

# **Le contrôle des capitaux dans les marchés émergents : une bonne idée ?**

*par*

Adrian Blundell-Wignall,

Directeur, Direction des Affaires financières et des entreprises  
de l'OCDE, Conseiller spécial des marchés financiers  
au Cabinet du Secrétaire général

Il y a quelques années, le FMI a produit des observations et des études (prudentes) défendant l'argument selon lequel la gestion du taux de change et le contrôle des capitaux étaient acceptables dans certaines circonstances. Nombreux sont les pays émergents qui y ont vu une validation de leur approche stratégique, laquelle ne s'est pas limitée à des mesures temporaires de crise. La méthode établie par Martin Feldstein et Charles Horioka montre les liens qui existent entre investissement national et épargne au cours de la période 1982-2010 dans les pays de l'OCDE et dans plusieurs pays émergents (Chine, Brésil, Inde, Afrique du Sud, Mexique, Corée du Sud).

En effet, dans une étude de 1980, Feldstein et Horioka avaient examiné deux points de vue sur la relation entre l'épargne intérieure et le degré de mobilité du capital mondial. Si les capitaux sont parfaitement mobiles, on pourrait s'attendre à ce qu'il n'existe qu'un lien ténu, voire nul, entre l'investissement national dans un pays donné et le montant de l'épargne qui y est générée, puisque les capitaux pourraient se déplacer librement là où leur rentabilité est la plus élevée. En revanche, si le flux des capitaux à long terme entre les pays est entravé par la réglementation ou pour d'autres raisons, il est plus probable que les investisseurs conservent leurs fonds dans leur propre pays, où l'augmentation de l'épargne intérieure aura principalement pour effet d'accroître l'investissement intérieur. Dans leur étude, Feldstein et Horioka accordaient leur préférence à la deuxième option plutôt qu'à la première.

Trois décennies plus tard, les économies de l'OCDE sont plus ou moins parvenues à bâtir une économie ouverte sans contrôles des capitaux (en grande partie sous l'impulsion de l'Europe). Dans les marchés émergents, cependant, la corrélation est étroite entre l'épargne intérieure et l'investissement (0.7), ce qui témoigne d'un défaut prolongé d'ouverture.

L'écart croissant entre les corrélations établies pour les pays de l'OCDE (forte ouverture) et pour les économies émergentes (obstacles) révèle un déséquilibre fondamental dans l'économie mondiale. Faut-il s'en alarmer ? L'étude du FMI susmentionnée montre que les pays imposant un strict contrôle des capitaux avaient connu une moindre diminution de leur PIB après la crise. Si les auteurs de l'article initial avaient interprété leurs résultats avec

prudence, tel ne fut pas le cas des utilisateurs des résultats en question. Une observation d'autant plus inquiétante que l'OCDE, ayant reproduit à l'identique l'étude du FMI, a constaté que les résultats ne résistaient pas à l'épreuve d'un simple test de stabilité. Autrement dit, les tests de l'OCDE révèlent que ces résultats ne devraient en aucun cas servir d'argument pour prôner une quelconque forme de soutien général en faveur d'une utilisation prolongée des contrôles de capitaux.

L'OCDE a également conduit une étude plus simple à partir de mesures des contrôles de capitaux effectuées par le FMI lui-même, en se fondant d'abord sur l'échantillon original du FMI puis en le mettant à jour. L'étude de l'OCDE a abouti à des conclusions significatives et contradictoires qui vont nettement plus dans le sens d'une interprétation des résultats en faveur de la gestion des taux de change et d'une « impossible trinité ».

Dans les années favorables ayant précédé la crise, les mesures de contrôle des capitaux ont en effet été d'utiles adjouvants à la croissance. Cela est probablement dû au fait que la conjugaison de ces mesures à des mécanismes de gestion du taux de change est avantageuse pour les échanges internationaux, que les entreprises ne pâtissent pas de contraintes de financement et que la limitation des entrées de capitaux réduit la formation de monnaie et de crédit consécutive à l'intervention sur le marché des changes (et aux bulles spéculatives qui y sont liées).

Toutefois, c'est précisément l'inverse qui a été constaté au cours de la période postérieure à la crise, et les résultats sont extrêmement significatifs. Les mesures de contrôle des mouvements de capitaux sont négativement corrélées avec la croissance. Des pressions à la baisse, et non des tensions à la hausse, s'exercent sur le taux de change à mesure que les capitaux étrangers se retirent, et les réserves internationales de change sont entièrement mobilisées pour faire face à une crise monétaire (contraction de la monnaie et du crédit). Les entreprises subissent davantage de contraintes en raison de considérations liées à leurs flux de trésorerie et à leurs financements extérieurs. Juste au moment où des apports de capitaux étrangers sont nécessaires, les pays où les mesures de contrôle sont les plus rigoureuses subissent

les retraits les plus massifs de financements extérieurs, ce dont pâtissent l'investissement et la croissance du PIB.

L'étude de l'intégralité de la période d'échantillonnage (données concernant les périodes antérieure et postérieure à la crise) révèle que les mesures de contrôle des capitaux s'accompagnent d'importants effets négatifs. Autrement dit, l'avantage global net qu'elles produisent est négatif par rapport à des mesures de contrôle moins strictes.

Ces résultats confirment une intuition cohérente avec la théorie économique. Même s'il est encore tôt et qu'une certaine prudence est de mise, ces conclusions donnent à penser qu'il pourrait être avantageux à long terme, pour les pays développés mais aussi pour les économies en développement, de s'attaquer aux déséquilibres mondiaux entre investissement et épargne.

## Liens utiles

- Article original : Adrian Blundell-Wignall, Directeur, Direction des affaires financières et des entreprises de l'OCDE, Conseiller spécial des marchés financiers au Cabinet du Secrétaire général, « Capital Controls in Emerging Markets: A good idea? », *Blog OECD Insights*, <http://wp.me/p2v6oD-1Cz>.
- Blundell-Wignall, A. et C. Roulet (2014), « Capital controls on inflows, the global financial crisis and economic growth: Evidence for emerging economies », *OECD Journal: Financial Market Trends*, vol. 2013, n° 2, <http://dx.doi.org/10.1787/fmt-2013-5jzb2rhkgthc>.
- Blundell-Wignall, A. et C. Roulet (2014), « Macro-prudential policy, bank systemic risk and capital controls », *OECD Journal: Financial Market Trends*, vol. 2013, n° 2, <http://dx.doi.org/10.1787/fmt-2013-5jzb2rhkhks4>.
- Feldstein, M. et C. Horioka (1980), « Domestic Saving and International Capital Flows », *The Economic Journal*, vol. 90, n° 358, pp. 314-329, <http://doi.org/10.2307/2231790>.
- Travaux menés par l'OCDE sur les investisseurs institutionnels et l'investissement à long terme, [www.oecd.org/pensions/private-pensions/institutionalinvestorsandlong-terminvestment.htm](http://www.oecd.org/pensions/private-pensions/institutionalinvestorsandlong-terminvestment.htm).



Extrait de :  
**Debate the Issues: Investment**

Accéder à cette publication :  
<https://doi.org/10.1787/9789264242661-en>

**Merci de citer ce chapitre comme suit :**

Blundell-Wignall, Adrian (2018), « Le contrôle des capitaux dans les marchés émergents : une bonne idée ? », dans Patrick Love (dir. pub.), *Debate the Issues: Investment*, Éditions OCDE, Paris.

DOI: <https://doi.org/10.1787/9789264289680-16-fr>

Cet ouvrage est publié sous la responsabilité du Secrétaire général de l'OCDE. Les opinions et les arguments exprimés ici ne reflètent pas nécessairement les vues officielles des pays membres de l'OCDE.

Ce document et toute carte qu'il peut comprendre sont sans préjudice du statut de tout territoire, de la souveraineté s'exerçant sur ce dernier, du tracé des frontières et limites internationales, et du nom de tout territoire, ville ou région.

Vous êtes autorisés à copier, télécharger ou imprimer du contenu OCDE pour votre utilisation personnelle. Vous pouvez inclure des extraits des publications, des bases de données et produits multimédia de l'OCDE dans vos documents, présentations, blogs, sites Internet et matériel d'enseignement, sous réserve de faire mention de la source OCDE et du copyright. Les demandes pour usage public ou commercial ou de traduction devront être adressées à [rights@oecd.org](mailto:rights@oecd.org). Les demandes d'autorisation de photocopier une partie de ce contenu à des fins publiques ou commerciales peuvent être obtenues auprès du Copyright Clearance Center (CCC) [info@copyright.com](mailto:info@copyright.com) ou du Centre français d'exploitation du droit de copie (CFC) [contact@cfcopies.com](mailto:contact@cfcopies.com).