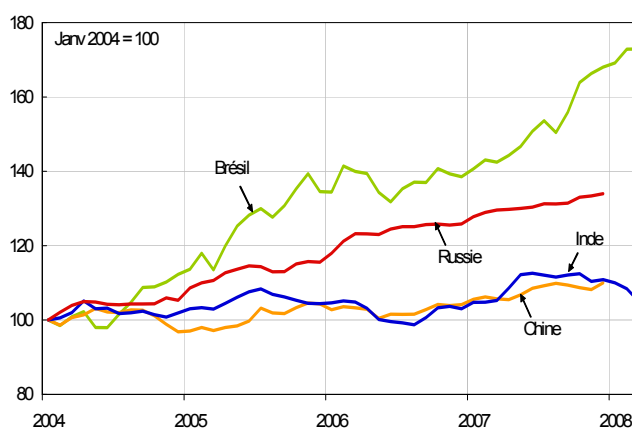


## Appréciation réelle du taux de change dans les pays émergents

- Les devises des économies en rattrapage, qui connaissent de forts gains de productivité, sont soumises à des pressions à l'appréciation en termes réels par rapport aux monnaies des pays développés. Jusqu'en juillet 2007, celles-ci ont débouché dans la plupart des cas sur des appréciations nominales sensibles, tandis que l'on assistait par ailleurs à une montée des tensions inflationnistes. Ce mouvement, d'origine essentiellement structurelle, a été amplifié par la conjonction d'autres facteurs : un dollar en forte baisse face à toute monnaie, un environnement économique mondial dynamique, une liquidité très élevée sur les marchés financiers mondiaux ou encore des prix de matières premières en forte hausse.
- Face à ce phénomène, la plupart des pays concernés ont tenté de limiter ce mouvement d'appréciation qui vient rogner la compétitivité. Les options classiques de la politique économique (constitution de réserves de change, stérilisation, pilotage des taux d'intérêt) ont buté sur l'impossibilité de simultanément contrôler le taux de change et conserver une politique monétaire autonome (avec des objectifs internes) dans un contexte de liberté des mouvements de capitaux et d'intégration plus forte sur le plan international. D'autres mesures ont ainsi pu être envisagées, notamment des interventions sur le contrôle des flux de capitaux (favorables à la sortie, ou restrictifs sur les entrées).
- Depuis juillet 2007 et le début de la crise des subprimes, et surtout depuis son aggravation à partir de janvier 2008, les devises émergentes ont connu dans l'ensemble des évolutions plus hétérogènes et plus volatiles. Les économies des pays concernés sont exposées à des choix de politique économique difficiles entre des pressions à l'appréciation réelle essentiellement sous forme de tensions inflationnistes à court terme et un possible refroidissement, même limité, à prévoir en conséquence du ralentissement économique des pays développés à moyen terme.

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

Taux de change effectif réel des principales devises émergentes



Sources : Global Insight.

## 1. Jusqu'à l'été 2007, les devises des pays émergents ont été soumises à de fortes pressions à l'appréciation réelle

### 1.1 Dans une économie en rattrapage, le taux de change a tendance à s'apprécier en termes réels

Les économies en rattrapage, qui bénéficient d'un taux de croissance élevé et d'importants gains de productivité voient généralement leur devise s'apprécier en termes réels. Ce phénomène résulte de l'effet Balassa-Samuelson (voir encadré 1), et explique pour une large part les évolutions constatées sur les devises émergentes jusqu'en juillet 2007. Comme cela est précisé dans l'encadré, cet effet permet d'expliquer les différences d'évolution des taux de change réels par les différences de productivité relatives entre secteurs exposés ou non et entre les économies. En phase d'expansion ou de rattrapage, les variations de productivité dans les économies émergentes sont généralement plus rapides dans le secteur exposé (secteur des biens échangeables), avec notamment des transferts de technologies plus rapides, une adaptation plus grande aux standards internationaux et de plus grands efforts de productivité dans les secteurs ouverts à la concurrence internationale. Ceci a tendance à réduire le prix relatif des biens échangeables dans l'économie par rapport aux biens non-échangeables et ainsi à élever le taux de change réel.

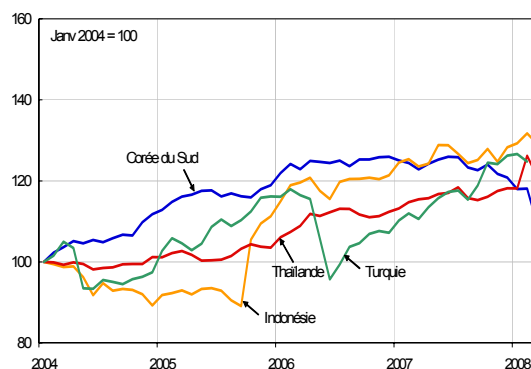
Diverses études empiriques ont cherché à mesurer l'ampleur de l'effet Balassa-Samuelson<sup>1</sup> et ont généralement conclu à un effet statistiquement significatif, même s'il peut parfois être dominé par d'autres éléments (par exemple d'importants mouvements de capitaux en provenance de l'étranger, une politique budgétaire expansionniste ou non) et qu'il est rendu relativement faible par la diffusion généralement rapide des gains de productivité dans une grande variété de secteurs dans certaines économies émergentes (ex : Chine).

### 1.2 Certaines devises émergentes ont enregistré des appréciations en termes effectifs réels particulièrement significatives jusqu'à mi-2007

Jusqu'en juillet 2007, la plupart des devises émergentes ont connu d'importantes appréciations en termes effectifs

réels et en termes nominaux (cf. graphique de la première page, le graphique 1 et le tableau 2). Les devises qui ont le plus évolué en termes nominaux sont naturellement les plus flexibles (Brésil, Turquie), mais des tensions importantes à l'appréciation ont pu être observées également sur des devises jusque-là ancrées au dollar (Chine, Inde, Russie), dont la baisse a accentué l'ampleur du mouvement.

Graphique 1 : taux de change effectif réel



Source : Global Insight.

Par ailleurs, de manière générale, l'évolution des politiques de change de ces pays s'est faite vers plus de flexibilité *de jure* bien que les devises restent souvent fixes ou dirigées *de facto* (cf. tableau 1).

**La volonté de ne pas laisser le taux de change flotter trop fortement (ou *fear of floating*<sup>2</sup>) tient souvent à plusieurs facteurs, notamment aux gains de crédibilité élevés de la politique monétaire qui accompagnent l'ancrage à une ou plusieurs grande devise. Par ailleurs, les économies émergentes basent souvent leur expansion sur leur degré élevé de compétitivité en termes commerciaux, ce qui exclut alors d'accepter une appréciation trop forte de la monnaie. Pour d'autres, la stabilité du change peut être précieuse pour maintenir un équilibre extérieur soutenable.**

Tableau 1 : Régimes de change *de facto* (mi-2007)

Régime de change	Pays
Currency board	Bosnie-Herzégovine, Bulgarie, Estonie, Hong-Kong
Ancrage	Argentine, Bolivie, Hongrie, Jordanie, Maroc, Mongolie, Pakistan, Ukraine, Vénézuéla, Vietnam
Ancrage glissant	Chine, Nicaragua
Flottement dirigé	Algérie, Colombie, Croatie, Inde, Indonésie, Kazakhstan, Pérou, Russie, Singapour, Thaïlande, Tunisie
Flottement libre	Albanie, Afrique du Sud, Brésil, Chili, Corée du Sud, Israël, Mexique, Pologne, Turquie

Source : FMI-Global Financial Stability Report (Sept. 2007), Datastream-market value, Datastream-Position extérieure du Japon. Calculs DGTPE.

- (1) Pour une étude récente, voir Ricci L. A., Milesi-Ferretti G. M. et Lee J. (2008) : «Real Exchange Rates and Fundamentals : A Cross-Country Perspective», *IMF Working papers WP/08/13, Janvier*. Les auteurs estiment qu'un accroissement de 10% de la productivité du secteur des biens échangeable par rapport au secteur des biens non-échangeables dans une économie relativement à l'évolution à l'étranger entraîne une appréciation réelle du change de l'ordre de 2%.
- (2) Voir Calvo G. et Reinhart C. (2000) : «Fear of floating», *NBER Working papers 7993*.

**Tableau 2 : évolution du taux de change face au dollar (en glissement et en %)**

devise	2004	2005	2006 1 <sup>er</sup> sem.	2006 2 <sup>ème</sup> sem.	2007 1 <sup>er</sup> sem.	2007 2 <sup>ème</sup> sem.
euro	5,4	-10,9	8,2	3,8	2,7	7,0
yen	2,4	-11,4	2,7	-3,4	-2,9	9,6
peso argentin	-1,6	-1,9	-1,9	0,8	-1,1	-1,9
rand sud-africain	6,1	-9,8	5,6	1,1	0,1	6,9
real brésilien	6,7	15,9	8,0	1,2	11,4	7,7
yuan (Chine)	0,0	2,6	1,0	2,4	2,6	4,3
peso colombien	20,1	1,3	-11,3	15,3	13,5	-2,8
won (Corée du S.)	15,1	3,5	6,2	2,1	0,4	-1,5
roupie (Inde)	5,1	-3,2	-2,2	4,1	9,2	2,6
roupie (Indonésie)	-9,0	-5,6	7,5	1,8	-0,3	-4,0
peso mexicain	-2,0	6,4	-4,6	3,5	0,1	-1,3
rouble (Russie)	6,1	-3,6	6,9	2,3	2,0	5,2
baht (Thaïlande)	0,9	-3,9	7,3	7,0	12,2	7,3
livre turque	2,3	0,6	-12,6	9,9	8,3	10,7

Source : Global Insight.

### 1.3 Les appréciations ont été renforcées par des entrées de capitaux en forte hausse

Pour certaines économies émergentes, les pressions à l'appréciation réelle ont été alimentées et renforcées par d'importants flux de capitaux entrants. L'intégration des économies émergentes dans les échanges financiers mondiaux a permis d'observer une augmentation importante des flux entrants de capitaux, qu'ils soient sous forme d'IDE ou d'investissements de portefeuille.

Jusqu'au début de la crise des *subprimes* à l'été 2007, les conditions économiques et financières mondiales étaient très favorables. La croissance des économies continuait d'être robuste et les perspectives étaient bonnes pour les pays émergents. La stabilisation de leurs situations économiques et l'amélioration de leurs structures financières (approfondissement, meilleure supervision) avaient accru leur attractivité pour les investisseurs étrangers.

Les marchés financiers bénéficiaient alors d'un niveau de liquidité très élevé. Les très bonnes conditions financières internationales ont alimenté la recherche de rendement des investisseurs qui ont trouvé dans les titres émergents des rendements toujours élevés, avec une perception de baisse des risques.

Cette croissance de la demande de titres émergents a pu également, dans un contexte de plus grande confiance dans les devises émergentes, inciter certains investisseurs à monter des opérations de *carry trades*<sup>3</sup>, là où les conditions financières leur permettaient. En effet, la conjonction de la perception de tensions à l'appréciation sur les devises émergentes, avec des politiques monétaires plus restrictives dans les pays émergents que dans certaines économies développées, ont permis de rendre profitable ce type d'opérations. Avec des marchés de change toujours de taille limitée et des volumes de *carry trades* importants, l'impact sur les évolutions et la volatilité des devises émergentes a pu être significatif au Brésil, en Turquie et en Afrique du Sud.

#### Encadré 1 : l'effet Balassa-Samuelson

L'effet Balassa Samuelson<sup>a</sup> permet d'expliquer par les différences de productivité les différences d'évolution du taux de change réel. En particulier, il explique pourquoi les pays en rattrapage ont tendance à subir d'importantes pressions à l'appréciation réelle.

Le taux de change réel ( $Q$ ) est défini par :

$$Q = \frac{E \cdot P^*}{P}$$

où  $E$  est le taux de change nominal,  $P$  et  $P^*$  respectivement les indices de prix domestique et étranger. En indiquant respectivement par  $T$  et  $N$  les variables concernant le secteur des biens échangeables et non-échangeables, nous pouvons réécrire :

$P = (P_T)^\alpha (P_N)^{1-\alpha}$  où  $\alpha$  est le poids du secteur des biens échangeables dans le pays. De même,  $P^* = (P_T^*)^\beta (P_N^*)^{1-\beta}$  avec le poids du secteur des biens échangeables à l'étranger.

Ceci permet alors de réécrire le taux de change réel sous la forme :

$$Q = \left( \frac{E \cdot P_T^*}{P_T} \right) \left( \frac{(P_N^* / P_T^*)^{1-\beta}}{(P_N / P_T)^{1-\alpha}} \right)$$

soit le produit d'un taux de change réel basé sur le prix des biens échangeables  $Q_T$  et d'un facteur qui dépend des prix relatifs entre biens échangeables et non-échangeables dans le pays et à l'étranger.

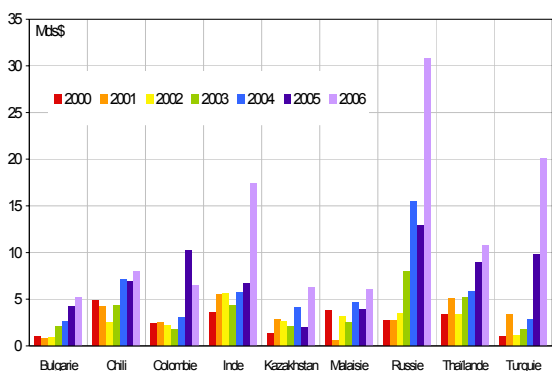
Sous l'hypothèse (forte) de parité de pouvoir d'achat sur les biens échangeables,  $Q_T$  vaut 1 et le prix des biens échangeables est le même partout (sinon, des arbitrages pourraient avoir lieu).

Dans une économie en rattrapage exposée à la concurrence internationale, la productivité dans le secteur des biens échangeables a en moyenne tendance à augmenter plus vite que celle du secteur des biens non-échangeables. L'ensemble des salaires de l'économie considérée doit ensuite s'ajuster à cette hausse, rendant le coût du travail plus élevé dans le secteur des biens non-échangeables, relativement à la productivité du secteur. Ceci a tendance à augmenter le prix relatif des biens non-échangeables par rapport aux biens échangeables, plus qu'à l'étranger et ainsi le taux de change réel a tendance à augmenter.

a. Cr. Balassa, B. (1964) : «The Purchasing Power Parity Doctrine: A Reappraisal», *Journal of Political Economy*, vol. 72, ainsi que Samuelson P. (1964) : «Theoretical Notes on Trade Problems», *Review of Economics and Statistics*, volume 23.

(3) voir Grislain N., Jacquet-Saillard F. (2008) : «Carry trades et évolution récente du yen», *Trésor-Eco n°33*, DGTPE.

Graphique 2 : flux nets d'IDE en direction des pays émergents



Source : FMI.

Les canaux de transmission de l'impact de ces flux de capitaux sur le taux de change réel sont divers, tout comme la nature de ces capitaux. Les IDE favorisent l'activité en relançant la demande locale et peuvent renforcer l'effet Balassa-Samuelson en étant souvent concentrés dans le secteur des biens échangeables. L'achat d'actifs financiers en monnaie locale favorise également la demande de devises des économies cibles de ces flux.

#### 1.4 La croissance de revenus courants a aussi contribué dans certains cas à l'appréciation réelle

Dans certains pays, notamment ceux qui disposent d'importantes ressources en matières premières, ce sont les revenus courants en très forte croissance, alimentés notamment par la plus grande intégration commerciale des économies émergentes et les hausses des prix agricoles, énergétiques et de matières premières qui ont eu tendance à favoriser les tensions à l'appréciation réelle sur les devises.

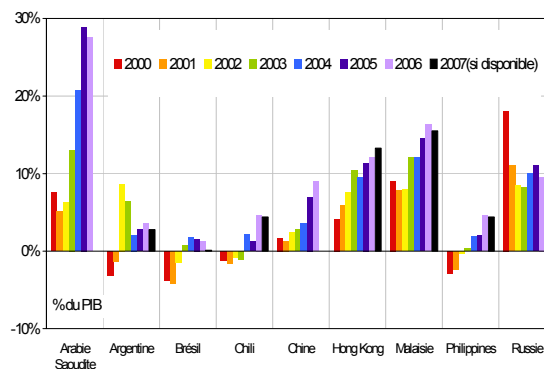
## 2. les options classiques de politique économique à la disposition des gouvernements et des banques centrales pour éviter une trop forte appréciation réelle de leurs monnaie restent limitées

Face à l'appréciation de leurs devises, les autorités des pays émergents ont souvent souhaité contrer la hausse de leur taux de change pour maintenir un niveau élevé de compétitivité. Pour cela, elles sont largement intervenues pour atténuer les appréciations nominales, avec une efficacité limitée et pour un coût élevé, en utilisant les deux instruments traditionnels à leur disposition : les interventions sur le marché des changes et les taux d'intérêt.

### 2.1 Les économies émergentes ont considérablement accru leurs réserves de change

Face à la croissance des revenus courants, ou à celle des flux entrants de capitaux, de nombreuses

Graphique 3 : balances courantes des pays émergents



Source : FMI.

Les forts excédents courants sont généralement associés à des revenus commerciaux élevés (fort excédent de la balance commerciale). Néanmoins, ils peuvent aussi être alimentés par des transferts courants, notamment issus des remises des travailleurs émigrés, dont la croissance a été très sensible ces dernières années, et qui peuvent parfois représenter plus de 10% du PIB pour certaines économies<sup>4</sup>.

**Le cas des pays pétroliers est spécifique.** Les prix élevés des hydrocarbures ont permis aux pays pétroliers de dégager des excédents commerciaux considérables. Les exportations d'hydrocarbures se réalisent en dollars, devise à laquelle la monnaie locale des pays exportateurs est en général ancrée. Ces importants revenus courants, alimentés par la hausse très forte des prix pétroliers, associés au besoin de maintenir une parité avec la devise américaine ont permis la constitution de réserves de change très importantes. Par la même occasion, ces économies ont à lutter pour éviter les conséquences néfastes du « syndrome hollandais » (voir Encadré 2).

économies émergentes, spécialement en Asie ont accumulé des réserves de change très importantes.

A l'origine, la constitution de ces réserves a été vue essentiellement comme un moyen de se protéger face à d'éventuels chocs extérieurs, notamment en réponse à la crise asiatique de la fin des années 1990. **Les montants concernés aujourd'hui empêchent de ne considérer que le motif de précaution et indiquent que ces réserves sont issues des interventions sur le marché des changes visant à limiter l'appréciation par souci de maintien de compétitivité.**

(4) Philippines (10,2% en 2007), Macédoine (18,7% en 2007), Bosnie-Herzégovine (14,8% en 2007), Albanie (13,8% en 2007), Moldavie (26,1% en 2007), Nicaragua (16,1% en 2007). Ce sont souvent des petits pays ou des pays avec une diaspora importante qui effectue des transferts vers le pays d'origine

## Encadré 2 : économies pétrolières et «syndrome hollandais»

Le concept de syndrome hollandais (dutch disease) est apparu dans les années 1970, suite à la découverte de gaz naturel aux Pays-Bas dans les années 1960. Il renvoie de manière générale à un environnement dans lequel une situation de rente entraîne *in fine* une dégradation du tissu productif dans une économie.

D'importants revenus extérieurs ont tendance à provoquer une appréciation réelle de la monnaie locale par deux canaux principaux : d'une part, ils entraînent une hausse de la masse monétaire en circulation, d'autre part, l'augmentation du revenu disponible augmente la consommation des biens non-échangeables et entraîne une augmentation de leurs prix, puis des salaires, ce qui provoque de l'inflation.

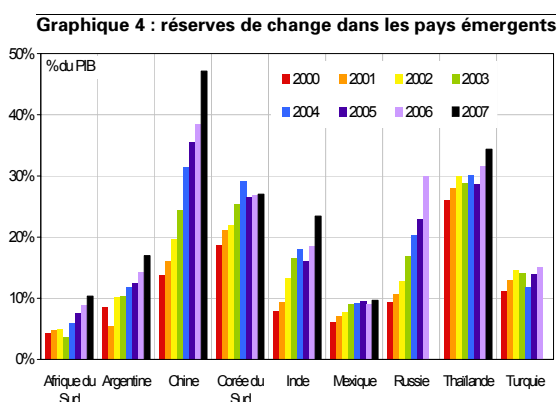
Cette appréciation réelle a tendance à réduire la compétitivité du secteur des biens échangeables hors hydrocarbures et peut conduire à une désindustrialisation, d'autant qu'elle peut être renforcée par le départ de la main d'œuvre vers le secteur plus rentable.

Par ailleurs, d'autres effets négatifs sont souvent associés au syndrome hollandais. La concentration des revenus dans bon nombre d'économies pétrolières peut conduire parfois à une captation des intérêts publics par quelques leaders du secteur pétrolier et à des comportements de rente. Par ailleurs, l'effet de court-terme d'augmentation de la richesse peut parfois limiter les efforts des autorités en faveur de politique de croissance de long terme (diversification de l'économie, éducation etc...) au profit de mesures de redistribution.

Lorsque les flux de revenus associés aux matières premières diminuent ou s'arrêtent, l'économie peut se retrouver fortement handicapée par le sous-développement du secteur des biens échangeables qui a besoin de temps pour se réajuster.

De manière générale, les économies pétrolières disposent de régimes de changes fixes avec ancrage au dollar. Sur la période récente, la forte croissance des prix des hydrocarbures leur a permis d'accumuler des réserves de change très importantes, dont la stérilisation n'a pu être qu'imparfaite. Ceci a favorisé une accentuation des tensions inflationnistes déjà à l'œuvre dans ces économies (notamment en raison de la hausse des prix agro-alimentaires et d'une demande de biens très vigoureuse face à une offre contrainte) et rendu leur régime de change plus difficile à maintenir, notamment en raison de la baisse du dollar, qui favorise l'inflation importée. D'ailleurs, certaines de ces économies ont déjà entamé une révision de leur régime de change (le Koweït a adopté au printemps 2007 un ancrage à un panier de devises, et non plus seulement au dollar)

Lorsqu'elles sont réalisées sans qu'il y ait ensuite «stérilisation»<sup>5</sup> de la part des autorités, la constitution de réserves conduit à une augmentation de l'offre de monnaie dans l'économie domestique pouvant conduire à une hausse de l'inflation. En outre, la détention d'un niveau élevé de réserves de change peut s'avérer coûteuse, notamment lorsque celles-ci sont peu rentables.



Source : FMI

Le débat actuel sur les fonds souverains<sup>6</sup> trouve son origine dans la volonté des économies émergentes de mieux rentabiliser leurs réserves de change en les plaçant

sur des actifs plus rentables, et en menant des politiques d'investissement à l'étranger, au-delà des simples placements sans risques (traditionnellement les bons du Trésor américain). L'ampleur des sommes concernées permet de penser que la façon dont ces sommes sont placées pourrait avoir un impact sur les marchés financiers mondiaux (en particulier, une réduction des placements en obligations américaines à long terme pourrait provoquer une remontée des taux longs aux États-Unis).

### 2.2 La stérilisation des opérations de change peut s'avérer coûteuse et inefficace

Pour réduire l'impact sur le marché monétaire domestique des interventions de change, les autorités peuvent choisir de procéder à la stérilisation. Pour cela, les deux méthodes les plus communément utilisées sont les opérations d'*open market* (rachat ou émission de titres de dettes par l'autorité monétaire dans le but de contrôler la masse monétaire) ou des mesures plus «administratives» telles que le relèvement du taux de réserves obligatoires des banques<sup>7</sup>. Ces opérations comportent des risques et peuvent engendrer des coûts importants pour les autorités<sup>8</sup>.

**Tout d'abord, les opérations d'*open market* dépendent fortement des conditions rencontrées**

(5) Une opération de stérilisation vise à éliminer les effets sur le marché monétaire local des opérations de change menées par les autorités. Pour cela, les autorités monétaires peuvent chercher à compenser la croissance de la masse monétaire induite par la hausse des réserves de change de la banque centrale en retirant une partie de la liquidité en circulation.

(6) Cf. Odonnat (2008) : «Les conditions d'une contribution positive des fonds souverains à l'économie mondiale», *Trésor-Eco n°28*, DGTPE.

(7) D'autres méthodes de stérilisation sont parfois utilisées comme la modification des taux de refinancement des banques auprès de la banque centrale, le déplacement d'une partie de l'épargne publique détenue par les banques commerciales vers la banque centrale, ou encore la mise en place d'opérations de swaps de change (la banque centrale échange aujourd'hui de la monnaie domestique contre des devises étrangères et s'engage à racheter à l'avenir à un taux prédéfini la monnaie domestique).

(8) Voir, par exemple, Jang-Yung Lee (1997) : «Sterilizing Capital Inflows», *IMF Economic Issues* (Février).



**sur le marché financier domestique.** Le coût de ces opérations peut avoir un impact budgétaire important et éventuellement faire peser des risques sur la soutenabilité des finances publiques. En particulier, les autorités émettent des titres sur les marchés locaux dont le rendement est généralement supérieur à celui des titres étrangers détenus en réserves. Par ailleurs, le manque de liquidité du marché local ou la mauvaise adéquation entre l'offre de titres domestiques et la demande des investisseurs locaux peuvent également limiter l'efficacité de cette méthode (les titres proposés peuvent trouver difficilement preneurs ou s'échanger avec des primes plus élevées donc encore plus coûteuses pour les autorités).

**Ensuite, l'utilisation d'instruments tels que les taux de réserves obligatoires comporte des inconvénients majeurs, notamment en termes de distorsions sur le marché financier et bancaire local,** du côté de l'offre de crédit. L'utilisation de cet instrument de manière répétée peut créer des dommages importants sur le fonctionnement des finances locales (ce qui n'a pas empêché les autorités chinoises de relever le taux de réserves obligatoires plus de 10 fois en 2007).

**Enfin, au-delà de leurs coûts potentiellement élevés, l'efficacité des opérations de stérilisation est parfois faible,** notamment lorsque les institutions monétaires ne jouissent pas d'une crédibilité élevée ou lorsque les marchés financiers locaux sont peu développés.

### **2.3 Le pilotage des taux d'intérêt est rendu difficile dans des conditions de grande mobilité internationale des capitaux**

Le pilotage des taux d'intérêt reste un des leviers classiques des politiques monétaire et de change. Toutefois, son utilisation dans un contexte de libéralisation progressive des comptes financiers et de capital et de volonté de conserver autant que possible une parité nominale du change est rendue considérablement plus délicate. Le pilotage des taux d'intérêt peut en effet viser plusieurs objectifs qui ne sont pas tous compatibles. Sur le plan

intérieur, les autorités peuvent viser des objectifs d'inflation (inflation targeting), ou de soutien de la croissance. Sur le plan extérieur, l'impact du différentiel de taux d'intérêt avec les autres pays peut être important et ce différentiel constitue l'un des facteurs de détermination du taux de change.

On est alors confronté au «triangle d'incompatibilité de Mundell»<sup>9</sup>, qui indique que, dans un contexte d'ouverture financière et commerciale, il est impossible pour un pays de concilier les trois éléments suivants:

- une politique monétaire autonome, avec des objectifs internes (inflation, croissance) ;
- la liberté des flux de capitaux avec l'étranger ;
- un taux de change fixe.

Jusqu'à l'été 2007, dans les pays dont l'objectif principal est la stabilité du change, relever les taux d'intérêt locaux pour limiter la croissance de la masse monétaire (et donc l'inflation) est rendu impossible. En effet, la remontée des taux pourrait favoriser les entrées de capitaux, ce qui pourrait à nouveau conduire à une appréciation et alimenter les tensions inflationnistes à l'encontre de l'objectif initial de la mesure. Par ailleurs, les taux d'intérêt sont en général déjà élevés dans de nombreuses économies émergentes (ce qui explique notamment une partie des flux de capitaux élevés) et les relever ne paraît pas forcément soutenable.

A l'opposé, les pays souhaitant baisser leur taux d'intérêt pour limiter les entrées de capitaux pourraient se retrouver face à des contraintes domestiques très importantes, notamment en termes de pressions inflationnistes. Cette option peut être choisie quand les pressions inflationnistes sont faibles, mais elle enlève aux autorités la possibilité d'adopter leur politique monétaire à la situation domestique.

Dans ces conditions, le pilotage des taux d'intérêt est très contraint par les objectifs de change et son efficacité en tant qu'instrument de politique monétaire et de change est en partie remise en cause.

## **3. Face aux difficultés associées aux interventions de change classiques, d'autres solutions, plus structurelles, peuvent être envisagées, notamment en termes d'entrées et sorties de capitaux**

### **3.1 Certains pays ont maintenu ou renforcé des contrôles sur les entrées de capitaux**

Dans la situation actuelle, certains pays émergents peuvent souhaiter limiter les entrées de capitaux, notamment en introduisant ou en maintenant des contraintes sur les flux financiers. Ceci peut permettre de limiter l'impact déstabilisateur des flux de capitaux parfois rapides ou

spéculatifs. Certains pays ont été tentés de mettre en place de tels contrôles avec des succès contrastés. C'est notamment le cas de la Colombie ou de la Thaïlande (ou du Chili précédemment)<sup>10</sup>.

En Colombie, avec une forte pression sur le change, des tensions inflationnistes sensibles et des hausses de taux d'intérêt régulières, les autorités ont cherché à retrouver

(9) Mundell R. (1960) : «The Monetary Dynamics of International Adjustment under Fixed and Flexible Exchange Rates», *Quarterly Journal of Economics*, vol 74.

(10) Pour plus de détails sur ce sujet, voir Mongruet P., Robert M. (2005) : «L'Asie émergente et la libéralisation du compte de capital», *DPAE n° 93*, *DGTPE*.

des leviers de politique économique. Ils ont ainsi introduit en mai 2007 des contrôles de capitaux sous la forme de dépôts obligatoires pendant une période de 6 mois de 40% du montant de tout nouvel investissement de portefeuille sur un compte rémunéré à la banque centrale. Cette mesure, sans être complètement efficace, permet aux autorités monétaires du pays de gérer de manière plus autonome la politique monétaire. Elle a pour impact de modifier la structure des flux de capitaux entrants au détriment des flux de court terme et des investissements de portefeuille.

En Thaïlande, les autorités ont souhaité mettre également en place des contrôles sur les flux de capitaux en décembre 2006. Suite à l'annonce de l'instauration de contrôles sur les dépôts en devises étrangères, la bourse de Bangkok avait perdu près de 15%, obligeant finalement les autorités à revenir sur leur décision.

**Si la solution de réintroduire des contrôles de capitaux peut paraître séduisante dans certains pays pour retrouver de l'indépendance en termes de politique économique et diminuer l'impact des contagions des troubles financiers, des obstacles existent et leur introduction peut être source de mouvements de réaction brutaux et déséquilibrants.**

### **3.2 D'autres pays ont été tentés d'instaurer des mesures pouvant faciliter les sorties de capitaux**

Pour certains pays qui ont réussi à développer une base d'investisseurs suffisamment solide et qui n'ont pas encore complètement libéralisé leur compte de capital, des restrictions subsistent sur les sorties de capitaux. C'est le cas par exemple dans certains grands pays émergents

comme l'Inde ou la Chine, dont les flux sortants sont extrêmement contrôlés et pour qui les pressions inflationnistes actuelles sont en partie dues à des concentrations forcées des investissements des agents locaux sur les marchés locaux : il en résulte un excès de demande de titres locaux et la possibilité d'apparition d'une bulle sur les marchés domestiques.

En autorisant ou en favorisant les sorties de capitaux (soit en levant certaines des barrières existantes pour les pays qui disposent toujours de contrôles, soit en créant des incitations à la sortie de capitaux), les autorités permettent de limiter la pression à l'augmentation de la demande sur les actifs intérieurs et donc sur la monnaie domestique. Sur le plan intérieur, favoriser les investissements à l'étranger peut également favoriser une meilleure allocation de l'épargne domestique et peut permettre aux investisseurs locaux de mieux diversifier leurs risques.

Des réticences subsistent toutefois à la levée des contrôles de capitaux, notamment avec l'apparition potentielle du risque de contagion des mouvements sur les marchés internationaux. Une grande ouverture aux capitaux étrangers viendrait alors limiter la résistance des marchés domestiques aux chocs extérieurs.

**La libéralisation des flux sortants de capitaux gagne à ne pas être menée de manière brutale. Une ouverture brutale en Chine par exemple pourrait avoir des conséquences très importantes tant les détenteurs de capitaux obligatoirement investis à l'intérieur du pays, dans une structure financière sur-protégée, pourraient trouver des opportunités à investir à l'étranger de façon massive et créer un dégonflement très rapide des marchés locaux.**

## **4. Depuis le début de la crise des subprimes en juillet 2007, le comportement des devises émergentes est devenu plus hétérogène et les économies sont confrontées à un nouveau dilemme entre pressions inflationnistes et craintes de refroidissement**

### **4.1 Depuis juillet 2007, les devises émergentes ont des comportements volatils et divers, tandis que les pressions inflationnistes s'accroissent nettement**

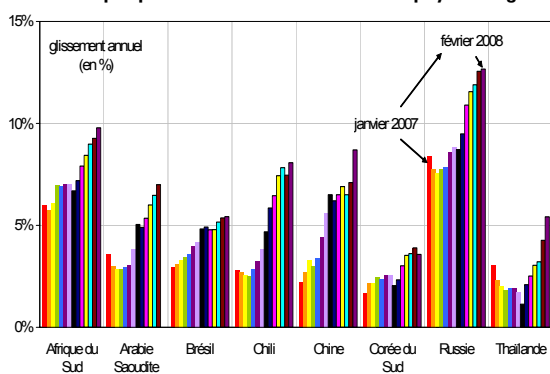
Les principales devises émergentes se sont assez peu appréciées en terme nominal face au dollar dans l'ensemble depuis juillet 2007, même si, pour certaines, comme le yuan, le mouvement d'appréciation s'est légèrement accéléré. De manière générale, la volatilité des taux de change émergents a sensiblement augmenté.

**Jusqu'aux épisodes de turbulence de janvier 2008, les marchés financiers émergents avaient été relativement peu touchés par la crise des subprimes et avaient même constitué un refuge dans les tout premiers temps de la crise.** Désormais, la transmission des turbulences financières touche également les marchés émergents et le début 2008 a vu une réduction

sensible des flux de capitaux en direction des économies émergentes, notamment un dénouement des opérations de *carry trades*, comme l'ont indiqué les évolutions particulièrement marquées des devises turque, sud-africaine et brésilienne.

Cependant, les économies émergentes font face dans l'ensemble à une autre source de tensions à l'appréciation réelle, sous la forme d'importantes pressions inflationnistes (cf. graphique 6), et qui sont plus fortes dans les économies dont la devise est ancrée au dollar. Elles sont principalement causées par la hausse des prix mondiaux des produits agro-alimentaires et énergétiques, et également dans certains cas par la croissance soutenue de la demande interne, les entrées de capitaux, ou encore des politiques budgétaires expansionnistes.

Graphique 5 : taux d'inflation dans les pays émergents



Source : Global Insight

#### 4.2 Dans le sillage du ralentissement des économies développées, les économies émergentes peuvent craindre un impact à moyen terme

Alors que les économies émergentes se trouvent dans l'ensemble aujourd'hui dans une situation proche de la surchauffe (forte croissance, tensions inflationnistes et appréciation des devises), l'impact du ralentissement des économies développées et la transmission des turbulences financières mondiales pourraient avoir un effet de refroidissement.

Ceci place les économies émergentes face à un dilemme de politique économique et un arbitrage délicat à réaliser puisque des mesures restrictives à l'approche d'un ralentissement pourraient aggraver ce dernier, tandis que l'attentisme face à la surchauffe actuelle pourrait être préjudiciable. La politique de change reste un des outils à disposition des autorités pour tenter de gérer ces contraintes.

Dans ce contexte, le comportement en termes de politique de change des économies émergentes a été hétérogène, certaines maintenant leur ancrage et répercutant les mesures de relance américaine (Hong Kong), d'autres envisageant de remettre en cause leur régime de change actuel. C'est notamment le cas de certaines économies pétrolières, comme le Qatar, qui a annoncé récemment réfléchir au passage d'un ancrage au dollar à un ancrage à un panier de devises, comme l'avait fait le Koweït au printemps 2007. Les autorités russes ont de même annoncé fin janvier 2008 avoir l'intention de passer dans les trois prochaines années à une politique de ciblage d'inflation, qui impliquera nécessairement un relâchement des interventions sur le change pour s'adapter aux nouvelles conditions économiques et financières mondiales. D'autres changements importants de politiques de change ne sont pas à exclure dans certaines économies émergentes, par exemple en Chine avec une appréciation plus rapide du yuan face au dollar ou au Brésil afin de freiner l'inflation. Les autorités thaïlandaises, ont, quant à elles, annoncé en février 2008 qu'elles entendaient retirer les contrôles sur les entrées de capitaux qu'elles avaient instauré auparavant.

L'impact des turbulences récentes sur les devises émergentes n'est toujours pas stabilisé et connu avec précision. Ses conséquences précises en termes de politique économique pour les pays émergents dépendront nécessairement des conséquences de cet épisode, toujours en cours.

Olivier JONGLEZ

#### Éditeur :

Ministère de l'Économie,  
de l'Industrie et de l'Emploi  
Direction générale du Trésor  
et de la Politique économique  
139, rue de Bercy  
75575 Paris CEDEX 12

#### Directeur de la Publication :

Philippe Bouyoux

#### Rédacteur en chef :

Philippe Gudin de Vallerin  
(01 44 87 18 51)  
tresor-eco@dgtp.e.fr

#### Mise en page :

Maryse Dos Santos  
ISSN 1777-8050

### Derniers numéros parus

#### Avril 2008

n°34. Les «Grands Contrats» signés par les entreprises françaises dans les pays émergents  
Nicole MADARIAGA, Raymond de PASTOR

n°33. Carry Trade et évolution récente du yen  
Nicolas GRISLAIN, Françoise JACQUET-SAILLARD

#### Mars 2008

n°32. Doit-on craindre une persistance des tensions inflationnistes liées au dynamisme des prix agricoles ?  
Pierre-Emmanuel LECOCO, Benjamin RICHARD, Baptiste THORNARY

n°31. Le National Minimum Wage est-il comparable au SMIC ?  
Jean BOISSINOT

#### Février 2008

n°30. Conséquences économiques à long-terme du changement climatique  
Joffrey CELESTIN-URBAIN

n°29. Enjeux de l'entrée en vigueur de la directive sur les marchés financiers  
Frédéric CHERBONNIER, Séverine VANDELANOITE