

Contrôle des flux de capitaux

Faut-il garder l'esprit ouvert à cet égard?

Kenneth S. Rogoff

ARRIVÉ récemment au FMI, je ne peux savoir de première main qui a dit quoi, et quand, avant la crise de la dette en Asie des années 90. Le FMI a-t-il été aussi coupable qu'on le prétend parfois d'avoir imposé aux pays de la région une libéralisation accélérée des mouvements de capitaux? Un large sondage auprès de «d'anciens» produit des résultats mitigés. Globalement, il me semble que, si certains adversaires de la mondialisation exagèrent grossièrement l'accusation, celle-ci est quand même crédible dans une certaine mesure. En tout cas, dans quelques-unes de ses missions routinières de surveillance du début au milieu des années 90 et dans certains de ses conseils d'assistance technique, le FMI n'a pas averti assez énergiquement les pays dont le système financier était fragile et le cadre macroéconomique inadéquat qu'ils s'ouvriraient trop rapidement aux emprunts à l'étranger à court terme.

Aujourd'hui, chacun convient qu'une stratégie plus éclectique est nécessaire pour la libéralisation des mouvements de capitaux. Mais laquelle? Comment les pays en développement peuvent-ils s'abreuver à la source des marchés de capitaux internationaux sans s'y noyer?

Tout d'abord, il faut bien admettre que c'est une question difficile, et reconnaître humblement ce que nous savons et ne savons pas. Cela ne signifie pas qu'il faut jeter aux oubliettes le premier théorème économique — qui épouse les vertus des marchés compétitifs — et être d'accord avec les adversaires de la mondialisation pour qui toute réglementation des mouvements de capitaux est une bonne chose. Après tout, la réglementation des mouvements de capitaux alimente souvent la corruption et produit toujours des distorsions. L'ingéniosité humaine assure généralement que l'efficacité de la réglementation s'érode au fil du temps, car elle est évitée ou contournée. Et pour soutenir indéfiniment l'efficacité de la réglementation, les autorités doivent non seulement être prêtes à intervenir beaucoup dans le système commercial et financier — avec des effets secondaires fort néfastes —, mais doivent aussi être assez disciplinées (ce qui est rarement le cas) pour limiter les entrées excessives de capitaux en phase d'expansion.

Ne pas décourager l'IDE, ni les participations

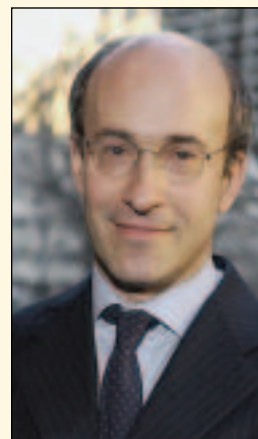
Quels types de flux de capitaux envisage-t-on de contrôler? Certainement pas l'investissement direct étranger (IDE), qui est de loin le financement extérieur le plus stable et va souvent de pair avec des transferts de compétences de gestion et de technologies. Et, espérons-le, pas non plus les participations étrangères, qui offrent de gros avantages pour ce qui est du partage des risques. Certes, de brusques changements d'opinion des investisseurs étrangers peuvent poser un problème pour les pays qui appliquent un taux de change fixe, mais c'est plus un problème de taux fixe qu'un problème de participations étrangères.

Le vrai débat concerne les instruments de la dette — les flux à court terme et certains types de flux à long terme (par exemple les dettes payables en devises ou indexées sur les taux d'intérêt intérieurs à court terme). La dette ne favorise pas le partage des risques comme l'IDE et les participations et rend les pays vulnérables aux volte-face des marchés et à des problèmes d'insolvabilité. Cela étant, disons clairement qu'il est absurde de penser que tous les flux de capitaux à court terme sont néfastes : cette perception erronée est en fait l'une des nombreuses faiblesses de la taxe Tobin, qui mettrait dans le même — mauvais — panier tous les flux de capitaux à court terme. Les crédits commerciaux, force vitale du commerce international, sont des flux de capitaux à court terme. Les flux spéculatifs jouent normalement un rôle essentiel dans la stabilisation des marchés de changes et de capitaux. Et les instruments à court terme permettent aux investisseurs de se couvrir, créant ainsi un climat favorable à l'IDE.

Flux de dette excessifs

Tout ce qui précède conduit à penser qu'il faut commencer par adopter des mesures très ciblées et temporaires afin de freiner les entrées ou sorties massives temporaires de dettes.

Cependant, pour établir des mesures suffisamment nuancées, nous devons mieux comprendre si les avantages des flux de capitaux l'emportent sur leurs coûts, et si oui, quand. En ce qui concerne les échanges de biens et



Kenneth S. Rogoff est Conseiller économique et Directeur du Département des études du FMI.

services, la plupart des économistes conviennent que les avantages d'une libre circulation l'emportent de loin sur les coûts. Pourquoi n'est-ce pas la même chose pour les autres flux de capitaux? C'est là que les résultats des recherches des huit ou dix dernières années pourraient bien vous surprendre. Les spécialistes conviennent quasiment que, d'un point de vue *qualitatif*, l'intégration des marchés de capitaux internationaux est une bonne chose. Le hic, c'est qu'il est très difficile de démontrer que les avantages sont importants d'un point de vue *quantitatif*.

Dans un récent document du FMI, Pierre-Olivier Gourinchas et Olivier Jeanne notent que la théorie moderne de la croissance explique la majeure partie des différences internationales de production par habitant non pas par les différences des ratios capital/travail, mais bien par les différences de productivité totale des facteurs. En d'autres termes, si certains pays sont plus riches, c'est essentiellement parce qu'ils produisent plus à partir de la même quantité de capital et de travail. Ce qui conduit à penser que le niveau de prospérité d'un pays par rapport à un autre tient dans une large mesure à des facteurs plus «diffus» tels que les institutions, la corruption et la gestion publique. Il se peut que l'ouverture aux capitaux étrangers aide à égaliser les ratios capital/travail des pays sans réduire les écarts considérables de productivité. Donc, les gains traditionnels de l'intégration des marchés de capitaux sont peut-être inférieurs à ce que l'on pensait précédemment.

En ce qui concerne les avantages *indirects*, il est évident que les flux de capitaux (en particulier d'IDE) facilitent le transfert des technologies, stimulent la concurrence et le développement financier et poussent à améliorer la gestion publique. Mais il est difficile de mesurer ces avantages et aussi de prouver que les flux de capitaux constituent le seul moyen d'y arriver.

En principe, l'intégration des marchés de capitaux internationaux aide aussi les pays à diversifier les risques. Cependant, selon une série de documents rédigés par Obstfeld et d'autres économistes (y compris moi-même), les avantages du partage des risques en termes de prospérité ne sont pas non plus aussi marqués qu'on pourrait l'imaginer. Une raison est que aussi longtemps que les pays peuvent échanger des biens, les effets sur les prix relatifs entraînent, en partie, le partage des risques qui, sinon, se produirait par l'intermédiaire des marchés de valeurs mobilières. Une autre raison est que la consommation n'est pas aussi volatile dans la plupart des pays industrialisés, et donc que les avantages d'une volatilité réduite doivent être limités. Les estimations des avantages potentiels du partage des risques résultant de l'intégration financière sont généralement bien plus élevées pour les pays en développement, puisque ceux-ci sont souvent beaucoup moins diversifiés sur le plan intérieur et beaucoup plus dépendants de produits de base dont les cours sont instables. Cependant, cette évaluation ne tient pas compte des crises périodiques de la dette.

Mais devons-nous aller jusqu'à considérer que les avantages des flux de capitaux ne valent pas le risque à prendre? Il y eut une époque où les économistes doutaient de la même manière des avantages du libre-échange — et ces doutes initiaux ont aujourd'hui été balayés dans une large mesure. En outre, d'un point de vue historique, l'intégration commerciale et l'intégration financière évoluent généralement en parallèle, probablement surtout parce que l'intégration commerciale exige l'intégration des marchés de capitaux.

Garder l'esprit et l'oeil ouverts

Je ne voudrais pas que nos lecteurs pensent que le nouveau Conseiller économique du FMI estime qu'on n'a pas fait mieux que la réglementation des mouvements de capitaux depuis l'invention du fil à couper le beurre. En peu de temps ici, au FMI, j'ai vu bien plus de réglementations des capitaux et des changes aux effets destructeurs que de réglementations aux effets favorables. Même lorsqu'un contrôle limité se justifie d'un point de vue économique, son application est beaucoup trop souvent dominée par des facteurs politiques, et les résultats ne sont pas beaux à voir. Quelques puissants acteurs politiques en bénéficient, mais les autres citoyens paient le prix fort. Et aucun pays ayant sensiblement libéralisé les mouvements de capitaux n'a eu envie de faire marche arrière dans une perspective à long terme — même pas les pays touchés par une crise. Les pays qui ont libéralisé les mouvements de capitaux semblent penser que quels que soient les problèmes rencontrés, les avantages l'emporteront à terme sur les coûts.

Il reste beaucoup de choses à étudier en ce qui concerne la libéralisation des mouvements de capitaux et son échelonnement avec d'autres politiques pour trouver le moment où les avantages d'une intégration plus poussée des marchés de capitaux cessent de l'emporter sur les coûts. Dans une récente édition des *Perspectives de l'économie mondiale* du FMI, une étude analytique souligne qu'il importe d'assurer que la libéralisation des marchés financiers ne précède pas trop nettement la libéralisation commerciale. Une autre indique qu'il est peut-être moins important, dans une certaine mesure, d'échelonner parfaitement le processus que d'assurer que la politique macroéconomique et réglementaire est solide avant d'engager ce processus.

Entre-temps, il semble opportun de garder un esprit ouvert pour ce qui est de la réglementation des mouvements de capitaux et de la dette — surtout lorsqu'il s'agit d'envisager comment mieux protéger le système financier international contre les crises au XXI^e siècle.

Quelle que soit la conclusion des historiens en ce qui concerne l'évolution de la doctrine du FMI, l'idée selon laquelle des flux de dettes excessifs peuvent poser des problèmes aux pays en développement n'est certainement pas nouvelle pour moi. Dans un article coécrit avec Jeremy Bulow et paru en 1990 dans le *Journal of Economic Perspectives*, nous présentions un projet de restructuration du système financier international qui mettait l'accent sur ce que les pays industrialisés pourraient faire pour mettre sur un pied d'égalité les flux d'IDE, de valeurs mobilières et de dettes. C'est apparemment toujours par là qu'il faudrait commencer aujourd'hui. **F&D**

Bibliographie :

Jeremy Bulow and Kenneth Rogoff, 1990, "Cleaning Up Third-World Debt Without Getting Taken to the Cleaners," *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 4 (Winter), p. 31–42.

Pierre-Olivier Gourinchas and Olivier Jeanne, 2002, "On the Benefits of Capital Market Integration for Emerging Market Economies" (unpublished; Washington: International Monetary Fund).

Robert E. Hall and Charles I. Jones, 1999, "Why Do Some Countries Produce So Much More Output Per Worker Than Others?" *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 114 (February), p. 83–116.

Kenneth Rogoff, 1999, "International Institutions for Reducing Global Financial Instability," *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 13 (Fall), p. 21–42.