



# Le contrôle des capitaux : l'approche sous l'angle de la politique commerciale

Comme de nombreux biens et services, le capital peut faire l'objet d'un commerce : il peut être importé ou exporté, à des prix qui expriment l'offre et la demande internationales. Par conséquent, une bonne partie de l'analyse qu'on a faite du commerce peut s'appliquer aux mouvements de capitaux, et l'expérience accumulée en matière de restrictions commerciales aide à voir comment pourraient fonctionner différents types de mesures de contrôle des capitaux.

*Ludger Schuknecht*

**Q**U'IL PORTE sur les biens, les services ou les capitaux, le libre-échange est généralement la meilleure des politiques. Un pays qui ne peut libérer les mouvements de capitaux du fait de la précarité de sa politique économique, ou de craintes quant aux comportements des investisseurs, doit choisir avec un grand soin entre les diverses formes de contrôle des capitaux. Les restrictions aux échanges commerciaux l'ont montré : dans la pratique, différents instruments ont des impacts économiques différenciés — les droits de douane et les autres restrictions relatives aux prix sont moins préjudiciables que les restrictions quantitatives et les interdictions —, ce qui est probablement vrai des flux de capitaux.

## Similitudes et différences

Comme n'importe quel bien ou service, un flux de capitaux a un prix. Mais il représente un échange intertemporel — en d'autres termes, un prix doit être acquitté pour utiliser aujourd'hui du capital étranger et pour le rembourser ultérieurement. Les taux d'intérêt des prêts et des obligations, par exemple, sont les prix à payer pendant une certaine période pour un endettement extérieur. Le principe de l'arbitrage, selon lequel les différences de prix incitent les négociants à transférer des biens, des services et du capital aux marchés leur offrant la plus forte rentabilité jusqu'à ce que les rentabilités internationales soient approximativement nivelées, s'applique aussi aux échanges commerciaux et financiers internationaux. L'arbitrage est à l'ori-

gine de flux de capitaux courts, car les investisseurs transfèrent leurs capitaux dans différents pays afin de bénéficier des différences de taux de change entre les marchés.

De même, le principe de l'avantage comparatif s'applique à la fois au commerce international de biens et de services et aux mouvements de capitaux. Prenons le cas d'une entreprise qui jouit d'un avantage comparatif lui permettant d'obtenir des capitaux en empruntant en yen à taux flottant, car elle n'a guère accumulé de dettes de ce type et peut donc obtenir un nouveau prêt assorti d'un faible taux d'intérêt. Si elle souhaite en fait recevoir un prêt en dollars à taux fixe, il lui faut trouver une société qui dispose d'un avantage comparatif pour emprunter en dollars mais qui souhaite recevoir un prêt en yen à taux flottant.

La similitude entre le commerce de biens et de services et celui de capitaux n'est pas parfaite. Les capitaux qui entrent dans un pays (importations) peuvent le quitter (exportations) de manière presque instantanée. Ceci se produit rarement dans le cas des biens et des services finis. Cependant, les intrants importés ressortent souvent du pays sous une autre forme, celle de produits intermédiaires ou finis, de même qu'on rapatrie des capitaux.

Il existe une autre différence : la rentabilité potentielle et les prix du capital peuvent être fort incertains, alors que les prix des biens et des services sont généralement connus. Les risques liés à ce type d'incertitude peuvent être faibles pour certaines transactions — par exemple l'achat d'obligations émises par des États étrangers peu en-

dettés —, mais ils sont grands dans d'autres cas, tel l'achat d'actions sur des marchés hautement instables. On qualifie souvent de «spéculatifs» les mouvements de capitaux qui expriment le fait que les investisseurs sont disposés à prendre davantage de risques de change dans l'espoir d'un rendement élevé.

Les restrictions à l'exportation et à l'importation peuvent être d'importants obstacles aux flux de capitaux aussi bien qu'au commerce de biens et de services. Cependant, ce dernier est rarement l'objet de restrictions à l'exportation, alors qu'un certain nombre de pays maintiennent en vigueur le contrôle des exportations de capitaux. En outre, certains arguments qui peuvent être avancés à l'appui du protectionnisme commercial s'appliquent très mal aux flux de capitaux. Des concepts comme la protection des branches d'activité naissantes et la politique commerciale stratégique n'ont guère d'équivalents dans le domaine des politiques régissant les mouvements de capitaux, encore que le contrôle des capitaux puisse être utilisé pour protéger des systèmes réglementaires sous-développés, situation fort comparable à celle de restrictions commerciales visant à abriter des branches d'activité naissantes.

Quelques-uns des problèmes — tels que le «panurgisme» et les «bulles d'actifs» — dont l'apparition sur les marchés de capitaux a été signalée par ceux qui préconisent le contrôle des mouvements de capitaux ne se constatent guère dans le cas du commerce de biens et de services. L'un des principaux arguments souvent avancés à l'appui de ces mesures de contrôle, c'est que, dans les pays peu transparents et dont la réglementation est faible, la gestion macroéconomique et les systèmes financiers poseront probablement des problèmes en cas de panurgisme (c'est-à-dire lorsque les investisseurs internationaux semblent animés d'un sentiment grégaire qui les pousse les uns après les autres à transférer de manière irréfléchie de grandes quantités de capitaux à court terme d'un pays à l'autre).

## Libre-échange et protection tarifaire

Nous nous référerons tout d'abord au débat théorique qui oppose le libre-échange aux restrictions sur les importations. Le schéma ci-joint a trait au marché des capitaux, mais il pourrait représenter tout autre marché de biens et de services. En régime de libre-échange, le capital intérieur  $qd$  et le capital extérieur  $q^* - qd$  sont fournis au taux d'intérêt  $r^*$ . Cependant, le libre-échange ne signifie pas l'absence complète de restrictions aux flux de capitaux. Même les pays qui n'ont pas adopté de telles restrictions assujettissent les banques et d'autres institutions financières à une réglementation prudentielle.

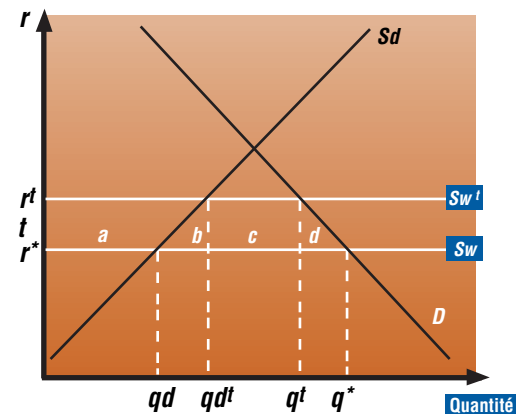
Supposons maintenant qu'un droit de douane  $t$  soit imposé sur les entrées de capitaux étrangers. Dès lors, l'offre totale de capital fléchira, passant de  $q^*$  à  $q^t$ , et le taux d'intérêt d'équilibre augmentera, atteignant  $r$ . L'offre de capitaux intérieurs atteindra  $qd^t$ , tandis que l'entrée de capitaux tombera à  $q^t - qd^t$ . Les partisans des contrôles feraient valoir qu'un tel droit de douane est souhaitable s'il réduit les coûts sociaux des entrées de la manière indiquée ci-avant.

Si l'on fait abstraction des coûts sociaux, quelles sont les incidences sur le bien-être de ce droit de douane? Les transferts aux propriétaires de capitaux intérieurs sont exprimés par le trapèze  $a$ . Il s'agit d'une rente dont les propriétaires de capitaux ne jouiraient pas en régime de libre-échange. Les recettes publiques provenant de ce droit sont exprimées par le rec-

tangle  $c$ . Les pertes de bien-être sont schématisées par les deux triangles  $b$  et  $d$ , mais d'autres se produiront probablement en raison de la recherche de rente — des dépenses effectuées en vue de capter un transfert. Les institutions financières intérieures ont des raisons de faire pression pour obtenir une protection afin de bénéficier du transfert  $a$  (par exemple, sous le prétexte d'accroître la stabilité du secteur financier), processus qui présente lui aussi des coûts. Les coûts dus à la perte d'efficacité et à la recherche de rente peuvent être fort élevés.

Les flux de capitaux peuvent être frappés de divers droits de douane. Ceux-ci peuvent notamment prendre la forme de réserves obligatoires non rémunérées, mais dont le produit du placement va à la banque centrale (ce qui était le cas au Chili jusqu'en septembre 1998). Les droits peuvent consister aussi en un impôt proportionnel sur les entrées et les sorties de capitaux. Lorsqu'il s'agit de prélèvements sur les transactions destinés à décourager les capitaux courts au profit des capitaux longs, on parle de «taxes Tobin», l'économiste James Tobin ayant été le premier à les proposer. Des taxes et d'autres prélèvements sont déjà perçus sur les services financiers et les flux de capitaux annexes dans de nombreux cas, et l'on pourrait concevoir que de tels prélèvements s'appliquent aussi aux flux

### Les mesures protectionnistes appliquées aux flux de capitaux entraînent une recherche de rente et une perte de bien-être



- $a$  transfert aux propriétaires de capitaux intérieurs
- $b$  et  $d$  perte de bien-être due à la protection
- $c$  transfert au budget, aux propriétaires de capitaux étrangers ou aux institutions financières
- $D$  demande intérieure
- $q^*$  total des capitaux en régime de libre-échange
- $q^t$  total des capitaux en régime protectionniste
- $qd$  capitaux intérieurs en régime de libre-échange
- $qd^t$  capitaux intérieurs en régime protectionniste
- $qd - q^*$  entrée de capitaux en régime de libre-échange
- $qd^t - q^t$  entrée de capitaux en régime protectionniste
- $r$  taux d'intérêt
- $r^*$  taux d'intérêt intérieur en régime de libre-échange
- $r^t$  taux d'intérêt intérieur en régime protectionniste
- $Sd$  courbe de l'offre intérieure
- $Sw$  courbe de l'offre mondiale
- $Sw^t$  courbe de l'offre mondiale en régime protectionniste
- $t$  droit de douane



de capitaux internationaux. Des prélèvements variables visant à remédier aux brusques afflux ou reflux de capitaux pourraient atténuer l'instabilité du fait qu'ils apporteraient une protection fortement modulée. Ils devraient nécessairement s'appliquer de manière à modérer l'instabilité sans couper l'économie intérieure des marchés internationaux et sans accroître les coûts de financement en période de crise.

### Restrictions quantitatives ou droits de douane

La discussion au sujet du contrôle des capitaux amène aussi à s'interroger sur les restrictions quantitatives et les interdictions visant les mouvements des capitaux. En vertu de ces restrictions, les mouvements de capitaux peuvent être limités à un certain montant  $x$ , ou certaines catégories peuvent être interdites entièrement. Cependant, les restrictions quantitatives prennent parfois des formes plus subtiles, comme les licences, les dispositions limitant l'implantation et le nombre de fournisseurs étrangers de services et le chiffre d'affaires, ou interdisant certains instruments financiers.

Les restrictions quantitatives aux flux de capitaux font généralement beaucoup plus de mal que la protection au moyen de droits de douane, et les interdictions d'importation représentent la forme la plus extrême de protection quantitative. Pour comparer les effets des contingents à ceux des droits de douane, on doit considérer à la fois les effets initiaux (statiques) et les effets plus durables (dynamiques). En premier lieu, les contingents stimulent généralement davantage la recherche de rente que ne le font les droits de douane. En second lieu, les restrictions quantitatives isolent les marchés de capitaux intérieurs de la concurrence internationale et risquent de décourager l'innovation.

S'agissant de la recherche de rente, le montant total de la rente recherchée est beaucoup plus élevé dans le cas des restrictions quantitatives (zones  $a$  et  $c$  du schéma) que dans celui d'une protection par les droits de douane (zone  $a$  seulement). La raison en est qu'un contingent, à moins qu'il ne fasse l'objet d'adjudications (or il est probablement difficile d'adjudger un contingent financier), n'entraîne pas de recettes publiques mais génère une rente supplémentaire pour les parties en cause. Ces dernières ont donc de fortes raisons de rechercher les rentes, et il est probable qu'elles gaspilleront davantage de ressources en le faisant.

Ce sont les fournisseurs étrangers de capitaux qui toucheront la rente supplémentaire s'il leur est possible de bénéficier de la rentabilité supérieure qu'offre le marché protégé (cependant, les propriétaires de capitaux étrangers s'opposent parfois au contrôle des entrées, en dépit de la rentabilité plus élevée, car ils y verront peut-être le signe que les autorités contrôleront également les sorties si elles ont intérêt à le faire). Il peut arriver que la corruption permette aux fonctionnaires chargés de gérer les contrôles de détourner à leur profit une partie de la rente, ou que celle-ci aille aux intermédiaires financiers intérieurs et étrangers s'ils ont la possibilité, par exemple, d'emprunter sur les marchés internationaux de capitaux aux taux d'intérêt qui s'y pratiquent, puis de reprêter sur le marché intérieur, dont le taux est plus élevé.

Le plus souvent, les coûts dynamiques des restrictions quantitatives sont encore plus préoccupants. Lorsque les restrictions prennent la forme de droits de douane, l'entrée de

fonds étrangers varie avec le temps, alors que des contingents réduisent la pénétration des marchés étrangers et isolent le marché intérieur de l'évolution des marchés internationaux. Par conséquent, un pays recourant aux contingents ne bénéficiera pas d'un afflux de capitaux ou d'une baisse des prix intérieurs même si les taux d'intérêt internationaux diminuaient ou si l'innovation financière venait à réduire les coûts d'intermédiation. En outre, les restrictions quantitatives peuvent être préjudiciables au développement des marchés de capitaux et à la qualité de l'intermédiation financière si la protection réduit les raisons qu'ont les intermédiaires d'innover et de créer des produits financiers améliorés.

Il est également bon de comparer la réaction vraisemblable des négociants en présence du contrôle des marchés de capitaux à celle que provoque l'imposition de restrictions visant le commerce «traditionnel». La protection crée une différence de prix entre des marchés différents. Si cet écart est assez grand, un arbitrage résultant du contournement des mesures de contrôle apparaîtra vraisemblablement sur n'importe quel marché. Ici encore, c'est lorsque les interdictions s'appliquent aux flux de capitaux que l'incitation est la plus forte. Le contrôle fait s'accroître le contournement et la contrebande. Ces pratiques peuvent prendre la forme de la dissimulation des transactions en capital, qui sont inscrites au compte des transactions courantes par divers moyens.

Si l'application des restrictions quantitatives peut être facile dans le cas de produits aisément identifiés — par exemple les automobiles ou les bananes — qui franchissent physiquement les frontières, les restrictions quantitatives sur les flux de capitaux risquent fort de poser beaucoup plus de difficultés et elles exigent parfois une administration nombreuse. La corruption s'accroîtra vraisemblablement, des fonctionnaires «vendant» le droit d'échapper aux interdictions ou aux contingents.

### Conséquences pratiques

Le débat relatif au contrôle des mouvements de capitaux doit prendre en compte les enseignements de la pratique du commerce international. Ce n'est certes pas un hasard si, durant la négociation du Cycle de l'Uruguay, des efforts extraordinaires ont été déployés pour remplacer les restrictions quantitatives visant l'agriculture et de nombreux autres secteurs par des droits de douane. On peut probablement recommander une politique analogue à l'égard des flux et des contrôles des mouvements de capitaux d'une manière plus générale. En d'autres termes, si certains types de flux de capitaux (par exemple les prêts à court terme) sont considérés comme «dangereux», une protection prenant la forme de droits de douane est préférable à des restrictions quantitatives ou à des prohibitions, et l'on peut penser que les recherches devraient se poursuivre sur les moyens optimaux de concevoir de telles restrictions reposant sur les prix.

À cet égard, il peut être bon de comparer les restrictions que le Chili a appliquées jusqu'en septembre 1998 à celles que la Malaisie a adoptées le même mois. Le Chili avait institué en 1991 des réserves obligatoires non rémunérées, d'une durée d'un an, qui portaient sur les prêts étrangers, puis il les a étendues à la plupart des financements étrangers. Le prélèvement fiscal que représentent ces réserves était fonction de la durée de l'investissement — des taux implicites plus élevés s'appli-

quant aux financements de plus courte durée. Il semble en avoir résulté, du moins momentanément, une modification de la répartition par échéances des entrées de capitaux étrangers, au détriment des flux à court terme. Cependant, les variations du poste «erreurs et omissions» de la balance des paiements et celles de la facturation du commerce extérieur tendent à indiquer que des substitutions ont été opérées et que le dispositif a été contourné dans une certaine mesure. En revanche, les contrôles adoptés par la Malaisie consistent essentiellement en approbations préalables et en restrictions quantitatives. Parmi ces dernières figurent l'interdiction des lignes de crédit entre résidents et non-résidents et le plafonnement des importations et des exportations de ringgit ainsi que des exportations de devises. Tous les ringgit détenus à l'étranger devaient être rapatriés avant le 1<sup>er</sup> octobre 1998, et le produit de la vente de valeurs mobilières intérieures ne pouvait plus être rapatrié, à moins que les titres aient été détenus pendant au moins un an. En février 1999, cette obligation de détention minimale a été remplacée par un système de droits de sortie progressifs qui pénalisent les entrées de capitaux courts.

Les restrictions fondées sur les prix sont manifestement préférables. On ne dispose encore que d'une expérience très limitée des restrictions quantitatives malaisiennes, mais il est probable que les coûts d'administration, les manœuvres de contournement, l'inefficacité, la recherche de rente et les désavantages de la perte de contact avec le marché de capitaux



**M. Ludger Schuknecht est économiste à l'Organisation mondiale du commerce. Il est actuellement en congé du FMI.**

mondial augmenteront. En fait, il n'est pas certain que les restrictions malaisiennes étaient nécessaires, et leur abolition pourrait fort bien être souhaitable. Si elles subsistent, leur prompt remplacement par des restrictions portant sur les prix devra être envisagé. Cependant, il ne faut pas oublier que la libéralisation progressive du commerce de biens, de services et de capitaux est souhaitable, pour les raisons que l'on vient de souligner. Toute forme de protection ne devrait être qu'une mesure temporaire, un moyen de gagner le temps nécessaire pour créer le cadre de politique économique approprié. **F&D**

*Références bibliographiques :*

W. Max Corden, *Trade Policy and Economic Welfare* (Oxford, Royaume-Uni, Clarendon Press, 1974).

Barry Eichengreen, Michael Mussa et al., *Capital Account Liberalization: Theoretical and Practical*

Aspects, *Étude spéciale n° 172 du FMI* (Washington, Fonds monétaire international, 1998).

Bernard Laurens et Jaime Cardoso, «*Managing Capital Flows: Lessons from the Experience of Chile*», document de travail n° 98/168 du FMI (Washington, 1998).

Ross Levine, «*Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda*», *Journal of Economic Literature*, volume 35 (juin 1997), pages 688-726.

Organisation mondiale du commerce, *Rapport annuel, chapitre 4* (Genève, 1998).

**Le FMI annonce...**

**World Economic Outlook and International Capital Markets: Interim Assessment (décembre 1998)**

Les inquiétudes qu'a suscitées récemment l'économie mondiale ont amené les services du FMI à mettre à jour et à publier en un seul recueil l'édition de l'automne dernier du *World Economic Outlook* et d'*International Capital Markets*. Les services du FMI ont révisé à nouveau en baisse — mais dans une mesure modérée — leurs prévisions pour 1999. Ils mettent en garde sur le fait que l'évolution des prévisions risque d'être essentiellement négative.

L'*Interim Assessment* présente une réévaluation des perspectives économiques mondiales et des mesures nécessaires pour contenir la crise financière mondiale et encourager un redressement. L'analyse évoque la disproportion apparente entre les remous extraordinaires qui ont agité tous les marchés, établis ou émergents, et l'ampleur apparemment plus faible des événements à l'origine de l'agitation — dont les plus importants ont été probablement la crise financière russe et le quasi-naufrage d'un fonds spéculatif faisant très largement appel à l'effet multiplicateur, Long-Term Capital Management. Enfin, l'étude signale les défauts des systèmes privés et publics de gestion des risques auxquels il convient de remédier si l'on veut que les marchés de capitaux puissent mieux résister aux chocs de l'avenir.

Avec cet *Interim Assessment*, le FMI révisé pour la première fois son rapport annuel consacré aux marchés internationaux de capitaux, alors que les *Perspectives*, qui sont publiées deux fois par an, avaient déjà été mises à jour en 1997.

**ISSN 0256-6877 • 36 \$ (enseignement supérieur : 25 \$). Broché • 1999. ISBN 1-55775-793-3. Code de référence WEO-1799**

Consultez le site des publications du FMI : <http://www.imf.org>

Prière d'adresser les commandes et leur règlement par la poste, le téléphone, la télécopie ou la voie électronique. Indiquez le numéro de la carte (AMEX, VISA ou MasterCard) et la date d'expiration, en signant au besoin.

International Monetary Fund • Publication Services • Box FD199 • 700 19th Street, N.W. • Washington, DC 20431 (U.S.A.) • Téléphone : (202) 623-7430 • Télécopie : (202) 623-7201 • Messagerie électronique : [publications@imf.org](mailto:publications@imf.org)