

JEAN-PIERRE ALLÉGRET ¹

QUEL RÔLE POUR LES CONTRÔLES DES MOUVEMENTS INTERNATIONAUX DE CAPITAUX ? *

RÉSUMÉ. Les années quatre-vingt et quatre-vingt-dix sont marquées par un processus d'ouverture financière internationale qui a d'abord touché les pays développés avant d'atteindre les économies dites émergentes. Considérant les gains d'efficience liés à cette intégration financière, le Fonds Monétaire International fait désormais de la convertibilité du compte de capital un objectif central de son action.

Or, la multiplication des crises monétaire et bancaire depuis la fin des années quatre-vingt tend à remettre en cause le bien-fondé de cet objectif ultime de la mondialisation. Les institutions internationales ont répondu aux nouveaux défis de la globalisation financière en proposant ce qu'il est convenu d'appeler aujourd'hui la nouvelle architecture du système financier international : transparence, responsabilisation et surveillance, ainsi que supervision en sont les piliers. À partir d'une revue de la littérature, cet article s'interroge sur le rôle que pourrait jouer un contrôle sur les mouvements de capitaux dans le nouveau contexte financier international. Peut-il constituer un élément d'une stratégie axée sur la « libéralisation ordonnée » recherchée par le FMI à travers

sa nouvelle architecture ? Après avoir identifié les facteurs qui ont justifié le recours à des contrôles sur les mouvements de capitaux, cet article analyse les différents systèmes de contrôle, ainsi que leur efficacité. Les contrôles de capitaux obéissent à des considérations stratégiques, économiques ou politiques. À la manière du contrôle prudentiel, nous distinguons d'abord entre les imperfections appelant un contrôle *ex post* – curatif – et celles justifiant un contrôle *ex ante* – préventif. Aux premières correspondent des fondements liés aux conséquences effectives de l'intégration financière internationale : volatilité des taux de change, perte d'autonomie de la politique économique, difficulté à gérer d'un point de vue macroéconomique les entrées massives de capitaux, correction des défauts liés au système d'incitation. Les seconds types de facteurs conduisant à contrôler les mouvements de capitaux font référence aux implications potentiellement déstabilisantes de la globalisation : conséquences de la mobiliérisation des financements internationaux sur le comportement des acteurs, poids des facteurs externes dans la déstabilisation des économies émergentes.

1. JEAN-PIERRE ALLÉGRET est chargé de recherche au CNRS et rattaché au Groupe d'Analyse et de Théorie Economique (UMR 5824 du CNRS) de l'Université Lyon II ; e-mail : allegret@gate.cnrs.fr.

* Cet article est une version remaniée d'une communication à la session « Taxe Tobin » de la Conférence des Nations-Unies pour le Commerce et le Développement, Lyon, 11 novembre 1998. L'auteur remercie l'un des deux referees anonymes ainsi que le comité éditorial d'*Économie internationale* (et plus particulièrement Jérôme Sgard) pour leurs remarques et suggestions.

Comment faire face aux causes d'instabilité identifiées précédemment ? D'une manière générale, les réponses ont porté d'une part sur une taxation des transactions sur les marchés des changes – à la manière de la proposition Tobin – et, d'autre part, sur un contrôle unilatéral dans les pays émergents au début des années quatre-vingt-dix.

Les caractéristiques centrales de chacun de ces systèmes sont identifiées ici. Dans les deux cas, la taxe implicite pénalise plus particulièrement les capitaux à court terme jugés plus volatiles et spéculatifs. La différence de fond entre les deux approches

réside dans le fait que les conceptions à la Tobin taxent toutes les transactions alors que les systèmes adoptés dans les marchés émergents portent en règle générale sur les entrées. L'analyse de l'efficacité des contrôles sur les capitaux suggère que celle-ci est limitée. Parmi les facteurs explicatifs de ce constat, citons l'adaptation des agents qui cherchent à contourner les contrôles et, surtout, la difficulté à intégrer des restrictions sur la mobilité des capitaux dans un cadre macroéconomique et prudentiel cohérent.

Classification *JEL* : F31 ; F33.

La fin des années soixante-dix est marquée par une réorientation importante des politiques économiques dans les principaux pays développés. L'accent est désormais mis sur la stabilité des prix et sur la nécessité de développer des politiques économiques crédibles à travers un processus de déréglementation domestique et international. Si, depuis les Accords de Bretton Woods en 1944, les contrôles sur les mouvements de capitaux avaient été interprétés comme un moyen d'améliorer l'efficacité de la politique économique, le diagnostic établi au début des années quatre-vingt est tout autre : les contrôles engendrent des distorsions, sources d'inefficience économique. Ce processus de libéralisation financière a connu une nouvelle étape à partir de la fin des années quatre-vingt lorsque de nombreux pays en développement ont réagi à la crise de la dette en adoptant des réformes structurelles fondées sur le désengagement de l'État du point de vue de la régulation macroéconomique. Cette stratégie s'est notamment appuyée sur la libéralisation du compte de capital afin d'attirer des capitaux et d'assurer une allocation plus efficace des ressources. Cependant, après plus d'une décennie d'ouverture financière internationale et la volonté affirmée du FMI d'atteindre la convertibilité du compte de capital, la multiplication des crises monétaires et bancaires depuis la fin des années quatre-vingt a jeté le doute sur le bien-fondé de ce processus ².

Ainsi, depuis la crise asiatique, la question du contrôle sur les mouvements internationaux de capitaux a fait l'objet d'intenses débats, tant dans le milieu académique que dans les institutions internationales. Pour certains – entre autres McKinnon & Pill (1998) ainsi qu'Eichengreen (1998 & 1999) – les contrôles pourraient pallier les insuffisances des mécanismes de supervision prudentielle des agents impliqués dans la globalisation de la finance ³. Pour d'autres, notamment Dornbusch (1998) et Johnston & Otker-Robe (1999), la logique macroéconomique

2. Voir en ce sens l'ouvrage coordonné par Kenen (1998).

3. C'est aussi l'une des conclusions de la *Task Force* du *Council on Foreign Relations* sur la nouvelle architecture. Voir *Council on Foreign Relations* (1999).

des contrôles et les possibilités de les contourner limiteraient la portée prudentielle d'une telle stratégie. Le point de vue des institutions internationales – FMI en tête – sur la pertinence des contrôles a très sensiblement évolué depuis 1997. Après avoir nettement rejeté les contrôles sur les sorties de capitaux à la malaysienne et avoir exprimé un jugement nuancé sur le contrôle des entrées mis en place par le Chili, le FMI semble admettre l'idée selon laquelle les contrôles peuvent être partie prenante d'une stratégie d'ouverture financière des pays émergents⁴.

Cet article propose un bilan de la littérature publiée sur les contrôles des mouvements internationaux de capitaux. Il s'interroge sur le rôle que peuvent jouer ces contrôles afin d'obtenir une libéralisation ordonnée des flux internationaux de capitaux. Les nombreux travaux empiriques sur l'efficacité des contrôles suggèrent que ceux-ci ont une portée limitée. Ceci conduit à souligner qu'un mécanisme de contrôle ne peut se concevoir comme un substitut – même de « *third best* » selon l'expression de McKinnon et Pill (1998) – à une politique macroéconomique crédible et, surtout, à une réglementation prudentielle capable de stabiliser les systèmes financiers domestiques.

Après avoir identifié les fondements des contrôles sur les mouvements de capitaux, l'article analyse les différents systèmes de contrôle ainsi que leur efficacité.

Les fondements des contrôles sur les mouvements internationaux de capitaux

Les contrôles reposent sur des imperfections de marché qui appellent une solution de second rang pour stabiliser l'économie (Dooley, 1995). Vont être identifiées maintenant les origines des contrôles liés à l'instabilité monétaire et financière internationale des années quatre-vingt et quatre-vingt-dix, laissant ainsi de côté d'autres facteurs importants⁵. À la manière du contrôle prudentiel, il est possible de distinguer entre les imperfections appelant un contrôle *ex post* – curatif – et celles justifiant un contrôle *ex ante* – préventif. Aux premières correspondent des facteurs liés aux conséquences effectives de l'intégration financière internationale, les secondes faisant référence aux implications potentiellement déstabilisantes de la globalisation.

Les contrôles curatifs

Trois raisons justifient cette forme de contrôle.

4. Outre les différents rapports du FMI, notamment celui sur la Malaisie (IMF, 1999) et sur différentes expériences de marchés émergents (FMI, 2000), il convient de souligner la présence des contrôles comme élément de la libéralisation ordonnée des systèmes financiers dans *A Guide to Progress in Strengthening the Architecture of the International Financial System* disponible sur le site web (<http://www.imf.org>).

5. Pour des analyses des différentes motivations aux contrôles, voir notamment : Dooley (1995) ; Grilli & Milesi-Ferretti (1995) ; Johnston & Tamarisa (1998) ; Mathieson & Rojas-Suarez (1994).

LA VOLATILITÉ DES TAUX DE CHANGE. La volatilité des taux de change nominaux et réels s'est fortement accrue depuis la fin des années soixante-dix. Ainsi, Bisignano (1994) – en comparant la volatilité des prix et celle des taux de change – parvient à la conclusion selon laquelle les marchés n'ont pas été capables de tenir compte, dans leurs anticipations de taux de change, de la réduction de la volatilité des prix. Dans le cas du taux mark/dollar, il apparaît que, sur la période 1982-1993, la variation des prix relatifs États-Unis/Allemagne a été moindre que celle des années 1960-1972, alors même que le taux de change mark/dollar a été huit fois plus volatile au cours de la première période. Les partisans d'un contrôle sur les mouvements de capitaux considèrent que cette observation est liée à l'explosion des transactions sur les marchés des changes. Entre 1989 et 1998, l'activité journalière sur les marchés est passée de 590 à 1 490 milliards de dollars, ce qui représente près de 60 fois le commerce mondial. La prédominance des opérations spéculatives – près des deux tiers des opérations portent sur des horizons inférieurs à semaine – explique le lien de plus en plus ténu entre les taux de change et les fondamentaux (Rose & Svensson, 1994 ; Flood & Rose, 1993). Au total, l'augmentation des flux financiers internationaux est allée de pair avec une nouvelle détermination des taux de change, davantage axée sur les comportements des agents. Ces derniers, en raison de la prédominance des opérations à court terme sur les marchés, ont souvent un effet déstabilisant sur les cours : les données d'enquêtes identifient la prédominance des anticipations extrapolatives sur un horizon d'une semaine et le recours aux analyses techniques (Frankel & Froot, 1990).

Un contrôle des capitaux – du type taxe Tobin – trouve sa justification, non pas dans cette volatilité accrue, mais dans le fait que celle-ci engendre des coûts à la fois micro- et macroéconomiques. D'un point de vue microéconomique, la volatilité introduit un élément d'incertitude préjudiciable à l'expansion du commerce mondial et de l'investissement productif. Ce dernier est défavorisé en raison de l'irréversibilité qui le caractérise comparativement à la valeur d'option des placements financiers (Tornell, 1990). L'accroissement de la volatilité des changes remet en cause la validité des prix relatifs à fournir une information adéquate du point de vue de l'allocation des ressources (Krugman, 1989). D'un point de vue macroéconomique, on observe des déviations persistantes des taux de change par rapport à leur tendance fondamentale dont les conséquences négatives sont nombreuses : inefficience allocative, désajustements des balances des paiements et pressions protectionnistes (Williamson, 1998).

LA TRILOGIE IMPOSSIBLE. Un enseignement important du triangle d'incompatibilité développé par Mundell au début des années soixante-dix est que l'on ne peut pas atteindre simultanément la fixité des taux de change, l'intégration financière internationale et l'autonomie de la politique économique. Cependant, même le passage à un régime de changes flottants n'a produit qu'un gain limité en raison des effets de transmission internationale des changes flottants. La parité non couverte des taux d'intérêt permet de comprendre cette perte d'autonomie. En supposant des agents neutres au risque et une parfaite substituabilité entre actifs domestiques et étrangers, la parité des taux d'intérêt non couverte établit un lien

stricte entre l'anticipation de dépréciation de la monnaie domestique et l'écart de taux d'intérêt entre le pays et le reste du monde, soit :

$$i_{(\tau-t)} = \left\{ i_{\tau-t}^* + \frac{E_t[s(\tau)] - s(t)}{(\tau-t)} \right\} \quad (1)$$

avec $i_{(\tau-t)}$ le taux d'intérêt sur la période $\tau-1$, i^* correspondant au taux d'intérêt étranger, E_t à l'opérateur d'anticipations conditionnées à l'ensemble d'informations disponibles à t , et s le taux de change à l'incertain. À l'équilibre du marché, et à la variation anticipée près, l'économie domestique ne peut mener une politique monétaire autonome car la condition d'équilibre requiert $i = i^*$: moins les autorités tolèrent une variation du change, plus la perte d'autonomie est forte, même en changes flexibles.

En utilisant un contrôle sur les capitaux, il est possible d'introduire un « coin » (*wedge*) entre les taux domestique et étranger dont il résulte un gain d'autonomie (Ozkan & Sutherland, 1995) :

$$i_{(\tau-t)} = (1 - c) \left\{ i_{\tau-t}^* + \frac{E_t[s(\tau)] - s(t)}{(\tau-t)} \right\} \quad (2)$$

avec c le contrôle sur les capitaux.

On voit que si le contrôle est total, soit $c = 1$, alors i est totalement insularisé par rapport à i^* . *A contrario*, en l'absence de contrôle – $c = 0$ –, on retrouve la condition d'équilibre de (1) avec $i = i^*$.

La pertinence d'un contrôle semble renforcée si on intègre le comportement des acteurs. Il apparaît en effet que les crises monétaires qui se développent depuis les années quatre-vingt-dix reposent sur l'existence d'équilibres multiples liés à leur caractère auto-réalisateur. Des économies dotées de fondamentaux respectant les principaux équilibres macroéconomiques sont néanmoins frappées par des attaques spéculatives (Eichengreen, Rose & Wyplosz, 1995). Compte tenu des coûts macroéconomiques de la défense des taux de change – un accroissement des taux d'intérêt exerce un impact négatif sur le chômage (France, 1993), sur la situation du secteur bancaire (Suède, 1992), sur la dette publique si elle est indexée sur les taux courts (Italie, 1992) – les opérateurs anticipent un changement de politique économique à la suite de leur attaque. Le cercle vicieux est très important : l'accroissement de l'anticipation de dépréciation engendre une pression à la hausse sur les taux d'intérêt (équation (1)), renchérissant par là les coûts de la défense, et augmentant ainsi la probabilité de quitter le régime de changes. Il y a équilibres multiples dans la mesure où aucune modification particulière des fondamentaux justifie l'attaque : à un même niveau des fondamentaux correspond un équilibre avec attaque et un équilibre sans attaque. La justification d'un contrôle réside alors dans le fait que la crise monétaire est imprévisible, qu'elle ne peut faire l'objet de mécanismes d'alerte précoce tels que ceux préconisés par le FMI (Wyplosz, 1998). Il faut donc limiter les possibilités de déplacements des

capitaux afin de briser le cercle vicieux. Du point de vue des lignes de défense des banques centrales, le contrôle a pour avantage de permettre à celles-ci d'accroître moins fortement le taux d'intérêt, ce qui augmente d'autant leur capacité de résistance face aux spéculateurs.

Plus précisément, la recherche d'une plus grande autonomie de la politique monétaire peut justifier aussi bien un contrôle sur les entrées de capitaux (Chili), qu'un contrôle sur les sorties (Malaisie). Dans le premier cas, il s'agit de pouvoir augmenter le taux d'intérêt domestique sans subir de trop fortes entrées ; dans le second, de le baisser sans fuite massive.

LES DIFFICULTÉS DE GESTION MACROÉCONOMIQUE DES ENTRÉES DE CAPITAUX DANS LES ÉCONOMIES ÉMERGENTES. Le boom des entrées de capitaux dans les marchés émergents au début des années quatre-vingt-dix a posé d'importants problèmes de gestion macroéconomique. En effet, ces entrées massives ont entretenu soit un boom de la consommation (Amérique latine), soit un boom de l'investissement (Asie du Sud-Est). Ces phases de surconsommation ou surinvestissement ont été alimentées par le boom du crédit qui a affecté de nombreux marchés émergents immédiatement après leur libéralisation financière. Le Mexique a connu une expansion du crédit particulièrement marquée puisque le ratio crédit/PIB s'est accru de 21 points entre 1990-1994 alors que, sur la même période, celui du Chili a augmenté de seulement 2,6 points. Ce ratio a progressé de 35,5 points en Thaïlande entre 1990-1995 et de 29,3 points aux Philippines entre 1990-1996. Les conséquences inflationnistes pour les économies émergentes se sont manifestées par deux canaux principaux : directement en entretenant la demande interne ; par le jeu des contreparties de la masse monétaire, avec l'accroissement des réserves de change (GRAPHIQUE 1).

Or, en Amérique latine notamment, les plans de stabilisation ont été fondés sur un ancrage explicite de la monnaie domestique à une devise (principalement le dollar), stratégie qui a pour conséquence une appréciation du taux de change réel lorsque l'écart d'inflation entre l'économie domestique et le pays ancre augmente. L'appréciation du taux de change réel est elle-même liée aux flux de capitaux. Ainsi, Edwards (1998) montre que dans 7 pays émergents d'Amérique latine sur 8, il n'est pas possible de rejeter l'hypothèse selon laquelle les flux de capitaux causent, au sens de Granger, l'appréciation du taux de change réel.

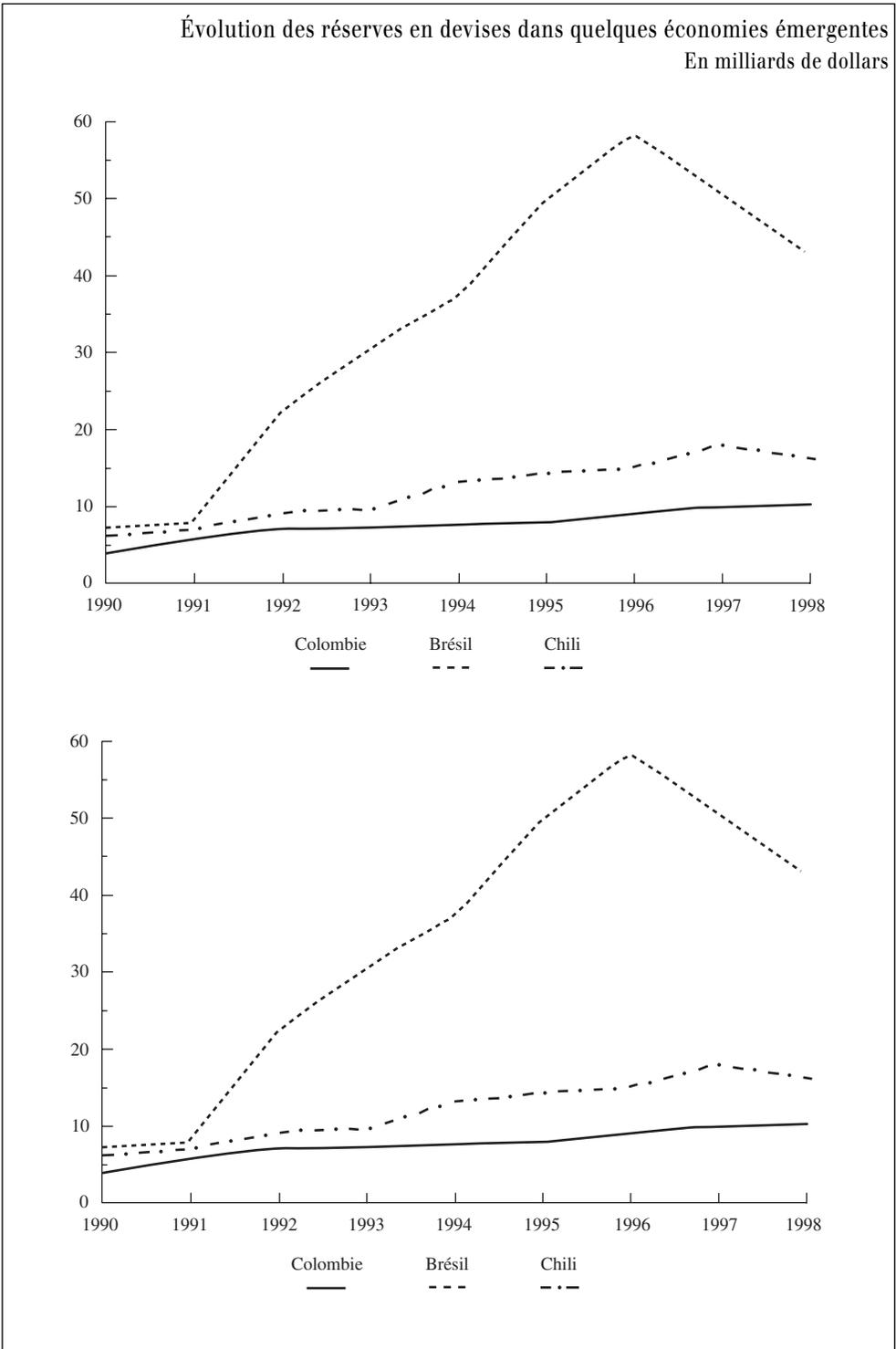
Dans cette perspective, les économies émergentes font face à un conflit d'objectif du point de vue de la politique économique :

- d'un côté, il faut maintenir des taux d'intérêt élevés pour contenir l'inflation ;
- d'un autre côté, il faut ralentir l'appréciation du taux de change réel pour maintenir la compétitivité de l'économie.

Le contrôle se justifie dans ce contexte lorsque les autres instruments de politique économique ont épuisé leurs effets. L'instrument le plus traditionnellement utilisé par les autorités monétaires consiste en des opérations de stérilisation des entrées par des interventions d'*open market*. La Colombie (en 1991 et 1992) et le Chili (1991) ont particulièrement utilisé cette stratégie. Elle repose sur le méca-

GRAPHIQUE 1

Évolution des réserves en devises dans quelques économies émergentes
En milliards de dollars



Source : FMI, *Statistiques financières internationales*, diverses années.

nisme suivant : les autorités réduisent la composante domestique de la base monétaire (réserves + monnaie en circulation) afin de compenser la hausse de la composante externe (les réserves officielles).

L'inconvénient majeur de cette stratégie réside dans son coût fiscal qui peut devenir exorbitant. En effet, à la suite de ses interventions, la banque centrale détient des actifs de réserve à faible rendement alors qu'elle a dû émettre des titres à haut rendement pour inciter les agents économiques à lui céder la liquidité excédentaire. La charge budgétaire des opérations de stérilisation de la Colombie en 1991 a été estimée à 0,5 % du PIB (Calvo, Leiderman & Reinhart, 1993). Cette économie a d'ailleurs été soumise à ce que Calvo (1991) a qualifié de « péril de la stérilisation » : l'augmentation du stock nominal de dette publique domestique conduit à un accroissement des anticipations d'inflation, ce qui remet en cause la crédibilité du plan de stabilisation. En effet, les agents privés anticipent que les autorités seront incitées à générer à la période suivante de l'inflation surprise pour réduire le poids réel de la dette. Un deuxième instrument peut être mobilisé par les autorités : la manipulation de la bande de fluctuation du change. Le Chili a utilisé cette technique pour inciter ou ne pas inciter, selon les périodes, les investisseurs internationaux à placer des capitaux dans le pays (TABLEAU 1). Ainsi, lorsqu'il s'est agi de freiner les entrées de capitaux, les autorités chiliennes ont élargi les bandes de fluctuation dans l'espoir de mettre davantage en situation d'incertitude les investisseurs non résidents.

TABLEAU 1

Chili : évolution de la bande de fluctuation du peso			
Décision			
1989	Élargissement de la bande de	+/- 3 %	à +/- 5 %
1992	Élargissement de la bande de	+/- 5 %	à +/- 10 %
1997	Élargissement de la bande de	+/- 10 %	à +/- 12,5 %
Juin 1998	Rétrécissement de la bande de	+/- 12,5 %	à 2,25 %
Septembre 1998	Élargissement de la bande de	+/- 2,25 %	à +/- 3,5 %

Source : Laurens & Cardoso (1998).

Cependant, la limite inhérente à cette stratégie réside dans les conséquences internes de manipulations trop fréquentes du taux de change de la monnaie domestique. Enfin, comme l'a fait le Chili, il est concevable de réduire l'impact interne d'entrées massives de capitaux en libéralisant les sorties. L'expérience chilienne suggère que cette stratégie est contreproductive en raison de la prédominance de l'effet de signal positif : cette mesure attire au contraire des capitaux. Compte tenu des limites liées à ces instruments de gestion du double objectif des autorités – taux d'intérêt et taux de change – le contrôle des capitaux peut apparaître comme une alternative viable ⁶. Il aura ici pour objectif de limiter les entrées de capitaux.

6. D'autres instruments peuvent être utilisés. Voir en ce sens Lee (1997) ; Calvo, Leiderman & Reinhart (1993).

Les contrôles préventifs

L'intégration financière internationale conduit à une profonde modification du système financier international. Ces mutations ne sont pas sans poser de nouveaux problèmes aux autorités des pays qui cherchent à bénéficier de cette intégration.

LA MOBILIÉRISATION DES FINANCEMENTS INTERNATIONAUX. Les années quatre-vingt-dix prolongent la rupture amorcée au milieu des années quatre-vingt du point de vue du financement international. Alors que ce dernier avait été depuis 1945 porté par l'aide publique et le crédit bancaire international, les émissions de titres négociables en sont devenues le compartiment le plus dynamique. Cette mobiliérisation s'effectue sur des marchés caractérisés par des asymétries d'informations particulièrement importantes, notamment sur les marchés émergents. Aussi les flux de capitaux sont-ils propices à l'apparition de phases d'optimisme et de pessimisme d'amples modifications annuelles dans leur composition. Ces fluctuations sont particulièrement importantes dans les deux principales régions de placements : l'Asie et l'Amérique latine (ANNEXE).

Deux implications doivent être soulignées. En premier lieu, le processus d'intégration financière internationale modifie le comportement des investisseurs. Ces derniers arbitrent entre les avantages issus de la diversification de leur portefeuille et le coût d'obtention de l'information spécifique à un pays. Or, au fur et à mesure que cette diversification s'accroît, le gain issu de l'information spécifique diminue car la variance du portefeuille global est faible (Calvo & Mendoza, 1996). Le retrait soudain et massif des capitaux est alors la réaction rationnelle des investisseurs s'ils anticipent une baisse du rendement d'un investissement spécifique, la variance totale du portefeuille étant peu affectée par cette recomposition ⁷.

En second lieu, le règlement ordonné des crises de liquidités est plus difficile à obtenir dans le nouveau contexte des financements internationaux (Eichengreen & Portes, 1996). La crise de la dette d'août 1982 est apparue dans un environnement où l'acteur essentiel du financement était le système bancaire international. Or, même si un nombre important de banques ont participé à l'économie de crédit international (près de 750), les engagements élevés de quelques grandes banques internationales ont facilité l'arrangement d'un accord entre les banques créancières et les pays endettés. Au cours des années quatre-vingt-dix, la modalité de financement international implique une extrême dispersion des prêteurs : une multiplicité de prêteurs ne supporte qu'une faible fraction de la dette d'un pays en crise. En l'absence d'une procédure de coordination entre prêteurs d'un côté, et entre prêteurs et emprunteurs de l'autre, chaque prêteur est incité à se retirer le premier du marché afin de limiter les pertes en capital induites par les fuites des autres investisseurs.

7. Les ruées collectives ont d'autant plus de chances de se produire sur les marchés émergents que les asymétries d'information sont particulièrement importantes. Ces asymétries expliquent pourquoi les investisseurs ont d'importantes difficultés à estimer les risques, comme en témoignent les comportements des *spreads* sur les titres Brady et ceux des différentiels d'intérêt dans l'année précédant la crise. Ces derniers ont en effet tendance à se modifier au dernier moment, suggérant que les opérateurs n'ont pas anticipé la crise.

Dans les deux cas, un contrôle des capitaux peut préventivement chercher à limiter les entrées de capitaux les plus volatiles. En effet, dans l'hypothèse d'un retournement du sentiment des investisseurs, les sorties de capitaux peuvent atteindre des niveaux très élevés dans un laps de temps très court (GRAPHIQUE 2). Lors de la crise du peso, le retournement des flux de capitaux – entre le pic de 1993 et 1995 – a représenté 13 % du PIB mexicain. Les cinq économies asiatiques les plus frappées par la crise⁸ ont connu en 1997 un retournement équivalent à plus de 10 % du PIB combiné de ces économies⁹.

LE RÔLE DES FACTEURS EXTERNES DANS LES FLUX DE CAPITAUX EN DIRECTION DES MARCHÉS ÉMERGENTS. Le rôle exercé par les facteurs internationaux dans les flux de capitaux en direction des marchés émergents est un justificatif essentiel des contrôles en raison de la non-maîtrise, par les autorités, de ces économies. Calvo, Leiderman & Reinhart (1993 et 1995) ont montré que près de 50 % des entrées de capitaux en Amérique latine entre 1988 et 1991 étaient expliquées par des facteurs externes aux marchés émergents.

Au cours de cette période, la baisse des taux d'intérêt aux États-Unis a réduit le rendement des titres américains. Jointe au ralentissement économique dans les pays développés, cette détente monétaire semble avoir été au cœur du processus d'entrées massives de capitaux dans cette région¹⁰. De même, la politique monétaire accommodante menée au Japon pour faire face à la récession a incité les pays du Sud-Est asiatique à contracter des emprunts bancaires avant la crise. Le durcissement des politiques monétaires américaine (1994) et l'augmentation du rendement des titres japonais (1997) ont brutalement tendu les conditions de financement international pour les marchés émergents, provoquant en partie la crise pour ceux qui dépendaient fortement des entrées de capitaux.

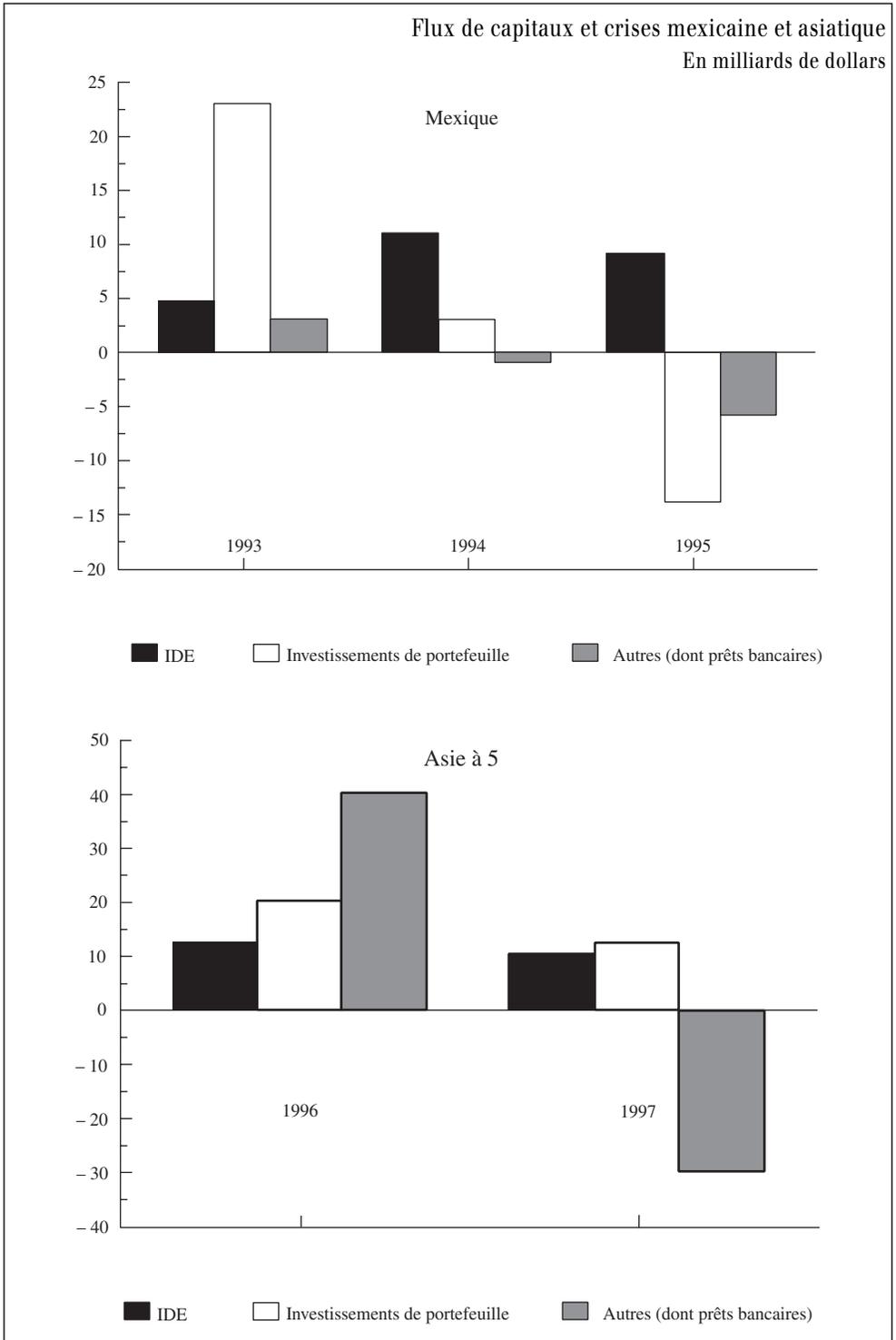
Eichengreen et Rose (1998) – dans une étude relative à 105 pays en développement sur la période 1975-1992 – confirment ce point de vue. Le déterminant principal des crises bancaires dans ces pays semble être les taux d'intérêt pratiqués dans les pays développés. En conséquence, des politiques macroéconomiques saines ne suffisent pas pour immuniser le système bancaire des crises. Les autorités des pays émergents sont alors fondées à contrôler les flux de capitaux sensibles aux fluctuations des taux d'intérêt. Apparaît ici une justification importante à l'établissement d'un contrôle sur les sorties de capitaux.

8. Corée du Sud, Indonésie, Malaisie, Philippines et Thaïlande.

9. Dans le cas mexicain, ce sont les investissements de portefeuille qui expliquent ce retournement alors que pour les pays d'Asie, ce sont les prêts bancaires qui ont été le moteur des sorties nettes.

10. Un argument souvent avancé pour justifier les entrées de capitaux dans les pays émergents sud-américains est l'ampleur des réformes structurelles engagées par ces pays. Calvo, Leiderman & Reinhart (1993) rejettent ce point de vue en mettant en avant le fait que les pays engagés plus précocement dans les réformes n'ont pas significativement reçu plus de capitaux que d'autres. En outre, il apparaît que les entrées de capitaux ont précédé le boom des marchés d'actions dans la zone, et non l'inverse.

GRAPHIQUE 2



Source : FMI, *World Economic Outlook*, 1998.

L'efficacité des contrôles des mouvements internationaux de capitaux : de la taxe Tobin à l'expérience des économies émergentes

La caractéristique commune des différentes modalités de contrôle est de permettre une différenciation entre les taux d'intérêt domestique et étranger. Un contrôle exerce ainsi une influence sur les relations de parité de taux d'intérêt afin d'élargir l'écart de taux nécessaire pour enclencher une attaque sur la monnaie nationale. L'objectif est donc de limiter la surréaction des changes tout en bénéficiant de gains en indépendance monétaire. Après avoir présenté les différents systèmes de contrôles, la question de leur efficacité sera développée.

Les « grains de sable » dans la finance mondiale

La proposition de James Tobin de taxer les transactions sur les marchés des changes a retrouvé une certaine vigueur avec l'instabilité financière internationale des années quatre-vingt-dix. La caractéristique essentielle de cette proposition est de reposer sur l'ambition de gérer cette instabilité à l'échelle mondiale. Plus récemment, certains marchés émergents ont adopté unilatéralement des systèmes de contrôle sur les capitaux. Désormais, la gestion de l'instabilité repose sur une logique strictement domestique, beaucoup moins exigeante du point de vue de l'organisation de l'action collective. Cette différenciation entre une conception multilatérale des contrôles et une conception unilatérale guide cette analyse. Ainsi, après avoir présenté la proposition Tobin, l'attention se focalise sur les trois principales conceptions unilatérales : le dépôt obligatoire dans le cadre du passage à la monnaie unique, les contrôles sur les entrées du type taxe chilienne, les contrôles sur les sorties du type de celui adopté par la Malaisie en septembre 1998.

LA TAXE TOBIN. L'objectif principal de la taxe est d'exercer un effet dissuasif sur les opérations de conversion les plus courtes dont l'objet est uniquement de profiter des gains de change. La taxe accroît le taux d'intérêt minimal exigé par un investisseur pour les maturités à très court terme (Spahn, 1995). En écrivant τ le taux d'une taxe sur les opérations de change ; h la période de détention des titres ($h = 52$ pour une semaine ; $h = 12$ pour un mois ; $h = 0,2$ pour cinq ans...) ; i^* le taux annualisé étranger ; ih^* le taux correspondant à la durée de détention ($[1+i_{h^*}]^h = [1+i^*]^h$) ; i le taux annuel après paiement de la taxe en monnaie domestique, la condition d'arbitrage sur le marché des change s'écrit :

$$\left([1 - \tau] (1 + i_{h^*}) \right)^h (1 - \tau) = (1 + i) \quad (3)$$

sachant que la taxe est payée à l'entrée et à la sortie. De (3) on peut déduire le taux annuel étranger qui permet de rendre l'investissement étranger au moins aussi profitable que l'investissement domestique :

$$1 + i_h = \left[\frac{(1+i)}{(1-\tau)^{1+h}} \right]^{\frac{1}{h}} \quad (4)$$

soit le taux annuel étranger correspondant :

$$i^* = \frac{1+i}{(1-\tau)^{1+h}} - 1 \quad (5)$$

L'application de la formule (5) permet de voir comment la taxe Tobin joue différemment selon la maturité des placements (en posant $i = 4\%$ et $\tau = 0,5\%$) : le taux implicite est de 551,3 % pour une opération de un jour, de 11 % pour un mois et de 4,5 % pour cinq ans. Ainsi, plus la maturité est courte, plus le taux d'intérêt implicite doit être élevé pour rendre rentable une exportation de capitaux.

Une question importante liée à la taxe Tobin porte sur sa couverture afin d'éviter l'évasion. Il convient alors de distinguer entre l'évasion spatiale et l'évasion par les transactions. La première forme d'évasion est fréquemment évoquée pour affirmer l'irréalisme de la proposition : instaurer une taxe dans certains centres financiers doit se traduire par un détournement de trafic au profit des places *offshore*. Cette difficulté peut être cependant contournée en introduisant une taxe pénalisante pour les transactions effectuées avec des banques ou d'autres opérateurs qui résident dans de telles places. La dissuasion sera d'autant plus importante que les principales places financières appliqueront la taxe rapidement et ensemble. Il s'agit ici d'un problème d'action collective : les comportements de *free riding* seront d'autant plus réduits que les principales places auront renoncé à la tentation d'y participer. En ce qui concerne les transactions, l'évasion potentielle repose dans l'accroissement de la substituabilité entre les compartiments du marché en raison des innovations financières. Ainsi, des produits synthétiques peuvent permettre de faire des opérations sur des dérivés qui s'apparentent en réalité à des opérations au comptant. En conséquence, taxer uniquement les marchés traditionnels auraient pour conséquence un déplacement des supports de transaction vers les compartiments exemptés. Il convient donc de taxer l'ensemble des transactions (Kenen, 1996) ¹¹.

TAXE SUR LES MOUVEMENTS DE CAPITAUX ET TRANSITION VERS LA MONNAIE UNIQUE. Lors des discussions relatives à la stratégie graduelle du passage à la monnaie unique, certains auteurs ont souligné les risques d'attaques spéculatives sur les monnaies européennes à la veille du passage à la phase III (Froot & Rogoff, 1991). Ces réflexions – ainsi que la crise de 1992-1993 – ont relancé les propositions inspirées de la taxe Tobin, appliquées

11. Il existe cependant une difficulté liée au fait que les options de change n'impliquent pas obligatoirement une transaction sur les marchés. Étant donné que les options sont néanmoins un puissant instrument de la spéculation – comme l'a montré l'expérience italienne en 1992 – leur taxation semble nécessaire. Cependant, pour tenir compte de leur spécificité, Spahn (1995), parmi d'autres, propose une taxe inférieure au taux normal.

cette fois-ci spécifiquement à l'Union Economique et Monétaire dans un contexte de mobilité des capitaux depuis le 1^{er} juillet 1990 ¹².

La proposition de base est celle de Eichengreen et Wyplosz (1993 & 1994). Elle consiste à obliger chaque banque faisant des opérations sur le marché des changes, pour son propre compte ou pour le compte de leurs clients, à effectuer un dépôt non rémunéré auprès de la banque centrale en proportion de la position ouverte en devises en fin de journée. La durée de ce dépôt serait de un an, à moins que n'apparaisse une position inverse d'un même montant. Le pourcentage exigé est laissé à la discrétion des autorités : faible en période normale (5 %) ; élevé en période de crise (jusqu'à 100 %). Le système proposé a un double avantage pour les autorités.

Il s'agit d'une taxe implicite qui évolue avec les tensions sur les marchés car non seulement elle pénalise plus particulièrement les transactions à court terme, mais le coût d'opportunité lié à l'emprunt d'une monnaie attaquée s'accroît avec le taux d'intérêt (cas le plus fréquent en période de tensions sur les changes). En effet, l'augmentation du taux d'intérêt à court terme est équivalent à une perte pour la banque qui effectue le dépôt obligatoire car celui-ci n'est pas rémunéré.

Ensuite, l'exigence du dépôt revient à élargir implicitement les bandes de fluctuation du mécanisme de change européen (Garber & Taylor, 1995). En supposant que le taux FF – DM correspondant à la marge inférieure se situe à 300 FF pour 100 DM, alors une taxe de 1 % sur les transactions bancaires revient à fixer un taux de change implicite à 300 FF pour 99 DM puisque la banque centrale prélève 1 DM pour une transaction portant sur 100 DM.

Dans les deux cas, le dépôt obligatoire accroît les marges de manœuvre des banques centrales, et donc leur capacité de résistance.

Afin de tenir compte des évasions liées à cette proposition – notamment parce que les banques peuvent éviter d'avoir des positions nettes par la fermeture des positions auprès des centres *offshore* – Eichengreen, Tobin et Wyplosz (1995) ont élargi le champ du dépôt obligatoire. Désormais, tous les prêts accordés par des institutions financières à des non-résidents font l'objet d'un dépôt obligatoire auprès de la banque centrale. La logique est similaire à la proposition de base : rendre plus onéreux le coût de l'emprunt de la monnaie attaquée.

LES SYSTÈMES DE CONTRÔLE DES MOUVEMENTS DE CAPITAUX DANS LES MARCHÉS ÉMERGENTS. Les pays émergents ont adopté une

12. L'évolution de cette approche apparaît dans différents travaux : Eichengreen & Wyplosz (1993 et 1994) ; Eichengreen, Tobin & Wyplosz (1995) ; Eichengreen, Rose & Wyplosz (1996). Précisons que dans l'esprit de leurs auteurs, la proposition de taxer certaines transactions était conçue comme un contrôle temporaire qui avait pour seul objectif d'assurer une transition stable vers la monnaie unique. Ces auteurs reconnaissent explicitement que leur proposition ne peut être efficace dans la durée.

grande variété de mesures ¹³ que l'on peut regrouper en trois familles principales : (i) la taxe sur les entrées de capitaux (Brésil, Chili, Colombie et récemment la Thaïlande) ; (ii) les restrictions quantitatives (République tchèque, Malaisie) ; (iii) les mesures prudentielles (Indonésie, Philippines, Thaïlande). Les mesures adoptées possèdent deux caractéristiques clés : d'une part, leur caractère temporaire et, d'autre part, leur asymétrie. Ce point permet d'établir une nette distinction avec la taxe Tobin : alors que cette dernière porte sur toutes les transactions du marché des changes, les mesures prises dans les marchés émergents portent en règle générale soit sur les entrées de capitaux ¹⁴, soit sur les sorties de capitaux ¹⁵. Cependant, conformément à l'esprit de Tobin, les flux à court terme sont plus particulièrement visés.

Concernant le contrôle des entrées de capitaux, le système chilien (ENCADRÉ 1) – et dans une moindre mesure celui adopté par la Colombie – est de plus en plus envisagé par les experts du FMI comme un modèle possible pour les autres marchés émergents pas encore prêts à s'insérer dans la finance mondiale.

Deux raisons principales expliquent cette préférence. En premier lieu, il s'agit d'un système qui est fondé sur les mécanismes du marché (ENCADRÉ 1) et non sur une logique administrative. En second lieu, c'est un système simple qui permet de pénaliser plus fortement les capitaux à court terme et qui est unilatéral. Il n'exige donc aucun accord international préalable.

Le taux implicite de la taxe sur les capitaux lié à l'existence des réserves obligatoires s'écrit (Laurens & Cardoso, 1998) :

$$t = \frac{r [i^* + s] \cdot \left[\frac{\text{temps}}{(1-r)} \right]}{\text{durée}} \tag{6}$$

avec t , le taux de la taxe par unité de temps, en % des fonds prêtés ; r , les réserves obligatoires non rémunérées ; i^* , le taux d'intérêt correspondant à la monnaie de libellé de la réserve obligatoire ; s , le *spread* sur le taux interbancaire auquel l'investisseur empruntera les fonds nécessaires à la couverture de la réserve obligatoire.

13. Voir notamment FMI (2000) ; Reinhart & Smith (1998) et Eichengreen & alii (1998) pour la description de différentes stratégies de contrôle adoptées par des pays émergents ; Agosin & Ffrench-Davis (1997) et Budnevich & Le-Fort (1996) pour le Chili et la Colombie ; Cardoso & Goldfajn (1997) et Garcia (1999) pour le Brésil ; Cowan & De Gregorio (1998) ; Laban & Larrain (1998) ; Laurens & Cardoso (1998), Nadal-De Simone & Sorsa (1999) et Gallego, Hernandez & Schmidt-Hebbel (1999) pour le Chili ; FMI (1999) pour la Malaisie.

Dans cette étude, nous n'abordons ni le cas des pays émergents qui ont maintenu une tradition d'ouverture financière limitée (Chine et Inde), ni les expériences de contrôle étendu lié à une situation de crise financière (par exemple la Roumanie en 1996-1997 et la Russie depuis 1998). Pour ces deux cas, voir l'étude FMI (2000).

14. Ce fut le cas du Brésil (1993-1997), du Chili (1991-1998), de la Colombie (1993-1998), de la Malaisie en 1994 et de la Thaïlande (1995-1997).

15. Ce type de contrôle est souvent lié à une situation de crise financière comme l'illustrent les expériences de la Malaisie (depuis 1998) et de la Thaïlande (1997-1998). 1. La diminution des coûts de transaction à l'intérieur de la région riche a, dans notre contexte, les mêmes effets qu'une diminution des coûts de transaction inter-régionaux.

ENCADRÉ 1

Les systèmes chilien et colombien de contrôle sur les capitaux

LE CHILI

Le gouvernement décide mi-1991 de mesures destinées à décourager les entrées de capitaux à court terme. En juin 1991, les autorités instaurent un système de réserves obligatoires non rémunérées de 20 % – déposées auprès de la banque centrale pour une période d'un an – sur les engagements en devises suscités par des emprunts d'entreprises, à l'exception de ceux liés aux commerce international. Lorsque la maturité des engagements est inférieure à un an, le dépôt obligatoire est lui aussi aligné sur cette maturité. En 1992, les autorités opèrent un premier durcissement du système : en mai, le montant de la réserve s'élève à 30 % ; en juillet, le dépôt est de un an, quelle que soit la maturité des engagements et les mesures sont étendues aux crédits commerciaux et aux prêts liés aux investissements directs étrangers. En 1995, les autorités élargissent une nouvelle fois les flux concernés par la taxe : les titres chiliens échangés au *New York Stock Exchange* et les émissions d'obligations internationales sont désormais concernés. Ces extensions sont liées à la nécessité de faire face à l'adaptation des agents privés : si, en 1992, près de 50 % des entrées brutes relevaient de la taxe, cette proportion est rapidement tombée à près de 24 %. Ce n'est qu'après les durcissements successifs qu'elle est remontée à une fourchette de 30-40 %. Le reflux des capitaux lié à la crise asiatique a conduit le gouvernement à réduire le taux à 10 % en juin 1998 et 0 % en septembre 1998. La capacité d'adaptation de la taxe aux tensions affectant les marchés internationaux apparaît ici. En effet, cette décision ne signifie pas que le contrôle a été jugé inefficace. Elle marque le fait que la crise asiatique a réduit le volume des entrées de capitaux dans de nombreux marchés émergents, y compris le Chili (voir GRAPHIQUE 3). Cette nouvelle conjoncture rend inutile une taxe positive. En juin 1991, la taxe sur les emprunts est complétée par une extension aux prêts étrangers de la taxe de 1,2 % supportée jusqu'alors par les prêts domestiques. Cette taxe est appliquée sur tous les prêts durant leur première année, à l'exception des prêts commerciaux. Le dispositif est complété par l'obligation d'une durée minimale d'immobilisation des investissements directs étrangers.

LA COLOMBIE

Les autorités adoptent en 1993 un système de contrôle des capitaux assez proche du système chilien. Initialement, les réserves obligatoires d'un montant de 47 % sont exigées pour l'ensemble de la durée des prêts et appliquées sur tous les prêts d'une maturité inférieure à 18 mois. En mars 1994, la maturité est portée à 3 ans, puis en août à 5 ans au plus (à l'exception des crédits commerciaux pour lesquels les réserves portent sur des crédits d'au plus 4 mois). Le montant des réserves est une fonction décroissante de la maturité des prêts : de 140 % pour les prêts à 30 jours ou moins à 42,8 % pour des prêts de 5 ans.

Il apparaît ainsi que la réserve obligatoire accroît le coût des emprunts en devises pour les entreprises résidentes (soit aussi une réduction du taux de rendement des investissements pour les investisseurs non-résidents). Le niveau de la taxe implicite dépend de considérations déterminées *ex ante* (le % de réserves exigées ; la durée du dépôt), mais aussi de variables liées aux conditions du marché (les taux d'intérêt, la durée de l'investissement). D'une manière générale, l'investisseur est d'autant plus frappé par la réserve obligatoire que la maturité de son placement est inférieure à la durée d'immobilisation du dépôt (un an). C'est la raison pour laquelle les placements courts sont particulièrement concernés par le sys-

tème chilien. Par exemple, en posant r égal à 20 %, le coût des fonds ($i^* + s$) égal à 5, un dépôt immobilisé (temps) pour un an et une maturité de placement (durée) de un mois, la taxe implicite s'élève à 15 % ; si la maturité est de 6 mois, la taxe est de 2,5 % et elle s'élève à 0,1 % pour un placement d'une durée de 10 ans.

En outre, en raisonnant du point de vue d'un emprunteur résident, le coût de celui-ci est accru par le supplément à lever sur les marchés internationaux pour faire face à la réserve obligatoire. Plus les coûts des financements internationaux sont élevés, plus la taxe implicite est forte. Enfin, comme le montre l'encadré 1, le taux de la réserve obligatoire peut être manipulée par les autorités au gré des tensions affectant le système financier international.

Edwards (1999) distingue deux types de contrôle sur les sorties de capitaux. Dans le premier, les autorités seront amenées à imposer un contrôle (ou à durcir un contrôle déjà existant) lorsque le pays est confronté à une crise liée à un déficit des comptes extérieurs, mais sans avoir encore subi de crise de change entraînant une dévaluation de la monnaie domestique. Il s'agit d'un contrôle « préventif » à laquelle la stratégie thaïlandaise à partir de mai 1997 – c'est-à-dire après la première attaque sur le bath – peut s'apparenter (ENCADRÉ 2). Dans le second type, le pays concerné subit déjà la crise financière, liée notamment à une dépréciation massive de sa monnaie. L'objectif du contrôle est alors d'essayer de retrouver des marges de manœuvre afin de promouvoir la croissance de l'économie et mettre en place une politique de réformes structurelles sans être confronté aux assauts des spéculateurs. Le contrôle est dit alors « curatif » : son objectif est de baisser le taux d'intérêt domestique. C'est la logique du contrôle mis en place à partir du 1^{er} septembre 1998 en Malaisie (ENCADRÉ 2). Que le contrôle sur les sorties de capitaux soit préventif ou curatif, il repose sur la même nécessité : empêcher les spéculateurs d'avoir accès à la monnaie domestique.

Le débat relatif à l'efficacité des contrôles

Les crises mexicaine et asiatique ont relancé le débat relatif à l'efficacité des contrôles sur les capitaux pour échapper aux effets de contagion des perturbations monétaires régionales ou internationales. Pour certains, la libéralisation excessive du compte de capital au Mexique et en Argentine expliquerait l'ampleur des perturbations subies à la suite de la crise du peso en décembre 1994 et ce, alors que le Chili aurait été protégé de « l'effet tequila » par son système de contrôles sur les mouvements de capitaux. Un argument similaire a été avancé lors de la crise asiatique de l'été 1997 : la Chine aurait été protégée par les limites à la convertibilité de sa monnaie, contrairement à la Thaïlande ou à la Corée du Sud. Pour d'autres, si le Chili a traversé la crise mexicaine avec une relative stabilité, il le doit à sa politique macroéconomique menée depuis plusieurs années, ainsi qu'à une réforme bancaire menée avant celle du Mexique ou d'autres marchés émergents depuis lors. Ces mêmes économistes soulignent aussi que l'ouverture financière internationale de la Thaïlande ou de la Corée du Sud est très relative.

Ce débat est important en ce qu'il conduit à adopter une autre perspective. Ainsi, au lieu d'avoir une approche binaire – contrôle/absence de contrôle – la

Contrôle sur les entrées de capitaux : Malaisie (1998-1999) et Thaïlande (1997-1998)

LA MALAISIE

Le 1^{er} septembre 1998, les autorités malaises prennent diverses mesures destinées à éliminer le marché *offshore* du ringgit, à restreindre l'accès de celui-ci aux spéculateurs et à prévenir les sorties massives de capitaux par les résidents et les non-résidents. Un certain nombre de contrôles administratifs ont ainsi été mis en place, parmi lesquels : (i) l'obligation de rapatrier tous les ringgits détenus sur le marché *offshore* ; (ii) la suppression des licences bancaires pour effectuer des opérations en ringgit sur le marché *offshore* ; (iii) l'introduction d'une limite concernant les exportations et importations de ringgit par les résidents et les non-résidents ; (iv) la compensation du commerce international uniquement en devises ; (v) l'obligation pour les non-résidents d'attendre 12 mois pour convertir en devises le produit de la vente de titres malais (à l'exception notamment des investissements directs étrangers, des rapatriements d'intérêts et des dividendes). Le 15 février 1999, les autorités modifient leur stratégie en introduisant un contrôle s'appuyant davantage sur les mécanismes de marché. L'objectif est d'inciter les investisseurs de portefeuille à avoir une vision de long terme de leurs opérations, d'attirer de nouveaux capitaux et de permettre des sorties de capitaux tout en assurant la stabilité de l'économie. La mesure (v) précédente est ainsi remplacée par : (i) un système graduel de prélèvement sur les sorties de capitaux liées au rapatriement du principal pour les investissements en actions, titres et autres instruments financiers réalisés avant le 15 février 1999 ; le prélèvement est décroissant avec la durée de l'investissement, pénalisant ainsi davantage les investissements courts ¹⁶ ; (ii) un système graduel de prélèvement sur les sorties de capitaux liées au rapatriement du principal pour les investissements en actions, titres et autres instruments financiers réalisés après le 15 février 1999 : 30 % si le rapatriement se produit dans les 12 mois suivants l'investissement, 10 % au-delà.

LA THAÏLANDE

En mai 1997, les autorités réagissent aux attaques sur le baht en mettant en place un contrôle sélectif dont l'objectif est de réduire l'accès des spéculateurs internationaux aux crédits en baht, tout en ne contrôlant pas les opérations liées aux transactions commerciales et aux investissements ¹⁷. Le contrôle porte sur quatre points principaux : (i) les institutions financières doivent restreindre (puis suspendre dès juin 1997) leurs transactions avec des non-résidents susceptibles de faciliter la constitution de positions en bath sur le marché *offshore* ; (ii) tout achat avant terme de titres libellés en bath et autres instruments de dette requiert un paiement en dollar ; (iii) les investisseurs en actions ne peuvent plus rapatrier leurs fonds en bath, mais il n'y a aucune restriction sur les opérations en devises ; (iv) les non-résidents doivent utiliser le marché *onshore* pour les transactions en bath. L'ensemble de ces mesures visent à créer une séparation entre le marché *offshore* et le marché *onshore*, le premier étant considéré comme le marché où la spéculation contre le bath apparaît.

16. Le prélèvement est ainsi de 30 % sur le rapatriement, a lieu moins de 7 mois après l'investissement, 20 % entre 7 et 9 mois et 10 % entre 9 et 12 mois. Au-delà, il n'y a aucun prélèvement.

17. Rappelons que les autorités thaïlandaises avaient déjà instauré un contrôle sur les capitaux à partir de 1995, mais pour faire face cette fois-ci aux entrées massives. Ses principales caractéristiques étaient les suivantes : en août 1995, les réserves obligatoires non rémunérées détenues auprès de la banque centrale en contrepartie des comptes en monnaie domestique détenus par des non-résidents ont été portées de 5 à 7 %. En décembre 1995, ce système des réserves obligatoires a été étendu aux billets à ordre (*promissory notes*) d'une maturité inférieure à un an émis par les compagnies financières et détenus par des non-résidents. D'autres mesures sont prises pour réduire les prêts étrangers. En octobre 1996, les réserves obligatoires sont étendues aux emprunts *offshore* d'une durée inférieure à un an des banques commerciales, compagnies financières et maisons de titres.

question essentielle est de savoir si un contrôle sur les capitaux peut constituer un instrument autonome de maîtrise de la globalisation financière ou si, au contraire, il faut le concevoir comme un instrument complémentaire à une stratégie d'ensemble.

CONTRÔLE SUR LES CAPITAUX, VOLATILITÉ DES TAUX DE CHANGE ET AUTONOMIE DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE. La taxe Tobin a pour objectif essentiel de réduire la volatilité des taux de change. Dès lors, les critiques à son encontre portent précisément sur cette capacité. Trois difficultés importantes semblent limiter la portée des propositions à *la* Tobin.

La première difficulté porte sur le dilemme concernant le niveau de la taxe : un taux élevé peut remettre en cause l'efficience des marchés ; mais un taux faible peut n'avoir aucun effet. Si les autorités choisissent un taux élevé, elles courent le risque de diminuer fortement la liquidité du marché, ce qui aurait pour conséquence d'accroître la volatilité du taux de change. Il est difficile d'estimer les effets d'une taxe sur le volume des transactions en raison des hypothèses à faire sur leur sensibilité-prix. Selon Frankel (1996), une taxe de 0,1 % pourrait diviser le volume des transactions par 4 en raison d'une centralisation du marché et de la disparition de clients marginaux. Si le taux est faible, on ne voit pas très bien ce qui pourrait empêcher les spéculateurs d'attaquer la monnaie domestique lorsque les perspectives de gains sont élevées. Spahn (1995) a apporté une contribution importante à ce débat. Il propose d'établir un lien entre une taxe et une zone cible. Ainsi, à l'intérieur des bornes de la zone, la taxe serait à un taux normal de 0,5 ou 1 % ; dès que le taux de change serait proche des bornes, le taux se mettrait à croître corrélativement. Une telle proposition a deux limites principales : d'une part, si les tensions sont importantes, il est probable que le taux doive monter à des niveaux prohibitifs pouvant remettre en cause la liquidité du marché (et jouer ainsi comme un accroissement du taux d'intérêt implicite pour tous les agents économiques) si le phénomène est durable ; d'autre part, il faut s'assurer que les déplacements du taux de change à l'intérieur de la bande soient vraiment représentatifs de tensions spéculatives. Or, l'instauration d'un contrôle n'apporte pas d'indication sur le niveau d'équilibre du change. Il est alors susceptible – en supposant son efficacité – de retarder des ajustements nécessaires.

Une deuxième difficulté est liée aux possibilités de contournement du contrôle susceptible de réduire le gain d'autonomie initialement recherché. Sans revenir sur le problème de l'accord international abordé dans la partie précédente, le problème porte ici essentiellement sur l'existence de la convertibilité du compte courant. Ainsi, les contrôles quantitatifs utilisés jusqu'à la fin des années soixante-dix dans les pays développés ont fait l'objet d'une évasion importante par la modification des pratiques commerciales (sur ou sous-facturation ; avances-retards dans les paiements ; prix de transfert à l'intérieur d'une firme transnationale). Cette fuite est d'autant plus importante que les contrôles ont toujours cherché à limiter leur impact sur les transactions liées au commerce, jugées non spéculatives. D'une certaine manière, une taxe à *la* Tobin limite de tels inconvénients puisque toutes les transactions sur les changes sont concernées. Cependant, dans la pratique – comme l'a montré l'exemple de l'Espagne en 1992 – les autori-

tés peuvent chercher à taxer certaines transactions de change, sans pour autant pénaliser les transactions des entreprises non financières. Dans le cas espagnol, les autorités avaient taxé les opérations bancaires de *swaps*, véhicule privilégié de la spéculation contre une monnaie. Étant donné le caractère ciblé du contrôle, les prêts en pesetas aux non-résidents liés aux activités commerciales ne sont pas taxés, le contrôle s'est révélé inefficace. La proposition Eichengreen, Tobin et Wyplosz (1995) n'échappe pas à cette limite : ne taxer que les prêts bancaires aux non-résidents peut inciter les entreprises non bancaires à s'engager dans ce type d'opérations¹⁸.

Enfin, une dernière difficulté repose sur le comportement des agents privés. Ces derniers effectuent un arbitrage entre le coût du transfert des capitaux (comprenant les contrôles) et les gains de change et d'intérêt attendus des placements à l'étranger (Gros, 1987). Si les agents anticipent que dans le futur l'écart d'intérêt sera favorable aux placements étrangers, cela les incite à effectuer des transferts de capitaux dans la mesure où les perspectives de gains (calculés sur plusieurs périodes) sont supérieures au coût de transfert. L'incitation à transférer des capitaux dépend non seulement du coût lié au contrôle des autorités, mais aussi de la maximisation des gains futurs sur l'écart d'intérêt. En conséquence, dans l'hypothèse d'une perturbation monétaire importante et durable, le contrôle peut devenir inefficace¹⁹. Tout au plus permet-il aux autorités monétaires de gagner du temps en augmentant les taux d'intérêt moins fortement que nécessaire pour défendre la monnaie. C'est la conclusion à laquelle est conduit Fieleke (1994) en observant, au cours de la crise du mécanisme de change européen, le comportement du *spread* entre les taux d'intérêt domestiques et les taux euro-monétaires respectifs des pays à contrôle (Espagne, Irlande, Portugal), et les pays scandinaves sans contrôle : si dans les deux situations les écarts d'intérêt sont peu significatifs (suggérant une faible capacité isolatrice du contrôle), il n'en demeure pas moins que le premier groupe de pays a moins augmenté ses taux d'intérêt que le second.

LES ÉCONOMIES ÉMERGENTES AU COURS DES ANNÉES QUATRE-VINGT-DIX. L'efficacité des mesures adoptées dans les économies émergentes peut être abordée à partir des objectifs initialement visés : (i) action sur le volume et la composition des entrées de capitaux ; (ii) maîtrise des taux d'intérêt domestiques ; (iii) contrôle de l'appréciation du taux de change réel (TABLEAU 2).

L'impact des contrôles sur le volume et la composition des entrées de capitaux laisse une impression mitigée. Ainsi, Reinhart et Smith (1998) – en étudiant cinq marchés émergents (Chili, Colombie, Malaisie, Brésil et République tchèque) – parviennent à la conclusion selon laquelle le Chili et la Malaisie (et dans une mesure moindre la République tchèque) ont vu le volume des entrées de capitaux

18. Les trois auteurs n'ignorent pas cette difficulté. C'est ici que le caractère temporaire de leur proposition est important. En effet, ils considèrent que la durée de vie très limitée du contrôle devrait inciter les agents à ne pas mobiliser trop de ressources pour élaborer d'autres canaux pour prêter de la monnaie domestique à des non-résidents.

19. D'une manière plus générale, les contrôles ne permettent pas aux autorités de se protéger en cas de perturbations monétaires structurelles. Citons en ce sens les crises monétaires de 1969-1971, les dévaluations de la livre irlandaise, de la peseta espagnole et de l'escudo portugais lors de la crise du mécanisme de change européen en 1992-1993.

se réduire immédiatement après l'introduction d'un contrôle (TABLEAU 2). Le surplus du compte de capital, en % du PIB, s'est réduit de 7,6 points au Chili et de 15,1 points en Malaisie.

TABLEAU 2

	Les principaux effets des contrôles			
	$t - 1$	t	$t + 1$	$t + 2^*$
Compte de capital (en % du PIB)				
Brésil (août 1994)	2,4	2,5	4,7	nd*
Chili (juin 1991)	10,0	2,4	6,8	6,1
Colombie (septembre 1993)	0,3	4,7	4,4	5,5
République tchèque (août 1995)	6,6	16,7	14,2	nd
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
Colombie	0,6	1,1	0,7	0,3
République tchèque	0,1	0,7	1,7	nd
Malaisie	8,6	-4,6	-0,7	nd
Taux d'intérêt réel <i>ex post</i> (en % annuel)				
Brésil	7,1	21,1	26,0	10,6
Chili	22,0	11,2	10,6	11,0
Colombie	8,1	10,7	13,5	17,5
République tchèque	3,0	3,7	4,4	nd
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
Colombie	9,1	5,1	11,9	1,1
Malaisie	-0,4	-3,2	0,4	nd

* $t - 1$ représente l'année précédant l'introduction du contrôle ; $t + 1$ et $t + 2$ les deux années postérieures. nd : données non pertinentes ; c'est le cas du taux de change réel pour la République tchèque.

Source : Données FMI citées dans Reinhart & Smith (1998).

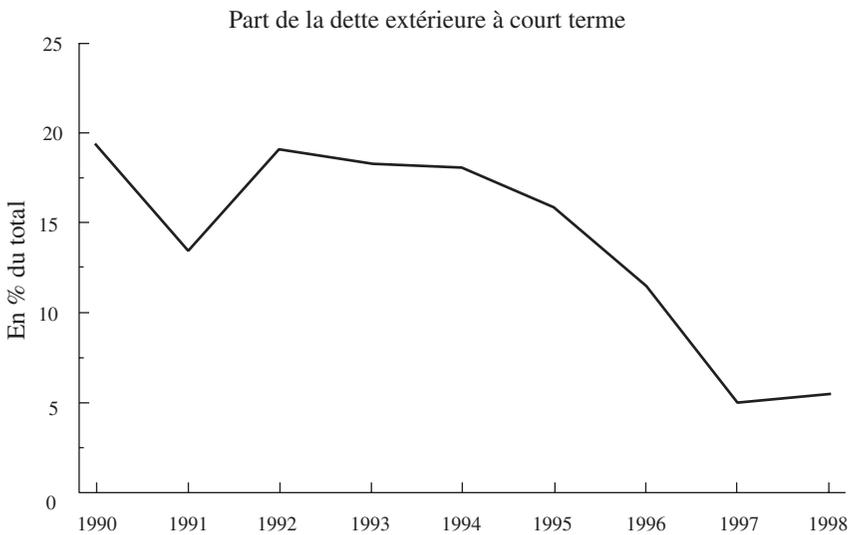
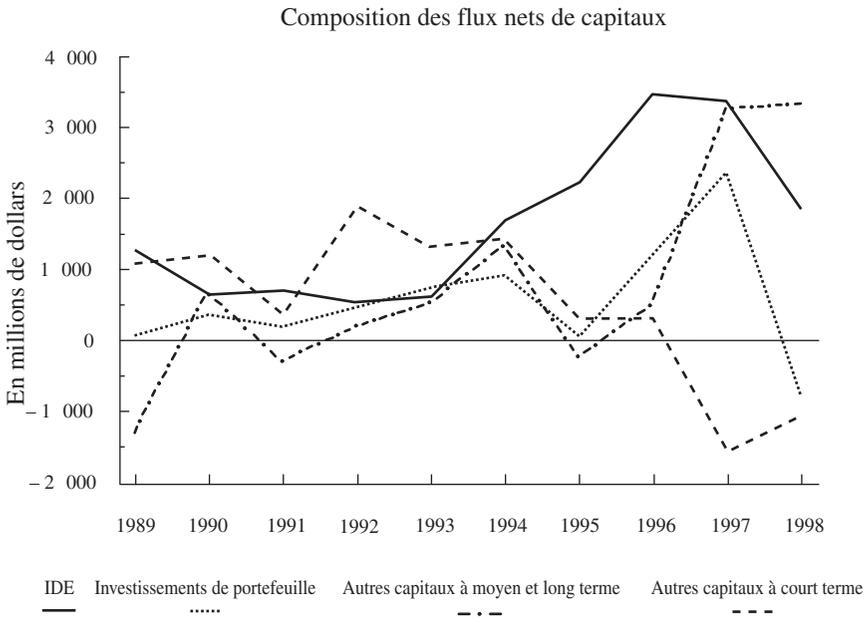
Cependant, il ne s'agit pas à proprement parler d'une rupture dans la tendance des flux de capitaux. Cela signifie que l'introduction du contrôle ne parvient à réduire le volume des entrées de capitaux que temporairement (GRAPHIQUE 3). On peut toutefois voir dans cette observation la praticabilité d'une taxe unilatérale : le contrôle chilien n'a pas provoqué de fuites de capitaux.

En outre, l'évolution de la balance des paiements des économies avec contrôle montre que le contournement de la taxe a été important : le poste « erreurs et omissions » tend à augmenter après l'introduction d'un contrôle²⁰. La Chine est le pays émergent où ce poste est le plus élevé. On peut aussi noter que l'année d'introduction du contrôle au Chili (1991) et celle de son durcissement (1995)

20. Sur l'importance du contournement concernant le Chili, voir Nadal-De Simone & Sorsa (1999) ; voir Garcia (1999) pour le Brésil.

GRAPHIQUE 3

Chili : composition des entrées de capitaux



Sources : Banque centrale du Chili et De Gregorio & alii (2000).

sont marquées par une modification significative des erreurs et omissions ; de même la Thaïlande et la Malaisie ont été particulièrement touchées par des mouvements de capitaux non enregistrés au cours de la crise asiatique (TABLEAU 3).

TABLEAU 3

Évolution du poste « Erreurs et omissions » dans les économies émergentes								
En milliards de dollars								
	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Marchés émergents	3,9	-9,2	-7,9	-7,9	-14,9	-14,4	-31,9	-63,6
Chine	-3,2	-6,8	-8,2	-9,8	-9,8	-17,8	-15,6	-19,1
Asie à 5	0,3	0,9	2,7	1,8	-4,7	-8,1	-8,5	-19,5
Thaïlande	1,4	0,4	-0,1	-0,2	0,1	-1,2	-2,6	-1,6
Malaisie	1,1	-0,1	0,1	3,4	-0,5	-1,7		-6,6
Brésil	-0,3	0,8	-1,4	-0,8	-0,4	1,5	-2,1	-0,5
Colombie	0,1	0,2	0,2	-0,1	0,3	-0,5	-0,4	
Chili	-0,1	0,3	0,3	-0,1	-0,7	-0,4	-0,9	

Sources : FMI, *International Financial Statistics* ; *International Capital Markets*.

On observe les effets désirés d'un contrôle sur la composition des entrées de capitaux : leur maturité s'accroît significativement au Chili, en Colombie et en Malaisie (GRAPHIQUE 3 pour le Chili ; TABLEAU 2). Cependant, l'évolution de la maturité de la dette extérieure au Chili montre qu'il a fallu attendre le durcissement du contrôle en 1995 pour que le poids de la dette à court terme passe en dessous des 20 %. Les données de la BRI – plus précises en raison de la prise en compte de la durée réelle des emprunts (et non de la durée contractuelle comme dans le GRAPHIQUE 3) – confirment en partie les observations précédentes. Parmi 23 marchés émergents, l'exposition à court terme du Chili à l'égard des banques de la zone déclarante a représenté, en 1997, 43,3 % de son exposition totale, soit le quatrième rang. La Colombie occupe le troisième rang avec une part de la dette à court terme de 39,4 %. Cependant, si l'on considère – en suivant en ce sens Edwards (1999) – les données relatives à la période d'avant la crise asiatique, il apparaît alors que la situation chilienne n'est pas très différente de celle de pays sans contrôle tels l'Argentine et le Mexique (avec respectivement 57,7 %, 53,4 % et 47,8 % à la mi-1996)²¹. Sous réserve de contrôler les effets de la crise asiatique sur le comportement des créditeurs et des emprunteurs, le durcissement du contrôle chilien en 1995 semble néanmoins avoir affecté la maturité réelle de la dette externe.

Dans les économies émergentes qui ont mis en place des plans de stabilisation, l'objectif de taux d'intérêt occupe une place fondamentale. En effet, l'exigence de lutte contre l'inflation implique que le taux domestique doit être supérieur aux taux étrangers. L'efficacité du contrôle peut alors être appréciée à travers sa capacité à maintenir un écart d'intérêt significatif entre les taux d'intérêt. Celui-ci,

21. Cette observation conduit à souligner les difficultés d'ordre méthodologique pour estimer les effets sur les mouvements de capitaux de l'introduction d'un contrôle sur les entrées. D'autres facteurs sont ainsi susceptibles d'exercer une influence sur ces entrées. Pour une discussion, voir Nadal-De Simone & Sorsa (1999).

outre l'anticipation du taux de dépréciation de la monnaie domestique, dépend du contrôle sur les capitaux et de la prime de risque-pays, soit (Edwards, 1998) :

$$\delta_t = r_t - r_t^* - \Delta e_t + k - R + u_t \quad (7)$$

avec δ_t l'écart d'intérêt ; r_t le taux d'intérêt domestique ; r_t^* le taux étranger ; Δe_t le taux de dépréciation anticipée de la monnaie domestique ; k le taux implicite de la taxe ; R la prime de risque-pays et u_t une variable aléatoire i.i.d.

La présence d'un contrôle exerce deux effets sur le comportement de δ_t : d'une part, un effet sur la vitesse d'ajustement entre le taux domestique et le taux étranger (ou la durée de l'écart d'intérêt) et, d'autre part, le niveau de δ_t auquel se produira la convergence. Si le contrôle est efficace, et à la prime de risque-pays près, on doit s'attendre à ce que la vitesse d'ajustement soit lente et que le niveau de la convergence des taux d'intérêt soit élevé. Ces deux effets sont le gage de l'efficacité du contrôle.

Edwards (1998) a étudié le comportement de δ_t au Chili en distinguant la période antérieure au contrôle (1986-1991) et la période postérieure (1991-1996). En utilisant un modèle VAR sans restriction sur les variables, il parvient à la conclusion selon laquelle l'écart d'intérêt ne perdure pas au cours du temps et ce, dans les deux périodes. Cependant, les réponses aux impulsions de δ_t sur ses propres innovations montrent que la vitesse d'ajustement de δ_t est moins rapide dans la période avec contrôle, même si l'effet est limité : 4 trimestres contre 2 trimestres. Compte tenu des délais de la politique monétaire, le gain en autonomie semble extrêmement mince pour les autorités chiliennes. La prise en compte des variations de R et de k ne modifie pas significativement les résultats : les autorités ne contrôlent δ_t qu'à court terme. Ainsi, le contrôle permet un gain d'autonomie de la politique monétaire, mais celui-ci ne perdure pas au cours du temps ²².

L'impact du contrôle sur le comportement du taux de change réel – autre objectif central des économies émergentes – conduit à des conclusions encore plus négatives, quant à l'efficacité des mesures de restriction sur la mobilité des capitaux (Edwards, 1998 ; Cowan & De Gregorio, 1998 ; Laurens & Cardoso, 1998 ; Reinhart & Smith, 1998 ; Gallego, Hernandez & Schmidt-Hebbel, 1999) (TABLEAU 2). Ainsi, les estimations de Edwards (1998) pour le Chili montrent que les innovations sur les flux de capitaux produisent des effets similaires quelle que soit la période (contrôle/non-contrôle). Il apparaît aussi que l'impact d'un contrôle sur le taux de change réel est très limité, c'est-à-dire de l'ordre de 4 trimestres. Enfin, la décomposition de la variance de l'erreur de prévision sur le taux de change réel confirme le rôle très limité d'un contrôle : ce dernier n'en explique que 3 %.

22. Ce résultat est confirmé par l'étude de Gallego, Hernandez & Schmidt-Hebbel (1999) qui utilise un modèle de petite économie ouverte.

POLITIQUE MACROÉCONOMIQUE, RÉGLEMENTATION PRUDENTIELLE ET CONTRÔLES : SUBSTITUABILITÉ OU COMPLÉMENTARITÉ ? Que l'on considère les contrôle sur les entrées ou les sorties de capitaux, la comparaison des expériences menées par diverses économies émergentes suggère qu'il existe un lien entre leur efficacité et les politiques macroéconomiques qui les accompagnent.

La comparaison entre le Chili et le Brésil (ENCADRÉ 3) en matière de contrôle sur les entrées de capitaux est ici riche d'enseignements. Alors qu'au Chili le contrôle s'est accompagné d'une détente monétaire décourageant encore davantage les entrées de capitaux, la politique monétaire brésilienne s'est tendue avec l'introduction du contrôle (TABLEAU 2). Ces tensions sur les taux d'intérêt ont pour origine des pressions inflationnistes, un déséquilibre budgétaire important et une dette publique extérieure élevée qui ont exercé des pressions constantes sur le real. Celles-ci ont été d'autant plus fortes que le contrôle n'a pas été en mesure de ralentir les entrées de capitaux à court terme (TABLEAU 2) compte tenu du fait que les investisseurs ont cherché à tirer profit des taux courts élevés au Brésil. La pression sur les réserves officielles est demeurée extrêmement forte (GRAPHIQUE 1).

ENCADRÉ 3

Le contrôle des capitaux au Brésil (1993-1997)

Dès juin 1993, les autorités prennent des mesures destinées à limiter les entrées de capitaux à court terme. Elles portent sur les régimes d'amortissement et d'imposition des opérations avec l'étranger ainsi que sur la modification de la régulation bancaire afin de favoriser la détention d'actifs en dollars au détriment des engagements en dollars. Le plan Real (1994) accentue le différentiel d'intérêt en faveur du Brésil dans un contexte où les autorités entendent limiter l'appréciation de la monnaie domestique, ainsi que le coût lié à la stérilisation des entrées de capitaux. Les entrées massives de capitaux menacent le nouvel équilibre monétaire. Le gouvernement accentue alors sa politique de contrôle des entrées visant à les limiter dès le mois d'octobre 1994. Les principales mesures comprennent : (i) une augmentation de 3 à 7 % de la taxe payée par les firmes brésiliennes en contrepartie de l'émission internationale d'obligations ; (ii) une taxe de 1 % sur les achats d'actions brésiliennes par des non-résidents ; (iii) un accroissement de 5 à 9 % de la taxe sur les investissements à revenu fixe effectués par des non-résidents. Ces taxes sont supportées plus particulièrement par les investisseurs étrangers détenant des actions ou des obligations à des fins spéculatives. En 1995, les autorités introduisent une taxe différenciée en fonction de la maturité des prêts. En 1996, de nouvelles mesures sont destinées à étendre davantage les flux de capitaux concernés par le contrôle.

En ce qui concerne le contrôle sur les sorties de capitaux dans une situation de crise financière, il est intéressant de comparer les effets du contrôle en Thaïlande et en Malaisie (ENCADRÉ 2).

L'expérience du contrôle thaïlandais confirme que les autorités ne peuvent pas s'appuyer sur cette stratégie pour contenir les pressions structurelles sur la monnaie domestique. En outre, le fait qu'il soit un contrôle sélectif a favorisé les tentatives de contournements par les agents privés compte tenu des anticipations de

dévaluation. Ainsi, alors que le contrôle est instauré à la mi-mai 1997, son efficacité semble considérablement affaiblie dès la fin du mois de juin en ce qui concerne l'écart entre les taux baht – dollar *offshore* et *onshore* qui disparaît, et dès la mi-juin pour l'écart d'intérêt (dès cette période le taux *onshore* dépasse le taux *offshore*). Un canal d'évasion utilisé a consisté, pour les investisseurs internationaux, à vendre leurs actions thaïlandaises pour obtenir des bahts afin de les convertir en dollars. Les autorités ont réagi à cette stratégie en obligeant les non-résidents à convertir le produit de la vente au taux *onshore* alors moins avantageux compte tenu du contrôle. Cependant, les autorités n'ont pas eu une telle marge de manœuvre sur les titres à revenu fixe étant donné les besoins structurels de financement des entreprises industrielles et financières.

A contrario, le contrôle des entrées de capitaux en Malaisie s'est inséré dans une politique économique d'ensemble visant à réduire la vulnérabilité du pays à des chocs externes (FMI, 1999). Le contrôle s'est notamment accompagné d'une réforme importante du système financier. Il convient aussi de tenir compte du fait que, contrairement à la stratégie adoptée par la Thaïlande, le contrôle malais a été peu sélectif, et par là même plus efficace. Au total, une politique macroéconomique accompagnant un contrôle peu sélectif explique en partie, qu'après l'introduction du contrôle, le taux d'intérêt a pu baisser en Malaisie et les réserves de change se sont accrues (GRAPHIQUE 4).

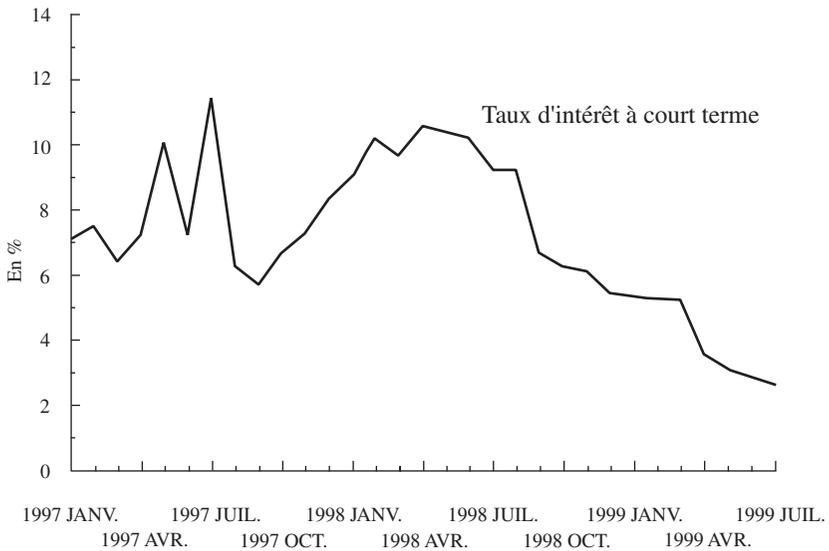
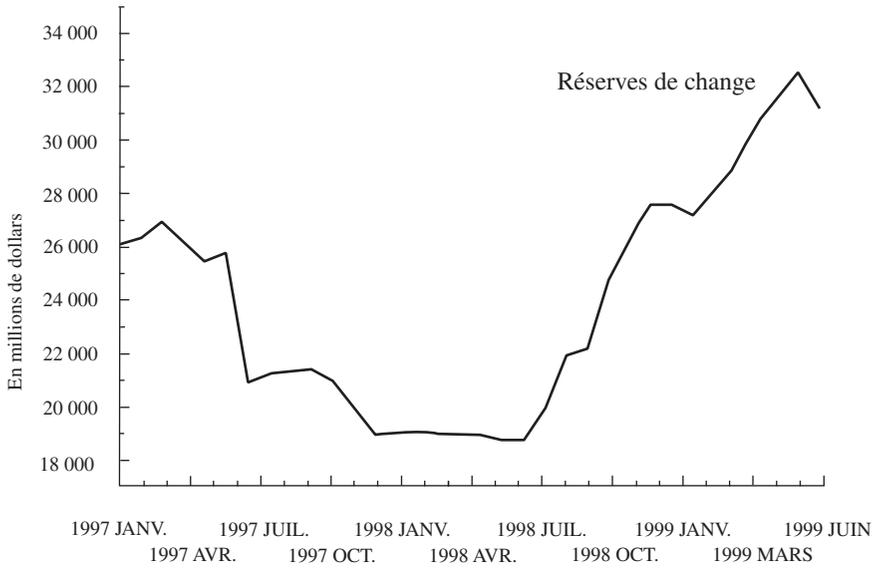
Si un contrôle semble d'autant plus efficace que la politique macroéconomique est cohérente avec lui, on peut se demander dans quelle mesure le contrôle peut se substituer à une supervision défectueuse des activités financières. Pour Eichengreen (1999), le fait que les réformes affectant les comportements bancaires – tant en matière de supervision et de transparence qu'en matière de contrôle prudentiel – mettent du temps à produire des effets, incite à concevoir les contrôles comme un élément d'une stratégie visant à « gagner du temps ». Dans cette perspective, les mesures de type chilien auraient pour avantage de réduire la vulnérabilité du système financier à des chocs externes tout en permettant aux autorités d'engager des réformes structurelles ayant des effets à long terme. L'expérience du Chili confirme en partie ce point de vue. Ainsi, le Chili n'a pas pu échapper à une crise bancaire et monétaire en 1981 en dépit d'un contrôle sur les mouvements internationaux de capitaux et ce, dans un contexte de supervision bancaire défectueuse. *A contrario*, les réformes bancaires engagées dès 1986 – jointes au contrôle mis en place en 1991 – ont joué un rôle positif dans la stabilité financière du pays depuis 1995.

En matière de contrôle prudentiel, il convient de distinguer entre les mesures qui visent à limiter l'exposition au risque des banques commerciales à la suite de la libéralisation du compte de capital et les mesures qui optent pour une approche globale visant à réduire la vulnérabilité de l'économie domestique à des chocs externes.

Les premières mesures reposent largement sur deux piliers : d'une part, la manipulation des réserves obligatoires appliquées aux banques commerciales créatrices de liquidités et, d'autre part, l'introduction de limites prudentielles

GRAPHIQUE 4

Malaisie : évolution des réserves de change et du différentiel d'intérêt



Source : FMI, *Statistiques financières internationales*, diverses années.

concernant l'ampleur des positions ouvertes en devises des banques en déterminant des plafonds en termes de pourcentage du capital et/ou des réserves des banques²³. La rationalité de ces mesures provient de la spécificité des banques au sein du système économique. Surtout, elle répond au souci des autorités de limiter l'exposition en devises des banques domestiques, compte tenu de la capacité d'action limitée du prêteur en dernier ressort domestique, en cas de crise de liquidité sur des engagements en devises.

Cependant, ce type de contrôle prudentiel se heurte à trois limites principales. En premier lieu, la sélectivité des mesures s'accompagne d'un processus de désintermédiation bancaire. Un tel mouvement s'est produit en Corée du Sud au début des années quatre-vingt-dix après le durcissement de la politique des réserves obligatoires pesant sur les banques commerciales. Les entreprises non bancaires coréennes ont accru leur part dans les dépôts domestiques et ont pris le relais des banques commerciales en matière d'ouverture de positions en devises. En deuxième lieu, les banques commerciales sont en mesure d'utiliser les marchés dérivés pour contourner l'exigence de réserves obligatoires sur les positions ouvertes, à l'image des banques mexicaines en 1995 (Garber, 1996). Enfin, le manque de transparence des opérations bancaires et de précision des données limitent la capacité des autorités à surveiller l'évolution effective des positions en devises.

De ce point de vue, les mesures prudentielles globales limitent en partie l'ampleur des difficultés précédentes. Le contrôle chilien est exemplaire sur ce point. D'une manière générale, le système prudentiel réduit la vulnérabilité de l'économie aux chocs financiers de deux manières :

- en empêchant les entreprises dotées d'une faible structure financière d'accéder aux marchés financiers internationaux, les autorités diminuant ainsi l'occurrence d'une crise liée au défaut d'un emprunteur important ;
- en imposant un *rating* minimal pour les actifs étrangers acquis par les institutions financières domestiques, les autorités empêchant le développement de comportements risqués – observés par exemple en Corée du Sud avec les placements des institutions au Brésil et en Russie en 1996 et 1997 – consistant à acquérir des actifs à haut rendement mais très instables.

Conclusion

Les contrôles sur les mouvements internationaux de capitaux ont retrouvé une légitimité certaine avec la multiplication des crises financières. Ils font désormais partie des stratégies envisagées par le FMI. L'analyse de la littérature effectuée dans cet article permet d'établir trois conclusions principales. Premièrement, les contrôles perdent de leur efficacité au cours du temps en raison de l'adaptation des agents privés. Ils supposent donc une extension permanente de la part des autorités, impliquant des coûts administratifs et des distorsions micro-

23. Deux techniques sont utilisées : soit une limitation des positions ouvertes en devises symétriques – *i.e.* s'appliquant à la somme des positions courtes et longues (à l'exemple du Chili, de la République tchèque ou de la Hongrie) – soit une limitation asymétrique, *i.e.* différenciant les positions courtes et longues (à l'exemple de l'Argentine, du Brésil, de la Corée du Sud et de la Malaisie).

conomiques. En deuxième lieu, l'efficacité – même temporaire – des contrôles est liée aux politiques économiques qui les accompagnent. Ainsi, un contrôle permet effectivement de gagner du temps dans la mesure où les autorités en profitent pour engager des réformes structurelles destinées à réduire durablement la vulnérabilité du pays aux crises. Troisièmement enfin, contrôle et réglementation prudentielle ne sont pas substituables : ils ne peuvent être au mieux que complémentaires.

Ces conclusions suggèrent que l'on ne peut pas attendre beaucoup des contrôles pour stabiliser durablement le système financier international. En ce sens, le développement de la réglementation prudentielle et des techniques de gestion des risques semble plus efficace pour obtenir la stabilité financière de l'économie mondiale.

J.-P. A.

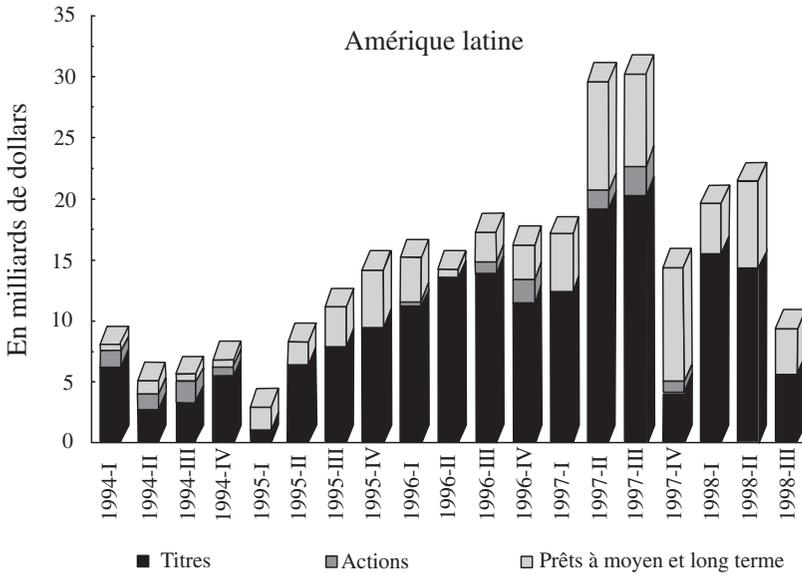
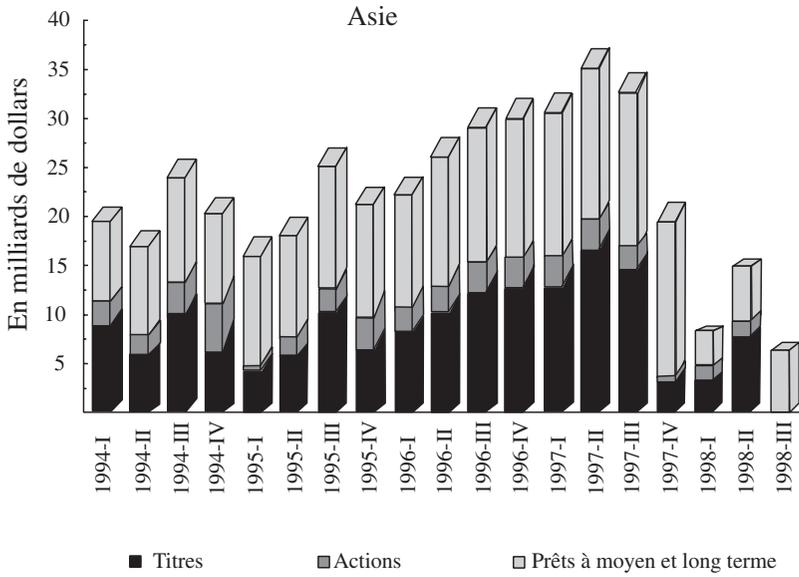
RÉFÉRENCES

- Agosin M.R. & R. Ffrench-Davis (1997), *Managing Capital Inflows in Latin America*, Office of Development Studies, Discussion Paper Series, n° 8.
- Alesina A., V. Grilli & G.M. Milesi-Ferretti (1994), « The Political Economy of Capital Controls », dans *Capital Mobility, the Impact on Consumption, Investment and Growth*, sous la direction de L. Leiderman & A. Razin, Cambridge University Press, pp. 289-313.
- Bisignano J. (1994), « The Internationalisation of Financial Markets : Measurements, Benefits and Unexpected Interdependence », *Cahiers Économiques et Monétaires*, n° 43, pp. 9-71.
- Budnevich C. & G. Le-Fort (1996), *Capital Account Regulations and Macroeconomic Policy : Two Latin American Experiences*, Banco Central de Chile, Document de travail, n° 6.
- Calvo G.A. (1991), « The Peril of Sterilization », *IMF Staff Papers*, vol. 38, n° 4, pp. 921-926.
- Calvo G.A. & E.G. Mendoza (1996), *Mexico's Balance-of-Payments Crisis : a Chronicle of Death Foretold*, Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers, n° 545, mars.
- Calvo G.A., L. Leiderman & C.M. Reinhart (1993), « Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America, The Role of External Factors », *IMF Staff Papers*, vol. 40, n° 1, pp. 108-151.
- _____ (1995), « Capital Inflows to Latin America with Reference to Asian Experience », dans *Capital Controls, Exchange Rates, and Monetary Policy in the World Economy*, sous la direction de S. Edwards, Cambridge University Press, pp. 339-382.
- Cardoso E. & I. Goldfajn (1997), *Capital Flows to Brazil : the Endogeneity of Capital Controls*, IMF Working Paper, WP/97/115, septembre.
- Council on Foreign Relations (1999), *Safeguarding Prosperity in a Global Financial System : the Future International Financial Architecture*, Institute for International Economics, Washington DC.
- Cowan K. & J. De Gregorio (1998), « Exchange Rate Policies and Capital Account Management : Chile in the 1990s », dans *Managing Capital Flows and Exchange Rates, Perspectives from the Pacific Basin*, sous la direction de R. Glick, Cambridge University Press, pp. 465-488.
- De Gregorio J., S. Edwards & R.O. Valdés (2000), *Controls on Capital Inflows : Do Theory Work ?*, mimeo.
- Dooley M.P. (1995), *A Survey of Academic Literature on Controls over International Capital Transactions*, IMF Working Paper, WP/95/127, novembre.
- Dornbusch R. (1998), « Capital Controls : an Idea Whose Time Is Gone », dans *Should the IMF Pursue Capital-Account Convertibility ?*, sous la direction de P.B. Kenen, Princeton NJ, *Essays in International Finance*, n° 207, mai, pp. 20-27.

- Edwards S. (1998), *Capital Flows, Real Exchange Rates, and Capital Controls : Some Latin American Experiences*, NBER Working Paper Series, n° 6800, novembre.
- _____ (1999), *How Effective Are Capital Controls ?*, NBER Working Paper Series, n° 7413, novembre.
- Eichengreen B. (1998), *Capital Controls : Capital Idea or Capital Folly ?*, Berkeley University.
- _____ (1999), *Toward a New International Financial Architecture, a Practical Post-Asia Agenda*, Institute for International Economics, Washington DC.
- Eichengreen B. & alii (1998), *Capital Account Liberalization, Theoretical and Practical Aspects*, IMF Occasional Paper, n° 172.
- Eichengreen B. & R. Portes (1996), « Managing the Next Mexico », dans *From Halifax to Lyons : What Has Been Done about Crisis Management ?*, sous la direction de P.B. Kenen, Princeton NJ, *Essays in International Finance*, n° 200, octobre, pp. 26-45.
- Eichengreen B. & A.K. Rose (1998), *Staying Afloat when the Wind Shifts : External Factors and Emerging-Market Banking Crises*, NBER Working Paper Series, n° 6370, janvier.
- Eichengreen B. & C. Wyplosz (1993), « The Unstable EMS », *Brookings Papers on Economic Activity*, n° 1, pp. 51-143.
- _____ (1994), « Pourquoi le SME a explosé et comment le relancer ? », *Revue Economique*, vol. 45, n° 3, pp. 673-687.
- Eichengreen B., A.K. Rose & C. Wyplosz (1995), « Exchange Market Mayhem : the Antecedents and Aftermath of Speculative Attacks », *Economic Policy*, vol. 21, octobre, pp. 251-312.
- _____ (1996), « Is there a Safe Passage to EMU ? Evidence on Capital Controls and a Proposal », dans *The Microstructure of Foreign Exchange Markets*, sous la direction de J.A. Frankel, G. Galli & A. Giovannini, The University of Chicago Press, pp. 303-328.
- Eichengreen B., J. Tobin & C. Wyplosz (1995), « Two Cases for Sans in the Wheels of International Finance », *The Economic Journal*, vol. 105, janvier, pp. 162-172, reproduit dans *Problèmes Économiques*, n° 2429, pp. 1-8.
- Fieleke N.S. (1994), « International Capital Transactions : Should they Be Restricted ? », *New England Economic Review*, Federal Reserve Bank of Boston, mars-avril, pp. 27-39.
- Flood R.P. & A.K. Rose (1993), *Fixing Exchange Rates : a Virtual Quest for Fundamentals*, CEPR Discussion Paper, n° 838, septembre.
- Fonds monétaire international (2000), *Country Experiences with the Use and Liberalization of Capital Controls*, janvier, Washington DC.
- _____ (1999), « Malaysia : Selected Issues », *IMF Staff Country Report*, n° 99/86, août.
- Frankel J.A. (1996), « How Well Do Markets Work : Might a Tobin Tax Help ? », dans *The Tobin Tax, Coping With Financial Volatility*, sous la direction de M. ul Haq, I. Paul & I. Grunberg, Oxford University Press, pp. 41-82.
- Frankel J.A. & K.A. Froot (1990), « Chartists, Fundamentalists and Trading in the Foreign Exchange Market », *American Economic Review*, vol.80, mai.
- Froot K.A. & K. Rogoff (1991), *The EMS, the EMU and the Transition to a Common Currency*, NBER Macroeconomics Annual, vol. 6, pp. 269-317.
- Gallego F., L. Hernandez & K. Schmidt-Hebbel (1999), *Capital Controls in Chile : Effective ? Efficient ?*, Central Bank of Chile, Working Papers, n° 59, décembre.
- Garcia M. (1999), *Capital Flows, Capital Controls and Currency Crisis : the Case of Brazil in the 90s*, communication au Congrès de l'Association Internationale de Sciences Économiques, Buenos-Aires, septembre.
- Garber P. (1996), « Managing Risks to Financial Markets from Volatile Capital Flows : the Role of Prudential Regulation », *International Journal of Finance and Economics*, vol. 1, pp. 183-195.

- Garber P. & M.P. Taylor (1995), « Sand in the Wheels of Foreign Exchange Markets : a Sceptical Note », *The Economic Journal*, vol. 105, janvier, pp. 173-180.
- Grilli V. & G.M. Milesi-Ferretti (1995), « Economic Effects and Structural Determinants of Capital Controls », *IMF Staff Papers*, vol. 42, n° 3, pp. 517-551.
- Gros D. (1987), « The Effectiveness of Capital Controls », *IMF Staff Papers*, vol. 34, n° 4.
- Johnston R.B. & N.T. Tamirisa (1998), *Why Do Countries Use Capital Control ?*, IMF Working Paper, WP/98/181, décembre.
- Johnston R.B. & I. Otker-Robe (1999), *A Modernized Approach to Managing the Risks in Cross-Border Capital Movements*, IMF Policy Discussion Paper, PDP/99/6, juillet.
- Kenen P.B. (1996), « The Feasibility of Taxing Foreign Exchange Transactions », dans *The Tobin Tax, Coping with Financial Volatility*, sous la direction de M. ul Haq, I. Paul & I. Grunberg, Oxford University Press, pp. 109-128.
- _____ (sous la direction de) (1998), *Should the IMF Pursue Capital-Account Convertibility ?*, Princeton NJ, Essays in International Finance, n° 207, mai.
- Krugman P.R. (1989), *Exchange-Rate Instability*, The Lionel Robbins Lectures, The MIT Press, Cambridge, Mass.
- Laban R. & F.B. Larrain (1998), *The Return of Private Capital to Chile in the 1990s : Causes, Effects, and Policy Reactions*, Harvard Institute for International Development, Development Discussion Papers, n° 627, mars.
- Laurens B. & J. Cardoso (1998), *Managing Capital Flows : Lessons from the Experience of Chile*, IMF Working Paper, WP/98/168, décembre.
- Lee J.Y. (1997), « Sterilizing Capital Inflows », *Economic Issues*, n° 7, FMI, Washington DC.
- Mathieson D.J. & L. Rojas-Suarez (1994), « Capital Controls and Capital Account Liberalisation », dans *Capital Mobility – The Impact on Consumption, Investment and Growth*, sous la direction de L. Leiderman & A. Razin, Cambridge University Press, pp. 329-347.
- McKinnon R.I. & H. Pill (1998), « The Overborrowing Syndrome : Are East Asian Economics Different ? », dans *Managing Capital Flows and Exchange Rates, Perspectives from the Pacific Basin*, sous la direction de R. Glick, Cambridge University Press, pp. 322-355.
- Nadal-De Simone F. & P. Sorsa (1999), *A Review of Capital Account Restrictions in Chile in the 1990s*, IMF Working Paper, WP/99/52, avril.
- Ozkan F.G. & A. Sutherland (1995), « Policy Measures to Avoid a Currency Crisis », *The Economic Journal*, vol. 105, mars, pp. 510-519.
- Reinhart C.M. & R.T. Smith (1998), « Too Much of a Good Thing : the Macroeconomic Effects of Taxing Capital Inflows », dans *Managing Capital Flows and Exchange Rates, Perspectives from the Pacific Basin*, sous la direction CR. Glick, Cambridge University Press, pp. 436-464.
- Rose A.K. & L.E.O. Svensson (1994), « European Exchange Rate Credibility Before the Fall », *European Economic Review*, 38, pp. 1185-1216.
- Spahn P.B. (1995), *International Financial Flows and Transactions Taxes : Survey and Options*, IMF Working Paper, WP/95/60, juin.
- Tornell A. (1990), « Real vs. Financial Investment, Can Tobin Taxes Eliminate the Irreversibility Distorsion ? », *Journal of Development Economics*, 32, pp. 419-444.
- Williamson J. (1998), « Crawling Bands or Monitoring Bands : How to Manage Exchange Rates in a World of Capital Mobility », *International Finance*, vol. 1, octobre.
- Wyplosz C. (1998), « Globalized Financial Markets and Financial Crises », communication au colloque « Coping with Financial Crises in Developing and Transition Countries : Regulatory and Supervisory Challenges in a New Era of Global Finance », Amsterdam, mars.

Flux de capitaux à destination de l'Asie et de l'Amérique latine



Source : FMI, *International Capital Markets*, diverses années.