

CONTRÔLES DES CAPITAUX : LE TEMPS DU PRAGMATISME

En février 2010, une Note du FMI a admis que les contrôles de capitaux ont leur place parmi les instruments auxquels les gouvernements peuvent recourir face à un afflux de capitaux. Ceci constitue un changement décisif sur un sujet qui reste l'un des plus controversés de l'histoire du FMI. C'est en tout cas un produit des ondes de choc de la crise mondiale et du besoin de régulation qu'elle a fait apparaître. De façon significative, un document officiel du Fonds diffusé le 5 avril 2011 présente une nouvelle typologie des instruments de "gestion des flux de capitaux" parmi lesquels les contrôles de capitaux sont signalés moins comme des barrières aux flux internationaux que comme des outils particuliers de régulation.

■ Une mauvaise réputation

L'intégration croissante d'une économie au commerce mondial constitue une incitation puissante à la libéralisation de ses opérations financières avec le reste du monde. Au cours des années 1990, différentes pressions institutionnelles ont accéléré cette ouverture dans les économies en développement : obligations pour les candidats à l'OCDE (Mexique, Corée du Sud, pays d'Europe centrale) de souscrire au code de libéralisation des mouvements de capitaux ; engagements dans le cadre d'accords bilatéraux conclus notamment avec les États-Unis ou dans le cadre de l'OMC. Le rôle du FMI a été plus ambigu. Ses statuts imposent à ses membres de ne pas restreindre les paiements et transferts relatifs aux opérations courantes, mais ils leur laissent le droit de "prendre les mesures de contrôle nécessaires pour réglementer les mouvements internationaux de capitaux"¹. Cependant, le Fonds a pris une part active à la pression idéologique qui s'exerçait alors en faveur de l'ouverture. Dans le cadre de la "surveillance multilatérale"², il a bien davantage mis l'accent sur les bénéfices d'un plus grand accès aux capitaux internationaux que sur les risques de l'ouverture financière ; dans l'exercice de la "surveillance bilatérale" (article IV), ses équipes étaient incitées à promouvoir la libéralisation³.

L'ouverture financière a été d'ampleur inégale selon les pays (l'Inde et, encore plus, la Chine poursuivent des processus très progressifs) ; elle ne s'est pas déroulée sans heurts, notamment en Amérique latine, pionnière dans la libéralisation comme dans les crises financières. Les tensions et les crises ont conduit plusieurs pays à réimposer, temporairement, des restrictions aux flux entrants ou sortants, qu'il s'agisse de limites quantitatives aux transactions ou de mesures indirectes jouant sur leur rendement (encadré 1). Au sein même du FMI, certains économistes admettaient que ces mesures temporaires pouvaient être justifiées par des considérations prudentielles. Ce point de vue, exprimé notamment dans un *Occasional Paper* de 1995⁴, n'est pas différent de celui exprimé quinze ans plus tard dans une *Note* du Fonds qui a fait date⁵. Mais à la fin des années 1990, contrairement à aujourd'hui, il n'était pas porté par la Direction du Fonds dont la priorité était de faire inscrire la libéralisation du compte de capital dans les objectifs statutaires de l'institution⁶ ; ceci lui aurait permis d'inclure l'ouverture financière dans les conditionnalités de ses programmes et lui aurait donné autorité pour juger si telle restriction imposée par un gouvernement était ou non compatible avec ses obligations d'État membre. Les répercussions de la crise financière en

1. Ce droit est cependant soumis au respect des obligations concernant les régimes de change figurant à l'article IV.

2. La surveillance multilatérale du Fonds est exercée au travers de deux publications semestrielles : *World Economic Outlook* et *Global Financial Stability Report*.

3. Independent Evaluation Office of the IMF (2005), Evaluation Report, "The IMF's Approach to Capital Account Liberalization".

4. IMF (1995), "Capital Account Convertibility – Review of Experience and Implications for IMF Policies", *Occasional Paper* n° 131, octobre 1995.

5. J. Ostry *et al.* (2010), "Capital Inflows: The Role of Controls", *IMF Staff Position Note*, 19 février 19, 2010 SPN/10/04.

6. Communiqué of the Interim Committee of the Board of Governors of the IMF, Hong Kong, 21 septembre 1997.

Encadré 1 – Contrôles de capitaux et mesures prudentielles

Les contrôles de capitaux désignent les mesures prises par un pays pour restreindre les entrées et/ou sorties de capitaux.

Parmi les contrôles de capitaux, on a l'habitude de distinguer :

◆ les contrôles directs, mesures administratives qui interdisent ou limitent les transactions, leur règlement ou le transfert de celui-ci ;

◆ les contrôles indirects, mesures de marché qui découragent les mouvements de capitaux en les rendant plus coûteux. Les plus fréquents consistent en :

- une taxation des flux ou du revenu de la détention par les résidents (non résidents) d'avoirs financiers étrangers (domestiques). La taxe peut être différenciée selon le type ou la maturité des transactions (ex. : IFO brésilien).
- un taux de réserves obligatoires non rémunérées qui diminue le rendement de l'opération d'autant plus que sa maturité est courte (ex. : encaje chilien).

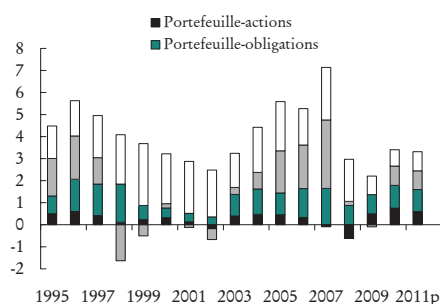
Les mesures prudentielles sont destinées à préserver la stabilité financière. Il s'agit de règles imposées aux institutions financières, notamment aux banques, pour limiter les risques qu'elles prennent. Certaines règles prudentielles qui fixent une limite à l'exposition en devises des banques peuvent conduire à limiter les flux de capitaux. À l'inverse, les contrôles de capitaux peuvent être utilisés à des fins prudentielles pour pallier les insuffisances de la réglementation ou pour réduire les risques portés par des flux non intermédiés.

Asie (1997-98) ont empêché l'adoption de cet amendement, mais l'idée que les contrôles étaient "mauvais" est restée longtemps prégnante au sein de l'institution. La montée en puissance des pays émergents et le renforcement de leur position financière, puis l'ébranlement des convictions suite à la crise mondiale conduiront à une révision profonde de ce point de vue.

■ Une panoplie d'instruments

Les perspectives de croissance et le développement financier des pays émergents constituent les facteurs structurels de leur attractivité pour les investisseurs mondiaux. Cependant, les variations conjoncturelles des flux répondent très largement à des facteurs extérieurs à ces pays : position cyclique et orientation des politiques monétaires des économies avancées, fluctuations de la liquidité globale des investisseurs. Ainsi, après avoir chuté au cœur de la crise financière

Graphique 1 – Entrées nettes de capitaux privés dans les pays émergents 1995-2011 en % du PIB



Source : IIF, Capital Flows to Emerging Market Economies, 24 janvier 2011, calculs de l'auteur.

de 2007-2008, les flux nets de capitaux privés vers les émergents ont rapidement repris : la crise mondiale a élargi les écarts de croissance entre Nord et Sud et creusé les différentiels de taux d'intérêt à court terme. Globalement, ces flux n'ont, ni en valeur ni en pourcentage du PIB, retrouvé le niveau exceptionnel de 2007 du fait du faible redémarrage des crédits bancaires et de l'investissement direct. Mais leur composition s'est modifiée au profit des investissements de portefeuille (graphiques 1 et 2). Ceci manifeste notamment le retour aux opérations de *carry trade* d'avant-crise : emprunts à taux bas dans les économies avancées pour investir dans les devises et actifs à fort rendement d'un petit nombre de pays émergents.

Les pays émergents confrontés à un afflux de capitaux ont deux objectifs. L'un, macroéconomique, est de trouver au sein du "triangle d'incompatibilité" une place qui leur permette, tout en conservant une large ouverture de leur compte de capital, de contrôler l'appréciation de leur monnaie pour préserver la compétitivité de leur secteur manufacturier et de disposer de marges de manœuvre monétaires pour lutter contre l'inflation. L'autre objectif, prudentiel, est d'éviter l'instabilité financière. Pour atteindre ces objectifs, ils peuvent combiner leurs politiques monétaires et budgétaires à différents instruments qui, tout en atténuant la pression sur le change, ont une dimension prudentielle : l'accumulation de réserves de changes constitue une sorte d'auto-assurance en cas de reflux des capitaux ; certaines règles prudentielles imposées aux banques permettent de contenir les risques liés au financement extérieur du crédit (risques particulièrement élevés si ce financement est à court terme et en devises) ; les contrôles de capitaux permettent de limiter l'instabilité provenant des flux non intermédiés⁸. Le Brésil et la Corée du Sud, fournissent des exemples de la façon dont ces instruments ont été récemment utilisés.

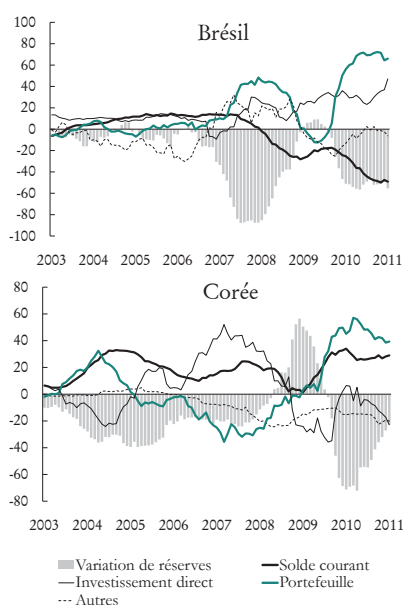
Au Brésil où les taux d'intérêt sont élevés (taux directeur à 11,75% en mars 2011), la monnaie s'est fortement réappréciée après la crise, en dépit des interventions de change (graphique 2). Le resserrement monétaire nécessaire pour ramener l'inflation vers la cible visée risquant d'attirer encore plus d'investissements à court terme, le Brésil a renforcé plusieurs règles prudentielles imposées aux banques et, dès octobre 2009, a commencé à relever sa taxe sur les investissements obligataires des non-résidents puis l'a étendu aux actions. Pour ralentir la croissance (7,3% en 2010), un resserrement budgétaire fournirait certainement un meilleur *policy mix* en redonnant des marges à la politique monétaire. Compte tenu du calendrier politique et des délais de mise en œuvre des mesures budgétaires, les contrôles de capitaux constituent un palliatif pour tenter de réduire l'incompatibilité entre les objectifs externe (taux de change) et interne (inflation) de la politique monétaire.

Pour des raisons différentes, la Corée est également devenue une destination privilégiée du *carry trade*. L'excédent courant

7. Expression d'O. Blanchard citée dans Le Monde du 21 avril 2010.

8. Plusieurs publications récentes du FMI, de la BRI et du Forum de stabilité financière analysent les conditions d'une utilisation macro-prudentielle de ces instruments. Voir R. Moreno (2011), "Policymaking from a "macroprudential" perspective in emerging market economies", BIS Working Papers n° 336, janvier ; FSB, BIS, IMF (2011), "Macroprudential policy tools and frameworks, Update to G20 Finance Ministers and Central Bank Governors", 14 février ; IMF (2011), "Macroprudential Policy: An Organizing Framework", 14 mars.

Graphique 2 – Soldes courants, flux nets de capitaux et accumulation de réserves, 2003-2010 (glissement sur 12 mois) en milliards de dollars



NB : Les chiffres négatifs de variation de réserves représentent une accumulation de réserves.
Source : Banques centrales, calculs de l'auteur.

(graphique 2) exerce une pression structurelle à l'appréciation du won tandis que les taux d'intérêt peu élevés poussent les prix d'actifs à la hausse. La Banque centrale cherche à la fois à contrôler l'appréciation par ses interventions sur le marché des changes et à éviter la formation de bulles sur les actifs. Plusieurs dispositifs prudentiels ont été relevés, introduisant une discrimination entre banques étrangères et domestiques ou à l'égard des opérations en devises. Après le G20 de Séoul, la Corée a également annoncé le relèvement d'une retenue fiscale qui fera baisser le rendement des obligations publiques pour les investisseurs non-résidents.

Sur le plan international, la question est de savoir si l'utilisation de ces différents instruments est justifiée par des considérations prudentielles ou si elle traduit une manipulation du taux de change. Un débat porte sur la question du "bon" niveau des réserves de change et sur la mise en place de filets de sécurité financière qui permettraient de réduire celles accumulées au motif d'auto-assurance⁹. L'autre débat porte sur les conséquences des contrôles de capitaux et sur le besoin de règles multilatérales dans ce domaine.

■ Un cadre de référence

Les contrôles de capitaux sont source de différentes distorsions (report des flux sur des segments non contrôlés du système financier, accès plus difficile des entreprises au financement) et sont susceptibles de repousser certains ajustements macroéconomiques nécessaires. Mais ce sont surtout leurs conséquences internationales

qui inquiètent. À la suite de la crise mondiale, c'est bien la crainte de voir se généraliser un protectionnisme financier participant de la "guerre des monnaies" qui a fait débat. Le rôle des contrôles de capitaux dans cette guerre doit cependant être relativisé :

- ◆ Les mesures de contrôle prises récemment n'ont pas empêché la libéralisation financière de se poursuivre. Selon le rapport annuel du FMI recensant les dispositifs et les restrictions de change, entre janvier 2009 et juillet 2010, sur les 164 modifications reportées par 43 pays membres, les deux tiers consistaient en une libéralisation. Le rapport considère que la plupart des restrictions ont été de nature prudentielle, certaines ne faisant que rétablir les restrictions qui existaient avant la crise mais qui avaient été supprimées durant la phase d'aversion au risque (fin 2008-mi-2009).

- ◆ Les contrôles de capitaux restent des armes peu efficaces sur le taux de change. Les expériences antérieures ont montré que les contrôles de capitaux parviennent surtout à rallonger la maturité des flux entrants et à redonner des marges de manœuvre monétaires ; dans des pays au compte financier largement ouvert, leur impact sur le taux de change est moins évident¹⁰.

- ◆ Le risque que les contrôles reportent les flux sur d'autres pays pourrait être moindre qu'on ne le pense souvent : les différents marchés offrent des possibilités de diversification des portefeuilles et de combinaisons rendement/risques qui ne sont pas forcément substituables, notamment pour des opérations de *carry trade*.

Notons enfin que les opérateurs de marché considèrent que les restrictions aux flux de capitaux mises en place jusqu'ici sont restées marginales¹¹. Il n'en reste pas moins que le FMI devait formuler un point de vue officiel sur un sujet à propos duquel il n'avait plus exprimé de doctrine depuis les débats des années 1990.

À la suite de la Décision de 1977 sur la surveillance bilatérale exercée par le FMI, "l'adoption ou la modification substantielle, aux fins de la balance des paiements, de restrictions ou de stimulants aux entrées ou sorties de capitaux" fait partie des situations susceptibles de révéler une manipulation du taux de change et, partant, de réclamer des consultations entre le FMI et l'État membre. Le Rapport d'évaluation de 2005 (cf. note 3) a souligné qu'en l'absence de lignes de conduite explicites, les avis formulés sur la situation des différents pays manquaient de cohérence. Or, une nouvelle Décision, prise en 2007, a renforcé le besoin de cohérence. Elle a, en effet, introduit la notion de *stabilité externe* comme "principe structurant de la surveillance bilatérale"¹². Jusque là, le Fonds ne pouvait demander à un pays de corriger sa politique que si celle-ci menaçait *sa propre* stabilité. La montée des déséquilibres globaux a révélé qu'il y avait là une grave défaillance à laquelle la Décision de 2007 est appelée à remédier. Pour les équipes du Fonds, cette prise en compte de la stabilité externe rend encore plus nécessaire de pouvoir disposer d'un cadre de référence "cohérent et équitable".

9. Voir A. Bénassy-Quéré, J. Pisani-Ferry & Y. Yongding (2011), "Comment réformer le système monétaire international ?", *La Lettre du CEPII*, n° 309, 28 mars 2011.
10. N. Magud & C. M. Reinhart & K. S. Rogoff (2011), "Capital Controls: Myth and Reality – A Portfolio Balance Approach", *NBER Working paper* 16805, février.
11. IMF (2011), "Recent Experiences in Managing Capital Inflows–Cross-Cutting Themes and Possible Policy Framework", p. 5, 14 février.
12. FMI, Note d'information au public n° 07/69.

L'élaboration de ce cadre a commencé avec la *Staff Position Note* d'Ostry *et al.* de février 2010 (cf. note 5). Plusieurs autres documents ont suivi ; le 5 avril 2011, le FMI a fait paraître une *Staff Discussion Note*, ainsi qu'un document soumis au Conseil d'administration qui officialise le cadre proposé¹³. La première *Note* précise les circonstances macroéconomiques et financières dans lesquelles un pays peut recourir aux contrôles de capitaux : si le taux de change n'est pas sous-évalué, si les réserves de change sont à un niveau adéquat et le niveau d'activité proche de son potentiel, et si les dispositifs prudentiels ne suffisent pas à gérer les risques financiers, les contrôles de capitaux peuvent être utilisés, en dernière ligne de défense, pour répondre à un afflux temporaire de capitaux.

La place des contrôles de capitaux dans la boîte à outils des gouvernements était ainsi reconnue. Mais, dans les pays émergents, différentes voix ont déploré que leur utilisation en dernier recours continue de les stigmatiser¹⁴. Le document-cadre diffusé le 5 avril apporte une réponse à cette préoccupation en présentant une nouvelle typologie qui supprime le clivage traditionnel entre mesures prudentielles et contrôles de capitaux. Une distinction est faite entre :

- ◆ les CFMs (*Capital flows management measures*), mesures qui visent les flux de capitaux ; elles sont susceptibles de reporter les tensions sur les autres pays, et donc d'entrer dans le champ de la surveillance bilatérale (schéma 1).

4 ◆ les autres mesures, les non-CFMs, qui ont d'autres objectifs structurels ou prudentiels.

Parmi les CFMs, conformément au mandat du Fonds, la préférence est donnée à celles qui ne discriminent pas les opérations des non-résidents ; mais le document souligne qu'il n'existe pas de hiérarchie en termes de bien-être entre les différentes mesures et qu'une démarche pragmatique doit prévaloir.

Ce document apporte aussi un éclairage intéressant sur la situation actuelle. Le cadre-type est appliqué aux pays émergents au compte financier largement ouvert. Le résultat, fourni globalement, est significatif : 7 ou 9 pays (selon la méthode utilisée) seraient

Schéma 1 – Nouvelle typologie des instruments de gestion des flux de capitaux

Nomenclature traditionnelle	Nouvelle nomenclature	Exemples
Contrôles de capitaux discriminant résidents/non résidents	CFMs basés sur la résidence	Taxe sur les investissements de portefeuille des non-résidents
Mesures prudentielles	CFMs <i>visent les flux</i>	discrimin. selon devises
	Autres CFMs	autres
discrimin. selon devises		Limites sur emprunts en devises
non discrimin. selon devises	non CFMs <i>ne visent pas les flux</i>	Retenue fiscale sur les obligations du secteur public
		Ratio Prêt/Valeur

Note : CFMs : *Capital Flows Management Measures*.

Source : IMF (2011), "Recent Experiences in Managing Capital Inflows—Cross-Cutting Themes and Possible Policy Framework", 14 février, présentation de l'auteur.

actuellement susceptibles d'appliquer des CFMs. C'est à peu près le nombre de ceux qui ont resserré leurs dispositifs prudentiels ou mis en place des contrôles de capitaux depuis la crise mondiale. L'exercice apporte ainsi une sorte de justification *ex post* aux mesures prises. Plusieurs pays émergents, à commencer par le Brésil, ont pourtant continué d'exprimer de sérieuses réticences. Ils craignent en effet que le cadre de référence avancé par le FMI ne soit transformé, à la faveur des réformes du système monétaire international entreprises par le G20, en un code de conduite sur les contrôles de capitaux qui s'imposerait aux pays émergents sans que ne soient parallèlement traitées les externalités plus importantes des politiques conduites par les économies de taille systémique – qu'il s'agisse des politiques monétaires des économies avancées ou de la politique de change chinoise¹⁵. Certains économistes ont suggéré que la détente quantitative pratiquée par les États-Unis devrait être accompagnée d'une taxation des sorties de capitaux spéculatifs¹⁶ et le ministre des Finances d'Afrique du Sud a été l'un des premiers à souhaiter une formule multilatérale pour agir à la fois à la source et à la destination des flux.

Le pragmatisme dorénavant de mise au FMI a certainement de quoi satisfaire les pays émergents. Mais dans le marchandage en cours au sein du G20 autour des réformes du système monétaire international, ces pays ne sont certainement pas prêts à être les premiers à se plier, sans contrepartie, à de nouvelles règles du jeu multilatérales.

Agnès Chevallier
agnes.chevallier@cepii.fr

13. J. Ostry *et al.* (2011), "Managing Capital Inflows: What Tools to Use?", *IMF Staff Discussion Note*, 2011 SDN/11/06, 5 avril ; IMF (2011), "Recent Experiences in Managing Capital Inflows—Cross-Cutting Themes and Possible Policy Framework", 14 février.

14. Voir notamment les interventions de R. Mohan et de J. A. Ocampo lors de la Conférence organisée par le FMI, "Macro and Growth Policies in the Wake of the Crisis", Session IV: Capital Account Management, Washington, 7-8 mars 2011.

15. Dans le prolongement de la Décision de 2007 et avec l'appui du G20, le FMI va produire des rapports sur les externalités des politiques des grandes économies : Chine, États-Unis, Japon, Royaume-Uni et Zone euro.

16. S. Griffith-Jones & K.P. Gallagher (2011), "Curling Hot Capital Flows to Protect the Real Economy", *Economic & Political Weekly*, 15 janvier.

LA LETTRE DU CEPII

© CEPII, PARIS, 2011
RÉDACTION
Centre d'études prospectives
et d'informations internationales
113, rue de Grenelle
75700 Paris SP 07
Tél. : 33 (0)1 53 68 55 14
Fax : 33 (0)1 53 68 55 03

DIRECTEUR DE LA
PUBLICATION :
Agnès Bénassy-Quéré

RÉDACTION EN CHEF :
Gunther Capelle-Blancard

RÉALISATION :
Laure Boivin

DIFFUSION :
DILA
Direction de l'information
légitime et administrative

ABONNEMENT (11 numéros)
France 60 € TTC
Europe 62 € TTC
DOM-TOM (HT, avion éco.)
60,80 € HT
Autres pays (HT, avion éco.)
61,90 € HT
Suppl. avion rapide 0,90 €

Adresser votre commande à :
**Direction de l'information légale et
administrative (DILA)**
23, rue d'Estrées - 75345 Paris cedex 07
commande@ladocumentationfrancaise.fr
tél. : 01 40 15 70 01

Le CEPII est sur le WEB
son adresse : www.cepii.fr
ISSN 0243-1947
CCP n° 1462 AD

26 avril 2011
Imprimé en France par le
Centre d'Analyse Stratégique

Cette lettre est publiée sous la responsabilité
de la direction du CEPII. Les opinions qui y
sont exprimées sont celles des auteurs.