétionnaire (*adjustable peg*) dans le but de compenser partiellement au moins les écarts d'inflation avec le pays d'ancrage.
- les régimes du taux de change contrôlés (*pegged exchange rate regimes*) impliquent un engagement explicite par les autorités monétaire à mettre en place une limite aux fluctuations du taux de change à un degré permettant un ancrage nominal pour les prévisions privées du comportement du taux de change et de la politique monétaire.
- Le "*crawling band*" est un régime selon lequel la monnaie est maintenue dans une certaine marge de fluctuation par rapport à un taux central ajusté périodiquement à un taux fixé au préalable.

La distinction entre un régime de change contrôlé (*Peg*) et une bande de change, c'est que la bande de fluctuation du premier régime est moins importante que les autres régimes. Lorsque le taux d'inflation d'un pays est largement supérieur à celui de la majorité des pays industrialisés et qu'un effort immédiat de baisser cette inflation est resté sans résultat, un régime de taux de change à bandes contrôlées devient le régime le plus approprié pour ce pays. L'inconvénient de ce régime, c'est que malgré le fait qu'il arrive à stabiliser à court terme le comportement du taux de change, il n'apporte pas à moyen terme un ancrage nominal.

- Flottement administré "*managed floating*" : les taux de change sont flottants, mais des interventions ponctuelles et/ou coordonnées des banques centrales informent les marchés sur la parité considérée comme souhaitable. Il s'agit d'un flottement impur.

Flottement pur ou flottement indépendant "*independently floating*"

Seul le marché définit l'équilibre du taux de change.

Conclusion Générale

L'objectif que nous nous sommes fixés dans ce travail de recherche est de montrer comment les entrées de capitaux, un des principaux traits de la libéralisation financière, ont affecté la politique monétaire et ont amené les pays d'Amérique Latine et d'Asie du sud Est à adopter une nouvelle conduite de la politique monétaire. Pour y parvenir, nous nous sommes intéressés à :

L'étude des caractéristiques de la libéralisation financière, en particulier les entrées 1. massives de capitaux ;

L'analyse des effets des entrées de capitaux sur chacun de ces pays en fonction des 2. caractéristiques qui leur sont propres ;

La gestion des entrées de capitaux, en particulier au niveau de la politique monétaire. 3.

Avec la libéralisation financière et plus particulièrement la libéralisation du compte de capital, les marchés émergents attirent de plus en plus de capitaux étrangers. Les recherches entreprises dans ce travail ont démontré que ces entrées de capitaux dans les marchés émergents ont été encouragées par différents facteurs notamment :

- une profonde modification du comportement des investisseurs et des banques qui s'est traduite par d'importantes vagues d'entrées et de sorties de capitaux ;
- la mise en place des réformes structurelles qui ont veillé à assurer l'accueil de ces capitaux étrangers et en particulier les investissements directs étrangers.

Ces massives entrées de capitaux ont conduit les systèmes financiers et bancaires à s'exposer à des risques importants et ont fait naître également certaines distorsions tels que :

- un degré élevé de volatilité du taux de change lié à une faible maîtrise des outils macroéconomiques ;
- une succession de crises (Mexique en 1994, Thaïlande en 1997, Brésil en 1999 et Argentine en 2002,) difficiles à gérer et à réguler ;
- une difficulté à réunir à la fois la stabilité monétaire et l'autonomie de la politique économique (triangle d'incompatibilité de Mundell), malgré la parfaite mobilité des capitaux.

Les pays émergents ont cherché à apporter des solutions leur permettant à la fois de tirer profit des entrées de capitaux et de bien préserver leurs économies de l'instabilité liée à la libéralisation financière. Les pays d'Amérique Latine caractérisés par une forte inflation ont d'abord commencé par mettre en application des plans de stabilisation visant essentiellement à mettre fin au processus d'inflation et de promouvoir un développement économique soutenable à long terme. La réussite de ces programmes de lutte contre l'inflation est très importante pour les mouvements de capitaux dans la mesure où en arrivant à baisser l'inflation, les pays attirent plus de capitaux étrangers. Toutefois, compte tenu des dérèglements macroéconomiques accompagnant les entrées massives de capitaux, le besoin des contrôles de capitaux dans ces pays s'est fait de plus en plus ressentir en particulier au début des années quatre-vingt-dix. Dès lors, aussi bien dans les pays d'Amérique Latine que dans les pays d'Asie du Sud Est, les autorités monétaires ont entrepris des mesures de contrôles qui se sont matérialisées essentiellement par des opérations de stérilisation et par la mise en place des réserves obligatoires non rémunérées. Ces mesures de contrôle ont fait preuve de leur efficacité uniquement à court terme. A long terme, elles n'arrivent pas à stabiliser de manière permanente le système financier international. En outre, il reste assez difficile d'évaluer empiriquement l'efficacité des contrôles de capitaux sur la nature, la composition ainsi que le total des capitaux. Les résultats peu satisfaisants des contrôles de capitaux sur la politique monétaire ont conduit les autorités à penser à une solution plus radicale.

En réalité, plusieurs facteurs ont contribué à la modification de la conduite de la politique monétaire : l'augmentation des coûts économiques liés au maintien des parités fixes, les crises de change liées à l'accroissement rapide de la mobilité des capitaux et les innovations ayant touché la sphère financière. Ainsi, et face à une efficacité limitée des mesures de contrôle de capitaux, les pays en question se sont orientés vers une nouvelle forme d'ancrage nominal : l'objectif d'inflation. Celui-ci résulte des limites rencontrées par les autorités monétaires lorsqu'elles ont adopté des ancrages nominaux plus traditionnels. En effet, les marchés émergents ont d'abord adopté un ciblage par le taux de change qui après plusieurs années n'ayant pas donné les résultats escomptés, a été abandonné au profit d'un ciblage par agrégat monétaire. Mais la mise en place de ce dernier étant difficile, les autorités monétaires ont alors décidé de remplacer ces ancrages nominaux par un ciblage d'inflation. A partir de l'expérience des différents pays en matière d'ancrage nominal nous pouvons tirer les conclusions suivantes :

- en tant qu'ancrage nominal, le ciblage du taux de change rencontre d'importantes difficultés au niveau du maintien du régime de change en harmonie avec l'objectif fixé. Le problème qui s'est longuement posé dans ce cas porte sur la fixité ou la flexibilité du régime du taux de change adopté. Dès lors, les solutions de coin souvent préconisées par les autorités monétaires n'offrent pas la meilleure approche. En effet, l'échec de la caisse d'émission argentine témoigne de la fragilité de l'ancrage dur et de son coût macroéconomique élevé lorsqu'il perdure. Quant au flottement, du point de vue de l'investissement étranger, il entraîne un risque important de nature à décourager l'investissement. L'utilisation d'une contrainte de change pose certes un problème et entraîne des risques ; mais elle peut servir d'instrument au renforcement institutionnel et à la mise en place d'une politique monétaire crédible visant à la stabilité des prix. Ainsi, plutôt que de recommander les solutions extrêmes, il y a encore place pour des solutions adaptées de gestion des taux de change telle que la stabilité avec ajustement. Mais, quel que soit le régime de change, le risque persistant est celui de la surévaluation réelle de la monnaie nationale. Elle peut se produire aussi bien lorsque les taux nominaux sont fixes que lorsqu'ils sont flottants. Ce risque se trouve lié à la gestion des entrées de capitaux étrangers. Ces dernières peuvent, en effet, entraîner soit une appréciation de la monnaie nationale (lorsque le taux de change est flottant) soit des pressions inflationnistes (lorsque le taux de change est fixe) face auxquelles il peut être difficile de résister. Ceci confirme une nouvelle fois la pertinence des recommandations de prudence vis à vis des entrées de capitaux ;
- pour le ciblage d'agrégat monétaire, la difficulté réside dans la définition même de l'agrégat ciblé, dans la mesure où celle-ci est fortement affectée par l'innovation financière. Il présente ainsi plusieurs difficultés dans sa mise en application, c'est pourquoi rares sont les pays émergents qui ont réellement pratiqué cet ancrage ;
- Le ciblage d'inflation semble répondre mieux aux attentes de la banque centrale et du public de chaque pays, dans la mesure où il permet de jauger la responsabilité de la banque centrale tout en offrant au public un objectif qu'il peut comprendre, ce qui a tendance à éliminer les tensions inflationnistes. Accompagné par une rigueur budgétaire et un flottement contrôlé du taux de change, ils peuvent à trois former un modèle cohérent de politiques macroéconomiques.

Toutefois, le ciblage d'inflation pose un problème au niveau du régime de change. En effet, la non compatibilité de la fixité des régimes de change avec la mobilité des capitaux et une politique monétaire autonome peut être contraignante au ciblage d'inflation. Dans ce contexte, certaines recherches récentes étudient l'éventualité d'utiliser dans ces pays des arrangements de régime du taux de change rigides, ce qui se traduit dans un premier degré par la dollarisation et dans un second degré par l'adoption d'une monnaie unique. La dollarisation consiste à remplacer la monnaie domestique dans toutes ses fonctions par une devise. Ce processus est unilatéral et asymétrique et le pays dollarisé subit la politique monétaire de la banque centrale du pays émetteur de la devise en question. De son côté, l'adoption d'une monnaie unique consiste à remplacer les monnaies domestiques de plusieurs pays par une nouvelle unité monétaire commune à ces pays,

impliquant ainsi un haut degré de coopération et davantage de symétrie entre les pays participants. L'adoption de cette monnaie implique également la création d'une banque centrale commune à qui incombe la gestion de la politique monétaire pour l'ensemble des pays.

Dans tous les cas de figures, choisir la dollarisation ou la monnaie unique implique que les pays renoncent à l'exercice de leurs souverainetés monétaires. Néanmoins, cela leur permet de tirer profit de la situation dans la mesure où ce processus intensifie les échanges entre ces pays et réduit les difficultés récurrentes à maîtriser l'inflation.

Toutefois, dans le cadre du débat sur la nouvelle architecture du système financier et monétaire des pays émergents, la politique monétaire n'est pas la seule à poser un problème. Il existe aussi d'autres difficultés notamment au niveau de la politique budgétaire ainsi que sur le plan social. C'est pourquoi les nouvelles recherches et études publiées notamment par le FMI et la BRI incitent à l'instauration davantage de réformes afin d'améliorer la compétitivité des pays, de réduire leurs vulnérabilités et d'élever leurs croissances économiques, pour arriver ainsi à former un cadre susceptible de favoriser la stabilité monétaire et financière dans une économie mondiale qui ne cesse de connaître de profonds changements structurels. Même si avec le ciblage d'inflation, les résultats jusque là obtenus sont prometteurs sur le plan monétaire, la stabilité requise pour le bien être de ces pays demeure inachevée.

Bibliographie

- Agénor P.R. (1994), « Credibility and Exchange rate management in developing countries », *Journal of Development Economics*, vol. 45, n°1, p.1-16.
- Agénor P.R. (1998), « The surge in capital flows: analysis of pull and push factors », *International Journal of Finance and Economics*, vol. 3, n°1, janvier.
- Agénor P.R. (2001), « Mouvements de capitaux, régimes de change, et libéralisation financière », *Colloque de l'IFID, Tunis*, octobre.
- Agénor P.R et Hoffmaister A.W. (1996), « Capital inflows and the real exchange rate : Analytical Framework And Econometric Evidence », *IMF Working Paper 96/137*.
- Agénor P.R, Hoffmaister A.W. et Medeiros C.I. (1997), « Cyclical fluctuations in Brazil's real exchange rate : The role of domestic and external factors », *IMF Working Paper 97/132*.
- Agosin M., Amsden A., Depaulis A., Eatwell J., Helleiner E., Kasekende L., Lahouel M., Lim L., McKinnon R., Mobius M., Shah A., Tarapore S.S., Thomas S., Euh Y.D. et Grunberg I. (1998), « Perspectives on international financial liberalization », *Office of Development Studies, Discussion Paper Series*, n°15.
- Agosin M.R. et French-Davis F. (1997), « Managing Capital Inflows In Latin America », *UNDP Discussion Paper Series*, n°8.
- Alesina A. et Drazen A. (1991), « Why are stabilizations delayed ? », *The American Economic Review*, vol. 81, n°5 , décembre..

- Allegret J.P. (1997), *Economie monétaire internationale*, HU Economie, Hachette Supérieur.
- Allegret J.P. (2000), « Quel rôle pour les contrôles des mouvements internationaux de capitaux ? », *Economie internationale, La revue du CEPII*, n°8, 1^{er} trimestre.
- Allegret J.P. (2005), *Les régimes de change dans les marchés émergents : quelles perspectives pour le 21^{ème} siècle ?*, Editions Vuibert, Paris, à paraître.
- Andersen P.S. et Wascher W.L. (1999), « Sacrifice ratios and the conduct of monetary policy in conditions of low inflation », *BIS Working Paper*, n°82, novembre.
- Antzoulatos A.A. (1997), « On the determinants and resilience of bond flows to LDCs, 1990-1995 : evidence from Argentina, Brazil and Mexico », *Federal Reserve Bank of New York, Research Paper*, n°9703, février.
- Arestis P. et Sawyer M. (1997), « How many cheers for the TOBIN transactions tax ? », *Cambridge Journal Of Economics*, 21, p.753-768.
- Arora V. et Cerisola M. (2000), « How does U.S. monetary policy influence economic conditions in emerging markets? », *IMF Working Paper*, WP/00/148, août.
- Auernheimer L. et George S.M. (2000), « Bad dreams under alternative anchors : are the consequences different », *IMF Working Paper*, WP/00/20, février.
- Bacchetta et Wincoop (1998), « Does exchange rate stability increase trade and capital flows ? », *NBER Working Paper*, n°6704, janvier.
- Ball L. (2000), « Policy rules and external shocks », *NBER Working Paper*, n° w.7910, septembre.
- Ball L. (1998), w6760 Policy Rules for Open Economies «Policy rules for open economies », *NBER Working Paper*, n° w.6760, octobre.
- Barro R.J. et Gordon D.B. (1983), « A positive theory of monetary policy in a natural rate model », *Journal of political economy*, 91, p.589-610.
- Bartolini L. et Drazen A. (1997), « Capital-account liberalization as a signal », *The American Economic Review*, vol. 87, n°1, mars.
- Bayoumi T. (1990), « Saving investment correlations », *IMF Staff Papers*, vol. 37, n°2, juin.
- Bayoumi T. (1997), *Financial integration and real activity*, General editor Professor M.J. Artis Manchester University Press.
- Beddies C.H. (1999), « Monetary policy and public finances : inflation targets in a new perspective », *IMF Staff papers*, vol. 46, n° 3, septembre-décembre.
- Bekaert G. et Campbell R.H. (1998), « Capital flows and the behaviour of emerging market equity returns », *NBER Working Paper*, n°6669.
- Bénassy-Quéré A. (1996), « Régimes et politiques de change en Asie », *Économie Internationale*, n°66, 2^{ème} trimestre.
- Bensaïd B. et Jeanne O. (1996), « Fragilité des systèmes de change fixe et contrôle de capitaux », *Economie et Prévision*, n°123-124, 2/3, p.163-174.
- Bernanke B.S. et Gertler M. (1995), « Inside the black box: the credit channel of monetary policy transmission », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 9, n° 4, p.27-48.

-
- Bhattacharaya R. (1999), « Political economy aspects of trade and financial liberalization: implications for sequencing », *IMF Working Paper*, 99/15.
- BIS (1998), « The transmission of monetary policy in emerging market economies », *Policy Papers*, n°3, janvier.
- BIS (1999), « Measures of underlying inflation and their role in the conduct of monetary policy », *Proceeding of the workshop of central bank model builders held at the BIS on 18/19 février*.
- BIS (1999), « Monetary policy operating procedures in emerging market economies », *Policy Papers*, n°5, mars.
- BIS (2001), *71st Annual Report*, Bâle, juin.
- BIS (2001), « Modelling aspects of the inflation process and the monetary transmission mechanism in emerging market countries », *Monetary and economic department*, BIS Paper, n° 8, novembre.
- Bordo M.D. et Rockoff H. (1996), « The gold standard as a good housekeeping seal approval », *Journal of Economic history*, vol. 56, p.389-428, juin.
- Bordo M.D. et Schwartz A.J. (1997), « Monetary policy regimes and economic performance: the historical record », *NBER Working Paper*, n° 6201, septembre.
- Bordo M.D., Eichengreen B. et Kim J. (1998), « Was there really an earlier period of international financial integration comparable to today ? », *NBER Working Paper*, n°6738.
- Caballero R.J et Krishnamurthy A. (1998), « Emerging market crisis : an asset market perspective », *NBER Working Paper*, n°6843.
- Calvo G. (1991), « The perils of sterilization », *IMF Staff Papers*, vol.38,p.921-926, décembre.
- Calvo G., Leiderman L. et Reinhart C. (1992), « Capital inflows to Latin America: The 1970's and The 1990's », *IMF Working Paper*, 92/85.
- Calvo G., Leiderman L. et Reinhart C. (1993), « Capital inflows and real exchange rate appreciation in Latin America », *IMF Staff Papers*, vol. 40, n°1.
- Calvo G., Leiderman L. et Reinhart C. (1993), « The capital inflows problem: concept and issues », *Papers on Policy Analysis and Assessments*, PPAA/93/10.
- Calvo G., Leiderman L. et Reinhart C. (1995), « Capital inflows to Latin America with reference to the Asian experience », in Edwards (ed) *Capital Controls, Exchange Rates and Monetary Policy in the World Economy*, Cambridge University Press.
- Calvo G., Leiderman L. et Reinhart C. (1996), « Inflows of capital to developing countries in the 1990s », *Journal of Economic Perspectives*, vol.10, n°2, Spring, p.123-139.
- Calvo G. et Reinhart C. (2000), « Fear of floating », *NBER Working Paper*, n° w7993, novembre.
- Calvo G. et Reinhart C. (2000), « Fixing for your life », for *Brookings Trade Forum, Policy Challenges in the Next Millenium*, p.27-28, avril.
- Calvo, G.A. et Végh C.A. (1991), « Exchange-rate-based stabilization under imperfect credibility », *IMF Working Paper*, n° 91/77, août.
- Calvo, G.A. et Végh C.A. (1994), « Inflation stabilization and nominal anchors »,

- Contemporary *Economic Policy*, n°12, p.35-45.
- Calvo G. et Végh C.A. (1999), « Inflation stabilization and bop crises in developing countries », *NBER Working Paper*, n°6925, février.
- Cardenas M. et Barrera F. (1997), « On the effectiveness of capital controls: the experience of Colombia during the 1990's », *Journal of Development Economics*, vol.54, p.27-57.
- Cardoso E. et Goldfajn I. (1997), « Capital flows to Brazil: The endogeneity of capital controls », *IMF Working Paper*, 97/115, septembre.
- Carmazza F. et Jahangir A. (1998), *Fixed or flexible? Getting exchange rate right in the 1990s*, Economic Issues 13, International Monetary Fund published, Washington DC, avril.
- Carranza L. et Wong C.H. (1999), « Policy responses to external imbalances in emerging market economies: further empirical results », *IMF Staff Papers*, vol.46, n°2, juin.
- Carstens A. (2000), « Mexico's monetary policy framework under a floating exchange regime », *IMF High-level seminar: implementing inflation targets*, mars.
- Cashin P. et Mc Dermott J. (1998), « International capital flows and national creditworthiness: Do the fundamental things apply as time goes by ? », *IMF Working Paper*, 98/172, décembre.
- Cassino V., Drew A. et McCaw S. (1999), « Targeting alternative measures of inflation under uncertainty about inflation expectations and exchange rate pass-through », *Reserve Bank of New Zealand*.
- Cecchetti S.G. et Krause S. (2001), « Financial structure, macroeconomic stability and monetary policy », *NBER Working Paper*, n° 8354, juillet.
- Chang R. et Velasco A. (1999), « Liquidity crises in emerging markets: theory and policy », *NBER Working Paper*, n°w.7272, juillet.
- Chen Z. et Khan M.S. (1997), « Patterns of capital flows to emerging markets: A theoretical perspective », *IMF Working Paper*, WP/97/13, janvier.
- Cheung Y.W., Chinn M.D. et Pascual A.G. (2002), « Empirical exchange rate models of the nineties: are any fit to survive? », *NBER Working Paper*, n°9393, décembre.
- Claessens S., Dooley M.P. et Warner A. (1995), « Portfolio capital flows: hot or cold? », *The World Bank Economic Review*, vol.9, n°1, p.153-174.
- Clark J. et Berko F. (1996), « Foreign investment fluctuations and emerging market stock returns: the case of Mexico », *Federal Reserve Bank of New York, Research paper*, n°9635, novembre.
- Corbo V. et Hernandez L. (1996), « Macroeconomic adjustment to capital inflows : lessons from recent Latin America and East Asian Experience », *The World Bank Research Observer*, vol.11, n°1, p.61-85, février.
- Corbo V. et Matte R. (1984), « Capital flows and the role of monetary policy : the case of Chile », *Instituto de Economica, pontificia Universidad Catolica de Chile, Documento de Trabajo*, n° 92, mai.
- Cordella T. (1998), « Can short term capital controls promote capital inflows »,

- Monetary Exchange Affairs Department IMF Working Paper*, 98/131, septembre.
- Cottarelli C. et Giannini C. (1997), « Credibility without rules? Monetary frameworks in the post-Bretton Woods era », *IMF Occasional Paper*, n°154, décembre.
- Cowan K. et De Gregorio J. (1997), « Exchange rate policies and capital account management: Chile in the 1990's », *Departemento to ingenieria industrial, Universidad de Chile*.
- Dabos M. et Hugo J.R. (2000), « Real exchange rate response to capital flows in Mexico : An empirical Analysis », *IMF Working Papers* , WP/00/108, juin.
- Dellas H. et Stockman A. (1993), « Self-fulfilling Expectations, Speculative Attack and Capital Controls », *Journal Of Money, Credit and Banking*, vol.25, n°4, novembre.
- De Gregorio J., Edwards S. et Valdés R.O. (2000), «Controls on capital inflows: do they work? », *NBER Working Paper*, n°w .7654, septembre.
- Dekle R. et Kletzer K.M. (2001), « Domestic bank regulation and financial crises: theory and empirical evidence from East Asia », *NBER working Paper*, n° w.8322, juin.
- Demirgüç A.K. et Detragliache E. (1997), « Financial liberalization and financial fragility », *Paper prepared for the annual World Bank conference on development economics*.
www.worldbank.org/html/rad/abcde/demirguc.pdf
- Devereux M.B. et Engel C. (2000), « Monetary policy in the open economy revisited setting and exchange rate flexibility », *NBER Working Paper*, n° w.7665, avril.
- Devereux M.B. et Engel C. (2002), « Exchange rate pass-through, exchange rate volatility, and exchange rate disconnect », *NBER Working Paper*, n° w 8858, avril.
- Dooley M.P. (1995), « A survey of academic literature on controls over international capital transactions », *IMF Working Paper*, 95/127.
- Dooley M.P. (1996), « Capital controls and emerging markets », *International Journal of Finance and Economics*, p.197-206, juillet.
- Edison H.J., Levine R., Ricci L. et Slok T. (2002), « International financial integration and economic growth », *NBER Working Paper*, n° w9164, septembre.
- Edwards S. (1989), *Real exchange rates, devaluations and adjustment*, The MIT Press, aout.
- Edwards S. (1995), *Exchange rates and monetary policy in the world economy*, Cambridge University Press.
- Edwards S. (1996), « A tale of two crisis: Chile and Mexico », *NBER Working Paper*, n° w.5794, octobre.
- Edwards S. (1997), « The Mexican Peso crisis? How much did we know? When did we know it? », *NBER Working Paper*, n° w.6334, janvier.
- Edwards S. (1998a), « Capital inflows into Latin America: a stop go story », *NBER WP*, n° w.6441, mars.
- Edwards S. (1998 b), « Capital flows, real exchange rates and capital controls: some Latin American experiences », *NBER Working Paper*, n° w.6800, novembre.
- Edwards S. (1998 c), « Interest Rate Volatility, Capital Controls and Contagion », *NBER WP*, n° w.6756, octobre.
- Edwards S. (1999), « How effective are capital controls? », *NBER Working Paper*, n°

w.7413 novembre.

- Edwards S. et Savastano M.A. (1998), « The morning after : the Mexican peso in the aftermath of the 1994 currency crisis », *NBER Working Paper*, n° w.6516, avril.
- Edwards S. et Savastano M.A. (1999), « Exchange rates in emerging economies : what do we know ? what do we need to know ? », *NBER Working Paper*, n° w7228, juillet.
- Edwards S. (2001), « Capital mobility and economic performance: are emerging economies different? », *NBER Working Paper*, n° w.8076, janvier.
- Edwards S. et Cox Edwards A. (2000), « Economic reforms and labour markets : policy issues and lessons from Chile », *Economy Policy*, vol.15, n°30, p.181-230, juillet.
- Edwards S. (2001), « Exchange rate regimes, capital flows and crisis prevention », *NBER Working Paper*, n° w.8529, octobre.
- Edwards S. et Magendzo I.L. (2001), « Dollarization, inflation and growth », *NBER Working Paper*, n° w.8671, novembre.
- Eichengreen B. (2002), « Can emerging markets float? Should they inflation target? », février. <http://emlab.berkeley.edu/users/eichengr/policy/nicaragua3jan22.pdf>
- Eichengreen B. et Fishlow A. (1998), « Contending with capital flows : what is different about the 1990's », in *Capital flows and Financial Crises*, Edited by Miles Kahler; Manchester University Press.
- Eichengreen B., Masson P. et alii (1998), « Exit strategies policy options for countries seeking greater exchange-rate flexibility », *IMF occasional paper*, n° 168.
- Eichengreen B. et Hausmann R. (1999), « Exchange rates and financial fragility », *NBER Working Paper*, n° w.7418, novembre.
- Eichengreen B., Masson P., Savastano M. et Sharma S. (1999), « Transition strategies and nominal anchors on the road to greater exchange-rate flexibility », *Essays in International Finance*, n° 213, avril.
- Eichengreen B. et Leblang D. (2002), « Capital account liberalization and growth: was MR. MAHATHIR right? », *NBER Working Paper*, n° w.9427, décembre.
- Feldstein M. et Horioka C. (1980), « Domestic saving and international capital flows », *Economic Journal*, vol. 90, n°358, p.314-329, juin.
- Feldstein M. (1999), *International Capital flows*, The University of Chicago Press – Chicago and London.
- Fernandez Arias E. (1996), « The new wave of capital inflows : push or pull ? », *Journal of Development Economics*, n°48, mars.
- Fernandez Arias E. et Montiel P.J. (1996), «The surge in capital inflows to developing countries: an analytical overview », *The World Bank Economic Review*, p.51-77, 10 mars.
- Fernandez Arias E. et Montiel P.J. (2001), « Reform and growth in Latin America: all pain, no gain? », *IMF Staff Papers*, vol. 48, n°3, décembre.
- Fieleke N.S. (1996), « International capital transactions: should they be restricted ? », *New England Economic Review Federal Reserve Bank Of BOSTON*, mars-avril, p.27-39.
- Fisher S. (2001), « Exchange rate regime : is the bipolar view correct ? », *mimeo IMF*,

janvier.

- Fischer S., Cooper R.N., Dornbusch R., Garber P.M., Massad C., Polak J.J., Rodrik D. et Tarapore S.S. (1998), « Should the IMF pursue capital account convertibility ? », *Essays in International Finance IMF Annual Report*, n°207, mai.
- Flood R. et Marion N. (1998), « Perspectives on the recent currency crises literature », *NBER Working Paper*, n° w.6380, janvier
- Folkerts-Landau D. et Ito T. (1995), *International capital markets: developments, prospects and policy issues*, Washington, D.C, IMF publication.
- Fornari F. et Levy A. (2000), « Global liquidity in the 1990s : geographical allocation and long-run determinants », *BIS Conference Papers*. www.bis.org/publ/confer08a.pdf
- Fraga A., Goldfjan I. et Minella A. (2003), « Inflation Targeting in emerging Market Economies », *Banque Centrale du Brésil, Working Paper*, n°76, juin.
- Frankel et Okongwu (1996), « Liberalized portfolio capital inflows in emerging markets : sterilization, expectations and the incompleteness of interest rate convergence », *International Journal of Finance and Economics*, Janvier.
- Frankel J. et Roubini N. (2000), « The role of industrial country policies in emerging market crises », *NBER Conference on economic and financial crises in emerging market economies; Woodstock, Vermont*, octobre.
- Frankel J.A. (1999), « No single currency regime is right for all countries or at all times », *NBER Working Paper*, n° w.7338, septembre.
- Freidman B.M. (2000), « Monetary policy », *NBER Working Paper*, n° w.8057, décembre.
- Furman J. et Stiglitz J. (1998), « Economic crisis: evidence and insight from East Asia », *Brooking Papers on Economic Activity*, n°2.
- Gavin M., Hausmann R. et Leiderman L. (1995), « The macroeconomics of capital flows to Latin America : experience and policy issues », *Inter-American Development Bank, Office of the Chief Economist, Working Paper*, n° 310, octobre.
- Gavin W.T. (2000), « Controlling inflation after Bretton Woods: an analysis based on policy objectives », *Federal Reserve Bank of Saint Louis, Working Paper*, 2000-007A, février.
- Gerlach S. (1996), « Monetary policy and the behaviour of interest rates: are long rates excessively volatile? », *BIS Working Paper*, n°34, janvier.
- Giovannini A. et Park W.J. (1992), « Capital controls and international trade finance », *Journal Of International Economics*, n° 33, p.285-304, North-Holland.
- Glick R. (1998), *Managing capital flows and exchange rates perspectives from the Pacific Basin*, Cambridge University Press.
- Goux J.F. (1998), *Economie monétaire et financière*, Economica, Paris.
- Gosh A.R. et Ostry J.D. (1993), « Do capital flows reflect economic fundamentals in developing countries ? » *IMF Working Paper*, n° 93/94, avril.
- Ghosh A., Goulde A., Ostry J.D. et Wolf H. (1995), « Does nominal exchange rate regime matter ? », *NBER Working Paper*, n° w.5874, janvier.
- Greenway D. (1995) « Policy Forum: Sand in the wheels of international finance », *The*

- Economic Journal*, vol.105, n°428, p.160-161, Janvier.
- Griffith-Jones S. (1998) « How to protect developing countries from volatility of capital flows? » *Paper prepared for the commonwealth*, juin.
- Griffith-Jones S., Ocampo J.A. et Cailloux J. (1999), « The poorest countries and the emerging international financial architecture », http://www.egdi.gov.se/pdf/19994pdf/1999_4.pdf
- Grilli V. et Milesi-Feretti G.M. (1995), « Economic effects and structural determinants of capital controls », *IMF Staff Papers*, vol. 42, n°3, septembre.
- Gros D. (1992), « Capital controls and foreign exchange market crises in the EMS », *European Economic Review*, vol. 36, p.1533-1544.
- Hamann A.J. (1999), « Exchange rate-based stabilization : a critical look at the stylised facts », *IMF Working Papers*, WP 99/132, octobre.
- Hausmann R., Pizza, U. et Stein E. (2000), « Why do countries float the way they float ? », *Research Department Inter-American Development Bank* , avril.
- Ho C. et MC Cauley R.N. (2003), « Living with flexible exchange rates: issues and recent experience in inflation targeting emerging market economies », *BIS Working Paper*, n°130, février.
- Hoffmaister A.W. (2001), « Inflation targeting in Korea : an empirical exploration », *IMF Staff Papers*, vol. 48, n°2.
- IMF (2003), *Global financial stability report Market developments and issues*, mars, *world economic and financial surveys IMF Washington DC*.
- IMF (1994-2002), *Annual Report* .
- IMF *Annual report on exchange arrangements and exchange restrictions* (1991, 1999, 2001, 2002).
- Johnson O.E.G. (1997), « Policy reform as collective action », *IMF Working Paper*, 97/163, décembre.
- Johnston R.B, Tamirisa N. et Monetary Exchange Affairs Department (1998), « Why do countries use capital controls ? », *IMF Working Paper*, WP/98/181.
- Johnston R.B. (1998), « Sequencing capital account liberalizations and financial sector reform », *IMF Working Paper*, WP/98/8 , juillet.
- Johnston R.B., Darbar S.M.et Echeverria C. (1997), « Sequence capital account liberalization: lessons from the experiences in Chile, Indonesia, Korea and Thailand », *IMF Working Paper*, 97/157, novembre.
- Kahler M. (1998), *Capital flows and financial crises*, Manchester University Press.
- Kamin S.B. et Rogers J.H. (1996), « Monetary policy in the end-game to exchange-rate based stabilizations : the case of Mexico », *International Finance Discussion Papers of Broad of Governors of the Federal Reserve System*, n°540, février.
- Kamin S.B. et Rogers J.H. (1997), « Output and the real exchange rate in developing countries : an application to Mexico », *International Finance Discussion Papers of Broad of Governors of the Federal Reserve System*, n°543, mars.
- Kaminsky G.L. et Leiderman L. (1996), « High real interest rates in the aftermath of disinflation : is it a lack of credibility ? », *International Finance Discussion Papers of*

- Broad of Governors of the Federal Reserve System*, n°580, mars.
- Kashyap A.K. et Stein J.C. (2000), « What do a million observations on banks say about the transmission of monetary policy ? », *The American Economic Review*, vol. 90, n°3, Juin.
- Khamis M. et Leone A.M. (2001), « Can currency demand be stable under financial crisis ? the case of Mexico », *IMF Staff Papers*, vol. 48, n°2.
- Klein M.W. et Marion N.P. (1997), « Explaining the duration of exchange rate pegs », *Journal of Development Economics*, vol. 54, n°2, p.387-404, décembre.
- Krugman P. (1979), « A model of balance of payments crises », *Journal of money, credit and banking*, vol.11, p. 311-325.
- Krugman P. (1996), « Are currency crises self-fulfilling? », *NBER Macroeconomic Annual, Cambridge Mass*, p.345-378.
- Krugman P. (1998), « The eternal triangle », octobre.
<http://web.mit.edu/krugman/www/triangle.html> .
- Kydland F. et Prescott E.C. (1977), « Rules rather than discretion : the inconsistency of optimal plans », *Journal of political economy*, 85, 473-91.
- Laban .R., Chumacero R. et Larrain F. (1997), « What determines capital inflows ? an empirical analysis of Chile », *Development Discussion Paper*, n°592, juillet.
- Laban R.M. et Larrain F. (1997), « Can a liberalization of capital outflows increase net capital inflows ? », *Journal of International Money and Finance*, vol. 16, n°3, p.415-431.
- Laban R.M. et Larrain F. (1998), « The Return Of Private Capital To Chile in The 1980's : Causes, Effects And Policy Reactions », *Development Discussion Paper*, n°627, mars.
- Laurens B., E. Cardoso et Monetary and exchange affairs department (1998), « Managing capital flows- Lessons from the experience of Chile », *IMF Working Paper*, WP/98/168.
- LEE Jang-Yung (1997), « Sterilizing Capital Inflows », *Economic Issues*, février.
- Leiderman L. et Razin A. (1994), *Capital mobility : the impact of consumption, investment and growth*, Cambridge University Press.
- Levich R. (1998), « Dealing with capital inflows : Mexico and Chile compared », in *Emerging market capital flows Edited by R. Levich Stern School of business, NY University*.
- Levich R. (1998), *Emerging market capital flows*, Stern School of Buisness, New York University.
- Masson P., Savastano M.A. et Sharma S. (1997), « The scope for inflation targeting in developing countries », *IMF Working Paper*, WP/97/130, octobre.
- Masson P., Savastano M.A. et Sharma S. (1998), « Can inflation targeting be a framework of monetary policy in developing countries ? », *Finance and development*, p. 34-37, mars.
- Mahbub ul Haq, Kaul I. et Grunberg I. (1996), *The Tobin Tax : coping with financial volatility*, Oxford University Press.

- Mahon J.E.Jr (1996), « Exchange policies and capital flight », in *Mobile capital and Latin American Development*, The Pennsylvania State University.
- Martin P. et Rey H. (2002), « Financial globalization and emerging markets : with or without crash », *NBER Working Paper*, n°9288, octobre.
- Mc Lindon M.P. (1996), « *Privatisation and capital market development strategies to promote economic growth* », Westport, Connecticut London.
- McCallum B.T. (1999), « Analysis of the monetary transmission mechanism : methodological issues », *NBER Working Paper*, n° w7395, octobre.
- McKinnon R. (1982), *The order of economic liberalization : Financial control in the transition to a market economy*, Baltimore, Md. Johns Hopkins University Press.
- McKinnon R. (1982), « The order of economic liberalization : lessons from Chile and Argentina », in *Economic Policy in a World of Change*, K. Brunner and A.H. Meltzer (eds), North-Holland.
- McLeod H. et Garrant R. (1998), *East Asia in crisis : From being a miracle to needing one?*, London and New York.
- Meltzer A.H. (1995), « Monetary, Credit and (other) transmission processes : a monetary perspective », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 9, n° 4, p.49-72.
- Mendoza E.G et Uribe M. (1996), « Devaluation risk and the syndrome of exchange-rate-based stabilizations and the uncertain duration of currency pegs », *Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers*, n° 548, avril.
- Mendoza E.G et Uribe M. (1999), « Devaluation risk and the syndrome of exchange-rate-based stabilizations », *NBER Working Paper*, n° w7014, mars.
- Mendoza E.G. (1991), « Capital controls and the gains from trade in a business cycle model of a small open economy », *Staff papers*, vol. 38, n°3, p.480-505, septembre.
- Mishkin F.S. (1995), « Symposium on the monetary transmission mechanism », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 9, n°4, p.3-10.
- Mishkin F.S. (1996), « Understanding financial crises : a developing country perspective », *NBER Working Paper*, n° w5600, mai.
- Mishkin F.S. (1999), « International Experiences with different monetary policy regimes », *NBER Working Paper*, n° w7044, mars.
- Mishkin F.S. (2000), « Inflation targeting in emerging-market countries », *The American Economic Review, Papers and proceedings of the one hundred twelfth annual meeting of the American Economic Association*, mai.
- Mishkin F.S. et M.A. Savatano (2000), « Monetary policy strategies for Latin America », *NBER Working Paper*, w 7617, mars.
- Montiel P.J. et Ostry J.D. (1992), « Real Exchange Rate Targeting Under Capital Controls : Can Money Provide A Nominal Anchor ? », *IMF Staff Papers*, vol. 39, n°1, mars.
- Mokadem M. (2002), *Economie Monétaire : mécanismes, politiques et théories*, Publications de l'imprimerie officielle de la république tunisienne.
- Mundell R. (2001), « On the history of the Mundell-Fleming Model », *IMF Staff Papers*,

vol. 47, special issue.

- Mussa M., Masson P., Swoboda A., Jadresi E., Mauro P. et Berg A. (2000), « Exchange rate regimes in an increasingly integrated world economy », *IMF Occasional Paper*, n°193, août,
- Neiss K.S. (1999), « Discretionary inflation in general equilibrium model », *Journal of monetary, credit and banking, Part 1*, août.
- Obstfeld M. (1986), « Rational and self-fulfilling balance of payments crises », *The American Economic Review*, vol.76, n°1, mars.
- Obstfeld M. et Rogoff K. (2000), « Do we really need a new international monetary compact », *NBER Working Paper*, w7864, août.
- Office of development studies (1998), « Perspectives on international financial liberalization », *Discussion Paper Series n°15 UNDEP*.
- Presson T. et Tabellini G. (1990), *Macroeconomic policy, credibility and politics*, Harwood Academic Publishers GmbH.
- Reinhart C.M. et Smith R.T. (1998), « Too much of a good thing : the macroeconomic effects of taxing capital inflows », in *Managing Capital Flows and Exchange Rates, Perspectives from the Pacific Basin*, sous la direction de C.R. Glick, Cambridge University Press, p.436-464.
- Reinhart C. M. et R.T. Smith (2001), « Temporary Capital Controls », *NBER Working Paper*, n° w.8422, août.
- Rivera Batiz L.A et Amadou N.R.S. (2000), « Currency boards, credibility, and macroeconomic behaviour », *IMF Working Paper*, WP/00/97, Juin.
- Rodrick D. et Velasco A. (1999), « Short-term capital flows », *NBER Working Paper*, n° w.7364, septembre.
- Roubini N. et Wachtel P. (1998), « Current account sustainability in transition economies », *NBER Working Paper*, n° w.6468, mars.
- Sachs J. et Radelet S. (1998), « The onset of the East Asian financial Crisis », *NBER Working Paper*, n° w6680.
- Sachs J., Tornell A. et Velasco A. (1996), « Financial crises in emerging markets : the lessons from 1995 », *NBER Working Paper*, n° w.5576, mai.
- Smith J.G. (1997), « Commentaries: Exchange rate instability and the Tobin Tax », *Cambridge Journal of Economics*, 21, p.745-752.
- Soolev Y.V. (2000), « Exchange-rate-based stabilization : a model of financial fragility », *IMF Working Papers*, WP/00/122, juin.
- Spahn P.B. (1995), « International Financial Flows And Transactions Taxes : Survey And Options », *IMF Working Paper*, n° 95/60.
- Staff team IMF led by Eichengreen B. and P. Masson (1998) « Exit strategies policy options for countries seeking greater exchange rate flexibility », *IMF Occasional Paper*, n°168.
- Svensson L. (2000), « Monetary policy under inflation targeting », *IMF High-level seminar : implementing inflation targets*, mars.
- Svensson L. (2000), « How should monetary policy be conducted in an era of price

- stability », *NBER Working Paper*, n° 7516, février.
- Svensson L.E.O. (2002), « What is wrong with Taylor rules? Using judgment in monetary policy through targeting rules », *NBER Working Paper*, n°9421, décembre.
- Takagi S. et Esaka T. (1999), « Sterilization and the capital inflow problem in East Asia, 1987-97 », juillet. <http://www.esri.go.jp/jp/archive/dis/dis090/dis086a.pdf>
- Takagi S. et Yoshida Y. (2001), « Exchange rate movements and tradable goods prices in east Asia : an analysis based on Japanese customs data, 1988-1999 », *IMF Staff Papers*, vol.48, n°2.
- Tamirisa N. (1998), « Exchange and capital controls as barriers to trade », *IMF Working Paper*, 98/81.
- Taylor (1996), « International capital mobility in history : the saving – investment relationship », *NBER Working Paper*, n° w.5743, septembre.
- Taylor J.B. (1995), « The monetary transmission mechanism : an empirical framework », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 9, n° 4, p.11-26.
- Taylor M.P. et Sarnd L. (1997), « Capital flows to developing countries : long and short term determinants », *The World Bank Economic Review*, vol. 11, n°3, p.451-470.
- Tornell A. (1990), « Real vs. Financial Investment, Can Tobin Taxes eliminate the irreversibility distortion? », *Journal of development economics*, 32 (2), p.419-444.
- Tornell A. (1999), « Lending booms and currency crises: empirical link », *Harvard University and NBER*, juillet.
- Tornell A. et Velasco A. (1998), « Fiscal discipline and the choice of a nominal anchor in stabilization », *Journal of International Economics*, n° 46, p.1-30.
- Tornell A. et Velasco A. (2000), « Fixed versus flexible exchange rates: which provides more fiscal discipline? », *Journal of Monetary Economics*, n°45, p.399-436.
- Turner P. (1995), « Capital flows in Latin America: a new phase », *Economic Paper*, n°44, mai.
- Ulan M.K. (2000), « Is a Chilean-style tax on short-term capital inflow stabilizing ? », *Open Economies Review*, vol.11, n° 2, p.149-178, avril.
- Valdes-Prieto S. et Soto M. (1996), « New selective capital controls in Chile : are they effective ? », *Working Paper Catholic University of Chile*.
- Vamvakidis A. (1999), « Regional trade agreements or broad liberalization : which path leads to faster growth ? », *IMF Staff papers*, vol. 46, n°1, mars.
- Varoudakis A. (1994), *La politique macroéconomique*, Dunod, Paris
- Végh C.A. (2001), « Monetary policy, interest rate rules, and inflation targeting : some basic equivalences », *NBER Working Paper*, n° w8684, décembre.
- Velasco A. (2000), « Exchange-rate policies for developing countries : what have we learned ? What do we still not know ? », *G-24 Discussion Paper Series*, n°5, juin, www.ksg.harvard.edu/rodrik/G24Papers.htm
- White W.R. (2000), « What have we learned from recent financial crises and policy responses », *BIS Working Paper*, n°84, janvier.
- Willett T.D. (2000), « International financial markets as sources of crises or discipline: the too much, too late hypothesis », *Princeton essays in International finance*, n°218,

mai.

Wilkins (1998), « Conduits for long-term investment in the gold standard era », *Florida International University mimeo*, mars.

Williamson J. et Mahar M. (1998), « A survey of financial liberalization », *Essays in international finance*, n°211, novembre.