

GARE

aux amalgames

Atish Rex Ghosh et Mahvash Saeed Qureshi

«Il ne me reste que huit secondes pour vous parler des contrôles des capitaux. Mais cela suffira. Je n'ai pas besoin de plus pour vous dire qu'ils sont inopérants, que je ne m'en servais pas, que je ne le recommanderais pas...»

*Agustín Carstens, Gouverneur de la Banque centrale du Mexique
(Conférence Repenser la politique macroéconomique III,
Washington D.C., 15 avril 2015)*

Le débat sur le recours aux contrôles de capitaux pour atténuer les risques liés aux entrées de capitaux fébriles est faussé par les préjugés

LES CONTRÔLES de capitaux ont mauvaise presse. Alors qu'un nombre croissant d'observateurs reconnaissent son utilité comme outil de gestion des risques liés aux entrées de capitaux (FMI, 2012), la citation ci-dessus démontre amplement qu'ils suscitent encore beaucoup de suspicion et de réticences.

L'une des critiques les plus fréquentes est qu'on peut les contourner. Mais c'est un argument que l'on n'applique jamais à d'autres politiques, en faisant valoir, par exemple, que les impôts devraient être supprimés, car l'on peut frauder le fisc. De même, alors que les mesures prudentielles sont très en vogue depuis la crise financière mondiale, il n'y a pas plus de preuves de leur efficacité qu'il n'y en a pour les contrôles des capitaux. En outre, même quand un pays réglemente effectivement les entrées de capitaux, il utilise en général des euphémismes comme «mesures prudentielles», ce qui est révélateur.

Les réticences à l'égard des contrôles sur les sorties de capitaux sont compréhensibles : les résidents peuvent vouloir investir ou placer leur argent à l'étranger, et les non-résidents, rapatrier leurs fonds quand ils liquident leurs investissements. Ce qui est plus étonnant, c'est l'opposition quasiment viscérale à l'idée que les pays émergents pourraient contrôler les entrées de capitaux. D'autant que, pendant la deuxième moitié du XXe siècle, c'est exactement ce qu'avaient fait les pays avancés pour gérer les flux spéculatifs («capitaux fébriles») au moment de leur propre libéralisation financière.

Alors pourquoi le contrôle des entrées de capitaux a-t-il si mauvaise réputation?

Commençons par le début

Les contrôles de capitaux ne sont pas nouveaux : il est prouvé que leur utilisation remonte à des temps très anciens. Même à la fin du XIX^e siècle, réputée être l'âge d'or de la mondialisation financière, les principaux exportateurs de capitaux de l'époque (Allemagne, France et Grande-Bretagne) imposaient parfois des restrictions aux crédits étrangers, certes pour des raisons plus souvent politiques qu'économiques. Les cycles d'expansion-récession des flux de capitaux transfrontaliers étaient déjà évidents, mais les importations de capitaux faisaient l'objet de très peu de restrictions, sauf pour des motifs essentiellement stratégiques ou par crainte d'une «domination étrangère». Il s'agissait en majeure partie de capitaux à long terme, finançant des investissements productifs dans des infrastructures ou des entreprises d'utilité publique dans les pays émergents de l'époque.

Les flux de capitaux, surtout en provenance d'Europe, se tarissent brusquement pendant la Première Guerre mondiale, et la fin des hostilités met en lumière de profondes différences entre les pays : d'un côté, l'Union soviétique et son modèle d'État socialiste autoritaire imposent une stricte réglementation des mouvements de capitaux dès 1919 et, à l'autre extrême, les banquiers privés et centraux des principales économies du moment cherchent à rétablir l'ancien ordre monétaire international libéral, si rentable pour les grandes banques.

Les bouleversements provoqués par la guerre et le financement par le déficit des indemnités et de la reconstruction diffèrent la levée des

restrictions en Europe, mais le Plan Dawes de 1924, qui prévoit d'octroyer des prêts à l'Allemagne pour l'aider à payer les réparations, marque le début d'une vague massive de prêts internationaux accordés par les banques des États-Unis (1 milliard de dollars par an entre 1924 et 1929). La moitié de ces financements sont acheminés en Europe, notamment par l'intermédiaire de banques britanniques, déclenchant un gigantesque boom économique et financier.

Mais cette résurrection de l'ordre international libéral fait long feu. La bourse de New York est prise d'un accès de fièvre spéculative qui attire les capitaux aux États-Unis, provoquant un tarissement des flux en Europe. En juillet 1931, dans l'incapacité de refinancer ses obligations arrivant à échéance, l'Allemagne déclare un moratoire sur les paiements à l'étranger et impose des restrictions de change qui déclenchent une ruée sur la livre sterling, contraignant la Grande-Bretagne à abandonner l'étalon-or; de nombreux autres pays lui emboîtent le pas.

La décennie suivante est marquée par une fuite des capitaux quasiment vertigineuse, des dévaluations, des restrictions de change et des contrôles des capitaux (essentiellement des sorties), du protectionnisme et une implosion du commerce mondial qui contribuera à la Grande Dépression mondiale de 1929. Fait notable, cependant, ce sont surtout les régimes autocratiques et autoritaires européens comme l'Allemagne, l'Autriche, la Bulgarie, la Hongrie, le Portugal et la Roumanie qui imposent des restrictions de change et un contrôle des capitaux, les démocraties leur préférant les droits de douane. En Allemagne, les restrictions décidées en juillet 1931 sont étendues et élargies par les nazis, les violations devenant passibles de la peine capitale; le contrôle des changes est dès lors étroitement associé aux excès de ce régime.

En 1935, alors que l'économie américaine commence à émerger de la Grande Dépression et que des événements politiques préoccupants secouent l'Europe, les capitaux se mettent à affluer en masse vers les États-Unis et entraînent un boom spéculatif et un gonflement des réserves excédentaires des banques américaines, menaçant de déclencher une spirale inflationniste. Ce contexte pousse le Président de la Réserve fédérale, Marriner Eccles, à déclarer qu'il est clairement nécessaire de prendre des mesures pour dissuader l'entrée des capitaux étrangers sur les marchés américains.

Mais les États-Unis *n'imposent pas* de contrôles sur les flux entrants. Se fondant sur l'expérience des pays européens qui tentent d'empêcher les sorties, les autorités américaines estiment que, pour être efficaces, les restrictions doivent être généralisées et couvrir aussi bien les opérations du compte de capital que du compte courant (donc liées au commerce). Un facteur peut-être plus important joue aussi : les restrictions relatives aux sorties de capitaux émanent de régimes non démocratiques et dictatoriaux, ce qui suscite une défiance et une aversion générales pour ce type de mesures. Un état d'esprit que Henry Morgenthau, Jr., le Secrétaire au Trésor américain de l'époque, résume en ces termes : «Franchement, je désapprouve le contrôle des changes.»

Bretton Woods et après

De l'expérience de l'entre-deux-guerres, les principaux artisans de Bretton Woods, John Maynard Keynes et Harry Dexter White, tirent la leçon suivante : la libre

circulation des capitaux est fondamentalement incompatible avec la gestion macroéconomique que les autorités sont de plus en plus censées adopter et avec un régime commercial international libéral. (Les sorties de capitaux obligent les États à imposer des restrictions aux importations pour préserver la balance des paiements et les réserves d'or. S'agissant des entrées, les flux de capitaux fébriles peuvent engendrer des excès spéculatifs, nécessitant à leur tour un resserrement monétaire potentiellement préjudiciable à l'économie réelle.) À tout prendre, Keynes et White préfèrent le libre-échange à la libre circulation des capitaux — en particulier des capitaux à court terme et spéculatifs et la fuite des capitaux. C'est pourquoi la charte fondatrice du FMI (ses Statuts) met l'accent sur la convertibilité du compte courant plutôt que du compte de capital et sur la reconnaissance explicite qu'un pays peut devoir imposer un contrôle des capitaux.

Malgré l'opposition de puissants intérêts bancaires new-yorkais, qui réussissent à édulcorer certaines dispositions clés des Statuts concernant la réglementation des flux de capitaux (Helleiner, 1994), l'ère de Bretton Woods s'illustre par un très large recours à ces contrôles (voir graphique). Comme pendant l'entre-deux-guerres, ils portent principalement sur les sorties plutôt que les entrées, mais, contrairement à cette période, il ne s'agit généralement pas de restrictions de change, mais bien de contrôle des opérations en capital.

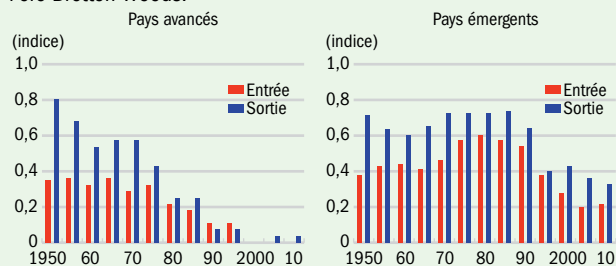
Même si les pays avancés sont globalement plus restrictifs que les pays émergents au début de l'ère de Bretton Woods, dans les années 60, ils procèdent à la libéralisation, car, du fait de l'intégration commerciale croissante, il est difficile de limiter les opérations en capital sans affecter simultanément les transactions courantes. La tendance s'interrompt ponctuellement, quand des pays comme la France et la Grande-Bretagne doivent composer avec des tensions ou des crises liées à leur balance des paiements. Même les États-Unis imposent des restrictions aux sorties de capitaux en 1963 et en élargissent la portée dans la décennie suivante pour enrayer la détérioration de la balance des paiements.

De l'autre côté, les pays recevant des flux importants poussés par la spéculation



Un contrôle strict

Le recours au contrôle des capitaux était courant durant l'ère Bretton Woods.



Source : estimations des auteurs à partir de diverses éditions du *Rapport annuel sur les régimes et les restrictions de change* du FMI.

Note : Les pays avancés comprennent les pays du G-7 (Allemagne, Canada, États-Unis, France, Italie, Japon, Royaume-Uni). Les pays émergents comprennent les principaux pays émergents qui étaient membres du FMI en 1950 (Afrique du Sud, Argentine, Brésil, Chili, Colombie, Corée, Égypte, Équateur, Inde, Indonésie, Malaisie, Mexique, Pakistan, Pérou, Philippines, Thaïlande, Tunisie, Turquie, Uruguay, Venezuela). L'indice correspond à la moyenne pour les différents groupes de pays (pour chacun, 0 = absence de restrictions et 1 = régime très restrictif, selon l'appréciation des auteurs).

sur les risques de dévaluation du dollar restreignent les entrées de capitaux à court terme. L'Australie, par exemple, interdit les emprunts à court terme et fixe des montants de dépôt obligatoires pour les autres emprunts; le Japon durcit les contrôles sur les entrées d'investissements de portefeuille et impose des coefficients de réserves obligatoires particuliers pour les dépôts de non-résidents; l'Allemagne instaure une obligation de dépôts en espèces pour les prêts étrangers et suspend la rémunération des dépôts de non-résidents; les banques suisses, enfin, acceptent de ne pas verser d'intérêts sur les dépôts étrangers ni placer de capitaux étrangers dans des valeurs mobilières ou immobilières nationales.

En 1974, le taux de change du dollar est flottant, et les États-Unis cessent d'encadrer les sorties de capitaux. Jugeant que le pays saura toujours attirer les investisseurs et que les flux de capitaux contraindront les pays excédentaires à s'ajuster en appréciant leurs monnaies, les autorités américaines adhèrent sans réserve à un régime international libéral pour les flux de capitaux privés. Revenant radicalement sur les conceptions exprimées par Keynes et White à Bretton Woods, ils cherchent également à obtenir un traitement identique pour le commerce des actifs financiers et celui des biens et des services et à faire figurer la formule «le but essentiel du système monétaire international est de fournir un cadre qui facilite les échanges de biens, de services et de capitaux» dans les Statuts du FMI qui sont modifiés en 1978 pour légitimer les taux de change flottants.

L'ouverture financière des économies anglo-saxonnes reçoit un coup d'accélérateur supplémentaire au début des années 80, avec la doctrine libérale du Président américain Ronald Reagan et du Premier Ministre britannique, Margaret Thatcher. En Europe continentale, un tournant décisif est pris en 1983 avec les politiques anti-inflationnistes du Président français François Mitterrand et quand il apparaît que les contrôles sur les sorties de capitaux pénalisent de façon disproportionnée les investisseurs de la classe moyenne, moins aptes que les plus riches à s'y soustraire (Abdelal, 2006). En France, la plupart des contrôles sur les sorties sont donc levés entre 1984 et 1986, et la libéralisation complète des opérations en capital s'achève en 1990.

Ce changement de cap a eu des répercussions importantes hors de France, car trois représentants du pouvoir socialiste accèdent

à des postes clés d'institutions internationales et y défendent la libéralisation du compte de capital : Henri Chavranski, à l'Organisation de coopération et de développement économiques, élargit le Code de libéralisation à tous les mouvements de capitaux transfrontaliers, y compris aux flux de capitaux à court terme, qui n'étaient pas concernés initialement; Jacques Delors, à la Commission européenne, plaide en faveur de la directive abolissant les restrictions sur les mouvements de capitaux; et Michel Camdessus, au FMI, s'efforce de faire modifier les Statuts pour que le compte de capital entre dans le champ de compétences du FMI et que ce dernier puisse le libéraliser.

Émergence d'un consensus

Quand les pays avancés engagent la libéralisation, dans les années 60 et 70, les pays émergents et en développement suivent une tendance inverse, optant essentiellement pour une restriction des sorties de capitaux afin d'empêcher le renchérissement de la dette souveraine intérieure. Même certaines mesures qui s'apparentent à des contrôles sur les entrées, car elles sont susceptibles de dissuader les investissements de l'étranger (durées d'investissement minimales, limitation du rythme de rapatriement ou des montants rapatriés, etc.), visent à éviter une inversion soudaine des afflux et un déficit de la balance des paiements. Au début des années 70, des restrictions aux entrées d'une nature plus «prudentielle» commencent toutefois à apparaître. Elles visent plus explicitement à préserver la stabilité économique et financière contre un recours excessif aux emprunts extérieurs et une envolée du crédit alimentée par les entrées de capitaux.

La libéralisation dans les pays émergents débute une dizaine d'années après celle des pays avancés, dans un contexte plus largement favorable aux marchés et avec une volonté de soumettre les politiques gouvernementales à la discipline du marché («consensus du Washington»). Mais, quand certains pays émergents libéralisent leurs marchés de capitaux intérieurs et les sorties de capitaux, à la fin des années 70 et au début des années 80, ils abandonnent aussi beaucoup de leurs mesures prudentielles de contrôle des entrées, provoquant des phases de surchauffe liées aux entrées massives, suivies de récessions économiques et financières majeures.

Cette expérience inspire les mesures gouvernementales qui sont prises au moment où les capitaux recommencent à affluer vers les pays émergents, au début des années 90, et induit une préférence marquée pour les flux de capitaux à plus long terme, non liés à la dette. Dans les années 90, plusieurs pays, notamment le Brésil, le Chili, la Colombie, la Malaisie et la Thaïlande, décident de réglementer les entrées de capitaux. Mais ces mesures ne sont pas bien accueillies, la tendance générale pendant la plus grande partie des années 90 étant à une libéralisation accrue du compte de capital, tout particulièrement quand le Directeur général du FMI, M. Camdessus, s'emploie, entre 1995 et 1997, à faire entrer le compte de capital dans le champ de compétences du FMI pour que celui-ci en assure la libéralisation.

L'amendement des Statuts n'est finalement pas adopté, notamment en raison de l'opposition des pays émergents et en développement, qui s'inquiètent de la crise en cours en Asie de l'Est et redoutent que le FMI n'utilise ses nouvelles prérogatives pour forcer les pays réticents à engager une libéralisation précoce. Quoi qu'il en soit, dans la nouvelle vision du FMI, différente de celle de Keynes

et de White, le contrôle des capitaux n'est plus considéré comme un outil essentiel à la gestion des flux spéculatifs aux effets déstabilisants. En 2005, une étude du Bureau indépendant d'évaluation constate que les services du FMI ont recommandé un durcissement du contrôle des entrées dans à peine 2 cas sur 19 quand des pays émergents faisaient face à des entrées de capitaux massives.

Malgré la désapprobation générale, plusieurs pays émergents restreignent les entrées de capitaux au milieu des années 2000. Certaines tentatives produisent des effets pervers; en Thaïlande, par exemple, le texte de décembre 2006 imposant une mise en réserve obligatoire et non rémunérée sur les flux de capitaux entrants suscite une réaction rapide et brutale du marché : la bourse plonge de 15 % en moins d'une journée, obligeant la banque centrale à revenir sur la mesure, qui, semble-t-il, a réveillé des souvenirs de la crise monétaire et des contrôles sur les sorties de capitaux imposés une décennie plus tôt durant la crise asiatique. Les marchés financiers envoient donc un signal clair indiquant leur hostilité à tout contrôle des capitaux, sortants ou entrants, ne faisant guère de distinction entre les deux.

Simple préjugé?

Alors pourquoi les contrôles sur les entrées de capitaux provoquent-ils actuellement une telle appréhension? L'Histoire nous apporte certains éléments de réponse. Premièrement, dès l'entre-deux-guerres au moins, quand les États-Unis se refusent à en imposer, les contrôles concernant les entrées semblent inextricablement liés aux contrôles concernant les sorties. Ces derniers sont souvent associés aux régimes autocratiques, à la répression financière et aux mesures désespérées tentées par les pays mal gérés pour éviter les crises. Pour ne pas apparaître hostiles aux marchés et faibles sur le plan institutionnel, les pays plus libéraux raillent donc le recours au contrôle des entrées, le dénigrant comme une manœuvre à court terme.

Le fait que les contrôles sur les entrées souffrent de la mauvaise réputation des contrôles sur les sorties transparaît de façon évidente dans la plupart des autres critiques qu'on leur adresse et qu'il serait plus pertinent de destiner aux contrôles sur les sorties. Par exemple, la crainte que les contrôles, une fois instaurés, ne perdurent et ne s'élargissent est généralement fondée en ce qui concerne les contrôles sur les sorties. Pour éviter la fuite des capitaux, les gouvernements recourent fréquemment à des mesures très strictes et généralisées, qu'il est ensuite difficile de lever du fait d'une demande contenue. Les restrictions concernant les entrées de capitaux, en revanche, prennent souvent la forme de taxes ou d'une augmentation des réserves obligatoires, qu'il est facile d'annuler et qui le sont *effectivement* une fois que le vent a tourné.

En outre, les contrôles de capitaux sont souvent accusés d'être inefficaces, mais, là encore, c'est davantage vrai des contrôles portant sur les sorties, qui se sont révélés au mieux très médiocres en termes de prévention des crises (Edwards, 1999). En revanche, de très nombreux éléments montrent que les contrôles sur les entrées modifient la composition des flux de capitaux, au profit d'engagements moins risqués et à plus longue échéance (Ostry, Ghosh et Qureshi, 2015), ce qui augmente leur crédibilité comme instruments prudentiels.

Il est également possible que les restrictions sur les opérations en capital soient souvent associées aux restrictions des transactions courantes. En effet, historiquement, la forme la plus courante de contrôle des capitaux consistait dans des restrictions de change entravant la circulation des biens comme des capitaux. Quand les

pays ont opté pour une libéralisation plus poussée, contrairement à la thèse de Keynes et White, ils ont commencé à considérer que contrôle des capitaux et libre-échange étaient plus *incompatibles* que *complémentaires*. Les restrictions aux opérations en capital ont donc été supprimées en même temps que les restrictions aux transactions courantes. Cette tendance s'est encore accentuée avec la multiplication des accords commerciaux régionaux et des traités d'investissement bilatéraux (en particulier signés par les États-Unis) dans lesquels les clauses interdisant le recours au contrôle des capitaux sont devenues de plus en plus fréquentes.

Enfin, avec les progrès de l'idéologie du libre marché, qui condamne fondamentalement toute intervention de l'État, le contrôle des capitaux, traditionnellement considéré comme un instrument de réglage de précision, a été discrédité à une plus large échelle. Les pays émergents n'ont pas complètement oublié que les flux de capitaux étaient capricieux, mais ils ont essayé de s'appuyer sur des «mesures macroprudentielles», au nom plus bénin et jugées plus compatibles avec le marché, pour maîtriser les risques d'instabilité financière liés aux afflux de capitaux. Or l'effet de certaines de ces mesures, en particulier celles qui concernent les opérations en devises, sur les flux de capitaux est économiquement presque identique à l'effet de contrôles plus directs des capitaux. Si l'objectif effectivement visé est de limiter les entrées pour des raisons prudentielles, parler de mesures macroprudentielles revient alors à rebaptiser le contrôle des capitaux, confirmant ainsi que c'est bien dans la connotation négative du mot «contrôle» que réside le vrai problème.

Comme tout instrument de politique économique, le contrôle des entrées de capitaux a ses avantages et ses inconvénients, mais, selon nous, il est moins jugé sur ses seuls mérites que victime d'un simple préjugé historique : il est rejeté surtout parce qu'il est associé aux contrôles sur les sorties de capitaux, mais aussi en raison de querelles idéologiques sans grand rapport avec son utilité particulière. Il est important de corriger des impressions sans fondement pour que la politique économique gère au mieux les risques liés aux capitaux fébriles et ne se prive pas de certaines mesures simplement parce que leur nom est mal connoté. ■

Atish Rex Ghosh est historien du FMI et Directeur adjoint du Département de la stratégie, des politiques et de l'évaluation au FMI; Mahvash Saeed Qureshi est économiste principal au Département des études du FMI.

Cet article s'inspire du document de travail n° 16/25 du FMI, intitulé «What's in a Name? That Which We Call Capital Controls», des mêmes auteurs.

Bibliographie :

- Abdelal, Rawi, 2006, "Writing the Rules of Global Finance: France, Europe, and Capital Liberalization," *Review of International Political Economy*, Vol. 13, No. 1, p. 1-27.
- Edwards, Sebastian, 1999, "How Effective Are Capital Controls?" *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 13, No. 4, p. 65-84.
- Fonds monétaire international (FMI), 2012, "The Liberalization and Management of Capital Flows: An Institutional View," *IMF Policy Paper* (Washington).
- Helleiner, Eric, 1994, *States and the Re-emergence of International Finance: From Bretton Woods to the 1990s* (Ithaca, New York: Cornell University Press).
- Ostry, Jonathan, Atish Ghosh, and Mahvash Qureshi, 2015, *Capital Controls* (London: Edward Elgar).