

1. [Accueil](#)
2. Entity Print

Document de travail

[Relations internationales](#)

+ 1 -

[Taux et cours](#)

Doit-on utiliser ensemble les contrôles des capitaux et les réserves de change face aux chocs extérieurs ?

26 Novembre 2021

Auteurs : [Rafaël Cezar](#), Eric Monnet

Document de travail n°849. Longtemps considérés comme sous-optimaux, les contrôles de capitaux et les interventions de change sont désormais reconnus comme des mesures prudentielles. Pourtant, la question de savoir s'il faut les utiliser ensemble reste ouverte. Grâce à une riche base de données commençant en 1950, nous étudions si la réponse des réserves de change à un choc monétaire exogène américain dépend des contrôles de capitaux. Cette réponse est non-significative lorsque le compte de capital est fermé. En revanche, pour un nombre important de pays, les interventions de change et les contrôles de capitaux sont utilisés de manière combinée pour maîtriser les effets d'un choc financier international. Toutefois, à mesure que les pays s'ouvrent financièrement, les interventions de change remplacent les contrôles des capitaux. Il n'existe donc pas de recette unique pour tous les pays.

[Foreign reserves and exchange rates heterogeneous response to one percent shock to us monetary policy according to the strength of capital control measures \(1969-2007\)](#)

Longtemps considérés comme des politiques hétérodoxes et sous-optimales, les contrôles de capitaux et les interventions de change reviennent sur le devant de la scène en tant que mesures de politique macroprudentielle respectables (FMI 2020). Des contributions théoriques récentes fournissent de nouvelles justifications pour ces deux instruments et soulignent leur utilité pour atténuer l'impact des flux de capitaux déstabilisateurs sur l'économie nationale et garantir l'autonomie de la politique monétaire (Jeanne et Korinek 2010 ; Schmitt-Grohé et Uribe 2012, 2017 ; Farhi et Werning 2014 ; Maggiori et Gabaix 2015 ; Basu et al. 2020). Alors que les modèles de macroéconomie internationale standard les considéraient généralement comme des substituts (Jeanne et Rancière 2011 ; Scott Davis et al. 2020), la nouvelle littérature soutient que ces deux outils peuvent se renforcer mutuellement (par exemple Maggiori et Gabaix 2015). Toutefois, la question de savoir si les contrôles de capitaux et les interventions sur les marchés des changes doivent être utilisés en combinaison reste ouverte. C'est pourquoi le nouveau cadre de politique intégrée (IPF) du FMI (2020) maintient une approche pragmatique qui appelle à davantage de recherche : "les combinaisons optimales dépendent de la situation de chaque pays et des chocs".

Dans ce document, nous tournons cette littérature vers l'empirique et investiguons si les pays ayant un niveau plus élevé de contrôle des capitaux connaissent une diminution plus faible des réserves de change en réaction à un choc international exogène (c'est-à-dire un choc de politique monétaire aux États-Unis). L'objectif de

cette méthode d'identification est d'évaluer si les réserves de change et les contrôles de capitaux sont utilisés comme substituts ou compléments lorsqu'un choc international entraîne des sorties de capitaux. Ces outils sont des substituts si les réserves étrangères ne réagissent pas à un choc international dans les pays avec contrôle des capitaux mais le font dans les pays sans contrôle des capitaux.

La valeur de notre approche empirique provient de deux éléments originaux. Premièrement, bien que la littérature sur l'impact des chocs exogènes de politique monétaire américaine sur les pays étrangers soit désormais très importante (par exemple, Dedola et al. 2017 ; Kalemli Ozcan 2019 ; Miranda-Aggripino & Rey 2020), il s'agit du premier article à étudier les effets de ces chocs sur les réserves de change. Nous utilisons cette stratégie d'identification standard pour aborder la question de la combinaison entre les contrôles de capitaux et les réserves de change. Deuxièmement, nous utilisons un nouvel ensemble de données macro-financières trimestrielles construit par Monnet et Puy (2021) qui couvre 35 pays (économies avancées et émergentes) à partir de 1950. Cette longue période nous permet d'exploiter un grand nombre de variations et d'hétérogénéités intra et inter pays dans les contrôles de capitaux et les régimes de taux de change, ce qui est crucial pour les estimations de panel avec des effets fixes par pays.

Nous trouvons des preuves solides de non-linéarité dans la combinaison des contrôles de capitaux et des interventions sur le marché des changes. Dans les pays ayant un niveau élevé de contrôle des capitaux, ni les réserves étrangères ni le taux de change ne réagissent à un choc monétaire américain. Ce résultat est conforme à la prédiction du trilemme standard de la finance internationale : les pays dont le compte de capital est fermé sont isolés du cycle financier mondial. À l'autre extrémité du spectre, les réserves étrangères réagissent de manière significative dans les pays ayant un compte de capital ouvert. Au milieu, les pays ayant un niveau modéré de contrôle des capitaux présentent une réaction des réserves étrangères et du taux de change similaire à celle des pays ayant un compte de capital ouvert. Par conséquent, les pays stabilisent leur taux de change en utilisant différentes combinaisons de réserves étrangères et de contrôles des capitaux.

Nos résultats reformulent donc le débat sur la relation entre l'utilisation des contrôles de capitaux et les réserves de change. D'une part, il existe des preuves de complémentarité entre les deux : un grand nombre de pays (1/3 de notre échantillon) ont des contrôles de capitaux et connaissent une baisse des réserves de change après un choc de taux d'intérêt américain. D'autre part, nous trouvons des preuves de substituabilité car les pays s'appuient plus exclusivement sur les interventions en matière de réserves étrangères lorsqu'ils ouvrent leur compte de capital. Dans l'ensemble, nos résultats mettent en évidence la diversité des pays et justifient ainsi la nouvelle approche pragmatique du FMI (2020) concernant la combinaison des contrôles de capitaux et des interventions sur le marché des changes.

Télécharger l'intégralité de la publication

[Document de travail n°849. Doit-on utiliser ensemble les contrôles des... \(PDF - 2 Mo\)](#)