



La libéralisation du

M. Ayhan Kose et Eswar Prasad

A QUOI tient l'essor des flux de capitaux internationaux observé ces vingt dernières années? La réponse réside en grande partie dans la libéralisation du compte de capital. Mais si la croissance de ces flux depuis le milieu des années 80 (entre pays industrialisés aussi bien que des pays industrialisés vers les pays en développement) a été associée à un certain nombre d'avantages, elle n'a pas été étrangère à plusieurs crises financières, ce qui soulève des questions fondamentales. Pourquoi beaucoup de pays en développement ont-ils suivi les économies avancées et opté pour la libéralisation du compte de capital malgré ses risques, et celle-ci est-elle vraiment le coupable que voient en elle certains opposants à la mondialisation?

Quelques concepts de base

Le compte de capital de la balance des paiements d'un pays retrace divers flux financiers — principalement les investissements directs étrangers (IDE), les investissements de portefeuille (dont les placements dans les titres de participation) et les emprunts bancaires — qui ont en commun l'acquisition d'actifs d'un pays par des résidents d'un autre pays. En principe, il est possible de contrôler ces flux en les soumettant à des restrictions lorsqu'ils passent par des circuits officiels.

Par libéralisation du compte de capital, on entend, d'une manière générale, l'assouplissement des restrictions appliquées aux flux de capitaux franchissant la frontière d'un pays donné. Il en résulte normalement un plus haut degré d'intégration financière à l'économie mondiale sous forme d'entrées et de sorties de capitaux plus importantes.

Il y a toutefois, sur le plan de l'intégration financière, une grande différence entre la théorie et la pratique. Certains pays — par exemple, en Amérique latine dans les années 70 et 80 — ont eu du mal à freiner les sorties de capitaux en période de crise économique en dépit d'un contrôle apparemment généralisé. À l'opposé, nombre de pays en développement, dont quelques-uns en Afrique, n'appliquent guère de contrôle et n'ont pourtant reçu que peu de capitaux.

Cela montre en outre combien il est difficile de mesurer le niveau de contrôle des flux de capitaux et, partant, le degré de libéralisation du compte de capital. Le FMI (qui a compétence sur les restrictions aux transactions courantes, mais non aux opérations en capital) tient une liste détaillée des restrictions appliquées par les pays membres aux opérations en capital. Mais même celles-ci ne fournissent, au mieux, que de vagues indications, car elles ne permettent pas de mesurer l'intensité ou l'efficacité du contrôle des flux de capitaux.

Pourquoi contrôler les flux de capitaux?

Le contrôle des opérations du compte de capital est le moyen par lequel un pays tente de se protéger des risques liés aux fluctuations des flux de capitaux internationaux. Le contrôle de ces flux prend une importance particulière dans un régime de taux

de change fixes. Le maintien de ce régime peut être rendu plus difficile par une libre circulation des capitaux. C'est l'une des raisons pour lesquelles le compte de capital des pays industrialisés était relativement fermé dans le cadre du système des taux de change fixes de Bretton Woods, qui était en vigueur de la fin de la Seconde Guerre mondiale à 1973.

Le contrôle des capitaux, à l'entrée ou à la sortie, pourrait être dicté par plusieurs autres raisons. Dans un pays dont le système bancaire est fragile, par exemple, la liberté pour les ménages d'investir à l'étranger pourrait provoquer la fuite de l'épargne intérieure et compromettre la viabilité du système bancaire. Par ailleurs, les entrées de capitaux à court terme peuvent s'inverser rapidement lorsqu'un pays est victime d'un choc macroéconomique, amplifiant son effet macroéconomique.

Certains pays en développement utilisent en outre le contrôle des capitaux pour orienter la composition des flux reçus vers des types d'investissements plus stables, comme les IDE. Les pays préfèrent les IDE, notamment parce qu'il s'agit de flux à échéance relativement longue qui ne sont pas sujets à des revirements soudains liés au changement du sentiment des investisseurs. Certains pays ont aussi eu recours à des contrôles sélectifs pour essayer de faire en sorte que les entrées de capitaux à long terme prennent la place des flux à court terme — dans le cas du Chili, en imposant une taxe implicite sur les flux de capitaux qui sortent du pays moins d'un an après y être entrés.

Pourquoi libéraliser le compte de capital?

En théorie, la libéralisation du compte de capital devrait permettre une répartition mondiale plus efficace des capitaux, qui seraient acheminés des pays industrialisés riches en capital vers les économies en développement pauvres en capital. Cette initiative devrait présenter des avantages pour tous — en assurant un taux de rendement plus élevé sur l'épargne des particuliers dans les pays industrialisés, et en accroissant le taux d'expansion économique, les possibilités d'emploi et le niveau de vie dans les pays en développement.

L'accès des pays aux marchés de capitaux devrait leur permettre de «s'assurer» contre les fluctuations du revenu national au point de rendre relativement moins volatil le niveau de la consommation nationale. Comme les périodes d'embellie et de crise ne sont pas synchronisées entre les pays, les flux de capitaux peuvent, dans une certaine mesure, compenser la volatilité du revenu national des pays.

La libéralisation du compte de capital peut en outre être vue comme un signe de l'attachement du pays à une bonne politique économique. Pour un pays dont le compte de capital est ouvert, l'impression d'une détérioration du cadre de sa politique économique pourrait être sanctionnée par les investisseurs intérieurs et étrangers, qui pourraient en retirer brusquement leurs capitaux. Les décideurs sont ainsi fortement incités à adopter et maintenir des politiques saines, avec leurs avantages manifestes pour la croissance à long terme. Les en-

compte de capital

trées de capitaux résultant de la libéralisation devraient par ailleurs faciliter le transfert des compétences étrangères en matière de technologie et de gestion et encourager la concurrence et le développement financier, favorisant ainsi la croissance.

Qu'indiquent les faits?

Cependant, les faits ne sont pas aussi irréfutables que la théorie. Certes, les marchés émergents qui ont libéralisé leur compte de capital ont généralement enregistré, en moyenne, un taux de croissance plus élevé que ceux qui ne l'ont pas fait, mais rien n'implique l'existence d'une relation de cause à effet. Il ressort des analyses statistiques que, compte tenu des effets des autres facteurs, le lien de cause à effet entre la libéralisation du compte de capital et la croissance a été, au mieux, peu étroit.

Certains faits laissent penser que les marchés émergents n'ont pu mettre à profit leur accès aux marchés financiers internationaux pour réduire la volatilité de la consommation. En fait, les crises financières qui ont éclaté dans ces économies ont été associées à une forte baisse du revenu aussi bien que de la consommation. Et il semble que l'accès de ces pays aux marchés de capitaux internationaux comporte un important élément procyclique. Les investisseurs internationaux sont disposés à leur accorder des prêts en période faste, mais tendent à se retirer lorsque les temps sont durs, amplifiant ainsi les fluctuations macroéconomiques intérieures.

La libéralisation en vaut-elle le risque? Comme la plupart des fois en pareil cas, la réponse est que : cela dépend. La libéralisation n'est clairement pas pure bénédiction et comporte de gros risques si elle s'opère dans des circonstances défavorables, en particulier sans politiques de soutien.

La libéralisation du compte de capital dans un régime de taux de change fixes, en particulier lorsque les politiques macroéconomiques intérieures ne sont pas adaptées aux exigences du régime, a été suivie de crises dans nombre de pays. Les pays qui ont maintenu le contrôle des capitaux ou ne l'ont assoupli que peu à peu tout en passant à un régime de change plus flexible ont l'air, en général, de s'en être mieux sortis.

La faiblesse des fondamentaux économiques peut aussi poser un problème. Par exemple, la libéralisation peut aggraver les risques liés à une politique budgétaire imprudente en permettant des emprunts extérieurs excessifs. La libéralisation prématurée du compte de capital comporte de graves risques lorsque la réglementation et la surveillance financières sont inadéquates. Si le système bancaire n'est pas rigoureusement réglementé et qu'il existe d'autres distorsions sur les marchés de capitaux intérieurs, il peut y avoir une mauvaise affectation des capitaux reçus de l'étranger, qui créerait des tas de problèmes.

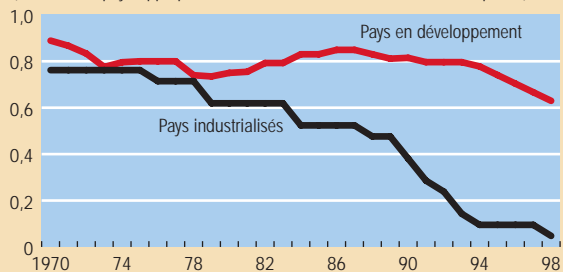
Que doit faire le pays?

Les faits donnent à penser que des risques transitoires sont associés à la libéralisation du compte de capital, mais il peut s'avérer futile et contre-productif de résister longtemps à la li-

À bas les restrictions

Les pays industrialisés ont aboli le contrôle des flux de capitaux et les pays en développement commencent à s'ouvrir.

(fraction des pays appliquant des restrictions aux mouvements de capitaux)



Source : estimations des services du FMI.

béralisation. À mesure que les forces de la mondialisation progressent, il devient plus difficile pour les pays de maintenir fermé leur compte de capital. Une ouverture croissante aux échanges internationaux accroît les possibilités de contourner les restrictions aux flux de capitaux par une sous-facturation ou surfacturation des transactions commerciales. Par ailleurs, les investisseurs étant plus avertis et les marchés financiers mondiaux plus complexes, il est beaucoup plus facile de déplacer les capitaux sous différents couverts.

Une stratégie possible consiste à accepter les risques et à aller de l'avant tout en les maîtrisant autant que possible. C'est l'histoire et l'expérience internationale qui serviraient alors de guide. Des politiques et institutions intérieures solides, un cadre réglementaire propre à promouvoir un secteur financier sain et efficace, ainsi que des systèmes et procédures efficaces de suivi des flux de capitaux accroissent fortement les chances d'assurer que ces flux favorisent une croissance durable.

En particulier, les avantages de la libéralisation des flux de capitaux sous forme d'une croissance plus rapide et d'une volatilité plus faible semblent être des plus évidents pour les pays industrialisés, qui ont généralement le compte de capital le plus ouvert. Aussi contraire à l'intuition que cela puisse paraître, l'expérience relativement plus positive des pays industrialisés laisse donc penser que, pour les pays en développement, la réponse réside dans une intégration financière plus — et non pas moins — poussée. Mais seulement si elle s'opère comme il convient. Fait plus notable, dans toutes les économies avancées et dans beaucoup d'autres pays, la libéralisation du compte de capital est prise pour acquis (voir graphique) : aucun des pays qui ont libéralisé leur compte de capital ces récentes décennies n'a inversé le processus autrement qu'à titre temporaire. ■

A. Kose est économiste au Département des études et E. Prasad est Chef de division au Département Asie et Pacifique du FMI.

Cet article s'inspire de l'étude spéciale du FMI n° 220, Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence, d'Esvar Prasad, Kenneth Rogoff, Shang-Jin Wei et Ayhan Kose (Washington, 2003).