



NOTE

Contrôler les capitaux pour gérer la volatilité et les risques systémiques

Il est largement admis que les flux de capitaux transfrontaliers comportent des risques, et que ces risques augmentent avec leur volume, leur procyclicité et leur volatilité. En particulier, les flux de capitaux à court terme posent de sérieux défis aux décideurs politiques des économies émergentes et en développement (EMDE), car les pics d'entrées de capitaux sont souvent suivis de revirements importants («sudden stops»), entraînant des crises financières systémiques.

Depuis le début des années 2000, l'ampleur et la volatilité des flux de capitaux mondiaux ont considérablement augmenté, ce qui a conduit les décideurs politiques des EMDE à reconnaître le rôle important des contrôles des capitaux dans l'atténuation des risques systémiques qui ne peuvent être résolus par des mesures macroprudentielles ou par l'accumulation d'importantes réserves de change, dont la détention est également coûteuse.

Les contrôles des capitaux peuvent être considérés comme un outil politique moins coûteux pour atténuer la volatilité des flux de capitaux. Comme le détaille l'Encadré 1, il existe plusieurs types de contrôles des capitaux. Les contrôles sur les entrées de capitaux pourraient modifier la composition des entrées vers des échéances plus longues,¹ réduisant ainsi la vulnérabilité financière. À l'inverse, les restrictions sur les sorties de capitaux visent à prévenir les sorties soudaines de capitaux et la dépréciation monétaire, tel qu'elles ont pu se produire en Malaisie (1998), en Islande (2008), en Chine (2016) et en Argentine (2019). De plus, les contrôles sur les sorties de capitaux sont considérés comme particulièrement importants pour les économies plus petites et plus fragiles, car celles-ci manquent souvent de réserves de change substantielles ou d'accès à des lignes de swap de devises et à des accords de financement régionaux.

Encadré 1 : Que sont les contrôles des capitaux ?

Les contrôles des capitaux sont des réglementations qui restreignent ou interdisent les mouvements de capitaux à travers les frontières nationales. Ces mesures réglementaires visent à régir le compte de capital de la balance des paiements d'un pays² et comprennent donc des restrictions sur les mouvements de capitaux entrant ou sortant du pays.

Les contrôles des capitaux peuvent réguler un large éventail de transactions transfrontalières effectuées tant par les agents nationaux que par les non-nationaux d'un pays. Ces transactions peuvent inclure les transferts de fonds, les investissements directs, les investissements de portefeuille, les prêts bancaires, etc. Par exemple, une taxe applicable uniquement aux investissements des agents non nationaux dans des obligations ou des actions domestiques est considérée comme un contrôle des capitaux. De même, les plafonds sur les prises de participation étrangères dans des secteurs spécifiques (tels que la banque et la défense) ou les limites imposées aux investissements à l'étranger par les agents nationaux sont également classés comme des contrôles des capitaux, car ces mesures régulent les entrées et les sorties de capitaux dans le pays.

Les contrôles des capitaux peuvent être une combinaison d'instruments officiels, juridiques et quasi-juridiques, et peuvent prendre une grande variété de formes, notamment des taxes sur les flux transfrontaliers, des réserves obligatoires non rémunérées, des plafonds d'investissement, des exigences de séjour minimum, des systèmes de

¹ En finance, l'échéance est la date précise à laquelle un instrument financier, tel qu'une obligation, un prêt ou un certificat de dépôt, arrive à terme, obligeant l'émetteur à rembourser le montant du principal et les intérêts finaux à l'investisseur.

² Toutes les transactions internationales qui modifient l'actif ou le passif des citoyens d'un pays ou de son gouvernement sur une période donnée sont enregistrées dans le compte de capital de la balance des paiements (BdP). Le compte de capital couvre les flux financiers tels que les prêts internationaux, les capitaux bancaires, les investissements de portefeuille et les investissements directs étrangers (IDE). Un excédent du compte de capital indique des entrées nettes de capitaux, tandis qu'un déficit indique des sorties nettes.

taux de change multiples, des réglementations en matière de crédit et des interdictions pures et simples de certains types de mouvements de capitaux.

Les contrôles des capitaux peuvent être classés en trois grandes catégories : les contrôles quantitatifs, les contrôles basés sur les prix et les contrôles réglementaires. Les contrôles quantitatifs impliquent des limites ou des interdictions explicites sur les opérations du compte de capital. Ces mesures quantitatives sur les entrées peuvent inclure : une interdiction d'investir dans des instruments du marché monétaire,³ des limites sur les emprunts à court terme ; et des restrictions sur certains types de titres pouvant être détenus. En Inde, par exemple, il existe un plafond sur la détention étrangère totale de la dette publique libellée en roupies. En ce qui concerne les sorties de capitaux, les contrôles quantitatifs peuvent prendre la forme d'un moratoire explicite. En septembre 1998, par exemple, la Malaisie a imposé des contrôles quantitatifs sur les sorties de capitaux afin d'éliminer le marché offshore du ringgit.

Les contrôles basés sur les prix visent à modifier le volume des transactions de capitaux en modifiant leurs coûts, dans le but de décourager une catégorie particulière de flux et d'en encourager une autre. Les contrôles basés sur les prix sur les entrées de capitaux peuvent prendre la forme d'une taxe sur les achats en bourse et certaines opérations de change ; ou de l'imposition de réserves obligatoires non rémunérées (URR) sur certains types d'entrées de capitaux. Les URR sur les emprunts étrangers imposées au Chili dans les années 1990 (également appelées « *encaje* ») constituent un exemple bien connu de contrôles basés sur les prix. Dans le cadre des *encaje* chiliennes, toute personne empruntant de l'argent à l'étranger devait déposer une partie fixe du prêt pendant un an sur un compte non rémunéré auprès de la banque centrale. Les contrôles fondés sur les prix applicables aux sorties de capitaux prennent généralement la forme d'une taxe de sortie.

Les contrôles réglementaires peuvent être à la fois fondés sur les prix et sur les quantités, et un tel ensemble de mesures traite généralement les transactions avec les agents non nationaux de manière moins favorable qu'avec les agents nationaux et influence directement le volume des transactions financières.

Les mesures macroprudentielles (telles que les limites sur les ratios prêt/valeur ou les réserves de fonds propres – les fonds propres obligatoires que les banques sont tenues de détenir en plus des autres exigences minimales de fonds propres) sont étroitement liées aux contrôles des capitaux ; elles ne font pas de distinction en fonction de la résidence des parties impliquées dans une transaction financière, mais peuvent influencer indirectement les entrées de capitaux par le biais de restrictions imposées aux institutions financières nationales.

Source : tiré de Kavaljit Singh (2019), [What Are Capital Controls?](#), Policy Brief n° 1, Madhyam, 2 janvier 2019.

À la suite de la crise financière mondiale de 2008, le sujet des contrôles des capitaux a suscité un intérêt considérable et s'est hissé au premier plan des discussions politiques internationales sur la gouvernance économique. Les contrôles des capitaux sont désormais largement reconnus comme des instruments légitimes de la panoplie de politiques macroéconomiques, après que plusieurs économies émergentes et en développement y aient eu recours pour gérer les mouvements de capitaux au cours de la période

postcrise. Les données disponibles⁴ suggèrent que les pays ayant imposé des contrôles stricts sur les capitaux se sont remis plus rapidement de la crise de 2008 et des crises économiques qui ont suivi que ceux dont le compte de capital était ouvert, en particulier parmi les économies émergentes et en développement. La Chine et l'Inde, deux grandes économies asiatiques à croissance rapide, appliquent systématiquement et de manière permanente des contrôles des capitaux tant sur les entrées que sur les sorties.

³ Les titres de créance à court terme, à forte liquidité et à faible risque, dont l'échéance est inférieure ou égale à un an, sont appelés instruments du marché monétaire. Parmi les principaux exemples d'instruments du marché monétaire, on peut citer les bons du Trésor, les billets de trésorerie, les certificats de dépôt et les prêts à court terme (souvent au jour le jour) entre banques. Ces instruments permettent aux banques, aux entreprises et aux gouvernements d'accéder rapidement à des capitaux à faible coût.

⁴ Voir, par exemple, Apoorv Bhargava et al. (2013), *Capital Controls in Times of Crisis – Do They Work?*, IMF Working Paper, WP/23/67, Fonds monétaire international, Mars.

Un bref historique des contrôles des capitaux

Contrairement aux idées reçues, la plupart des économies ont largement recouru à divers contrôles des capitaux pour restreindre et réguler leurs mouvements transfrontaliers. Le déclin significatif du recours aux contrôles des capitaux a coïncidé avec l'essor de l'idéologie néolibérale à la fin des années 1970.⁵

À partir des années 1980, la suppression des contrôles des capitaux est devenue une initiative politique clé dans le cadre des programmes d'ajustement structurel soutenus par les institutions financières internationales (IFI). Le FMI, en particulier, est devenu un fervent défenseur de la libéralisation totale du compte de capital, dans le cadre de son programme plus large de libéralisation financière. Il est toutefois important de souligner que le FMI n'avait pas, et n'a toujours pas, de compétence sur la réglementation par ses membres des mouvements internationaux de capitaux en vertu de ses statuts. Malgré cela, depuis les années 1980, le FMI a progressivement, mais sûrement pris le contrôle des mouvements de capitaux dans le cadre de ses fonctions et opérations de « surveillance » continues, sous prétexte de

poursuivre son objectif de préservation de la stabilité du système monétaire international.

Le FMI reste réticent à approuver le recours aux contrôles des capitaux pour la réalisation de quantité d'objectifs politiques. Une lecture attentive de la position institutionnelle du FMI⁶ (FMI 2012) et de sa révision ultérieure⁷ (FMI 2022) révèle qu'il n'y a pas eu de changement notable par rapport à son parti pris de longue date contre les contrôles des capitaux.⁸ Le FMI continue de considérer les contrôles des capitaux comme une mesure de dernier recours, imposée de manière sélective sur les entrées de capitaux et à titre temporaire. La révision de 2022 ne recommande pas le recours aux contrôles des capitaux sur les sorties de capitaux à titre préventif et de manière durable. « La proposition de [la position de 2012] selon laquelle les mesures de gestion des flux de capitaux sortants ne devraient être utilisées qu'en cas de crise ou de situation de crise imminente reste appropriée », indique le document de 2022. Le FMI semble être en retard par rapport à la réflexion et aux pratiques actuelles en matière de libéralisation du compte de capital.

Les contrôles des capitaux, pierre angulaire de la souveraineté monétaire et financière

Chargées de maintenir la stabilité financière au sein de leur juridiction, les autorités nationales devraient déployer de manière proactive des contrôles des capitaux et d'autres mesures macroprudentielles. En effet, leurs actions nationales devraient éclairer et accélérer l'élaboration de politiques internationales en matière de gestion du compte de capital. Bien que la formulation d'un accord politique international soit hautement souhaitable et puisse nécessiter un temps considérable pour se mettre en place, il est impératif que les régulateurs nationaux agissent au niveau national. La liberté des pays de réglementer les mouvements internationaux de capitaux est également reconnue à l'article VI (section 3) des statuts du FMI, inchangé depuis son adoption en 1945.

La coopération internationale est envisageable si les pays d'origine sont disposés à aider les pays bénéficiaires à gérer la volatilité des flux de capitaux, car il y a eu plusieurs cas où les économies émergentes et en développement ont connu des arrêts soudains de ces flux en raison de l'évolution de la situation dans les pays d'origine, tels que le resserrement des taux d'intérêt et l'augmentation de l'aversion au risque chez les investisseurs de portefeuille. Jusqu'à présent, les deux groupes de travail du G20 relevant du volet financier (Architecture financière internationale et Cadres) ne se sont pas révélés efficaces pour renforcer la coopération internationale en matière de gestion des flux de capitaux.

⁵ Pour une analyse détaillée des contrôles des capitaux, voir Kavaljit Singh (2000), *Taming Global Financial Flows: Challenges and Alternatives in the Era of Financial Globalization*, Zed Books et Madhyam Books. Disponible à l'adresse : <https://www.madhyam.org.in/books-six-2/>.

⁶ FMI (2012), *The Liberalization and Management of Capital Flows: An Institutional View*, Policy Paper, 14 novembre 2012. Disponible à l'adresse : <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/111412.pdf>.

⁷ FMI (2022), *Review of The Institutional View on The Liberalization and Management of Capital Flows*, Policy Paper No. 2022/008, 30 mars 2022. Disponible à l'adresse : <https://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2022/03/29/Review-of-The-Institutional-View-on-The-Liberalization-and-Management-of-Capital-Flows-515883>.

⁸ Kavaljit Singh (2022), *Deciphering the Review of the IMF's Institutional View on Capital Flows*, Briefing Paper # 52, Madhyam, 5 avril 2022. Disponible à l'adresse : <https://www.madhyam.org.in/deciphering-the-review-of-the-imfs-institutional-view-on-capital-flows/>.

Cependant, plusieurs pays ont vu leur marge de manœuvre politique en matière de gestion du compte de capital limitée par des clauses restrictives figurant dans les accords bilatéraux et plurilatéraux sur le commerce et l'investissement. À l'avenir, il est recommandé que les pays réexaminent tout accord interdisant le recours aux contrôles des capitaux. Les pays devraient s'efforcer d'intégrer des clauses d'exception adéquates en matière de balance des paiements et de prudence, permettant

l'utilisation de ces mesures indépendamment des engagements relatifs au transfert de fonds, à l'accès au marché et au traitement national figurant dans les traités. De même, il est suggéré que la liste des exceptions figurant dans le Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne et dans le Code de la libération des mouvements de capitaux de l'OCDE soit élargie afin de préserver la stabilité macroéconomique et financière.

Quelle voie multilatérale pour l'avenir ?

Les organisations de la société civile ont également préconisé un nouvel accord multilatéral sur la gestion des comptes de capital, discuté et négocié sous l'égide des Nations unies. Un tel accord pourrait permettre de dégager un consensus politique pour réaffirmer la

souveraineté nationale sur les comptes de capital, encourager la coopération internationale, faciliter la renégociation des accords commerciaux et d'investissement, et clarifier les mandats des institutions financières internationales.

Le rôle d'une taxe internationale sur les transactions financières

Une taxe internationale sur les transactions financières (TTF) pourrait également contribuer à modérer la volatilité des flux de capitaux à court terme et à générer des recettes supplémentaires pour soutenir le financement des ODD et d'autres initiatives mondiales.⁹

La mise en œuvre réussie de diverses taxes sur les transactions financières en Inde (voir Encadré 2) démontre que les principaux obstacles à leur mise en œuvre sont de nature politique, plutôt que technique ou administrative.

Encadré 2 : Taxes sur les transactions financières en Inde

(i) Taxe sur les transactions sur titres

En 2004, l'Inde a introduit sur les marchés boursiers nationaux la taxe sur les transactions sur valeurs mobilières (STT). La STT est une taxe sur les transactions financières prélevée sur chaque achat et vente de titres cotés sur les bourses indiennes. Les valeurs soumises à la STT comprennent les actions, les contrats à terme et les options sur actions (F&O), ainsi que les parts de fonds communs de placement axés sur les actions. Dans le cas des contrats F&O, une STT est prélevée sur toutes les transactions de vente. Aux fins du calcul de la STT, chaque contrat à terme est évalué à son prix de transaction réel, tandis que chaque contrat d'option est évalué à un premium.

La STT a été introduite pour augmenter les recettes fiscales, lutter contre l'évasion fiscale des acteurs du marché et réduire la spéculation excessive sur les marchés boursiers indiens.¹⁰

Au fil des ans, le gouvernement a modifié les taux d'imposition en fonction des conditions du marché. Par exemple, le gouvernement a considérablement augmenté la STT sur les opérations sur options en 2023 afin de limiter la participation des particuliers aux marchés dérivés, après qu'une étude menée par l'autorité de régulation des marchés — la Securities and Exchange Board of India — a montré que neuf traders individuels sur dix dans le segment des F&O sur actions avaient subi des pertes en 2022.

⁹ Kavaljit Singh (2011), Why We Need a Financial Transaction Tax: A Proposal for the G20, Briefing Paper # 5, Madhyam, octobre 2011. Disponible à l'adresse : <https://www.madhyam.org.in/wp-content/uploads/2014/07/Why-We-Need-a-Financial-Transaction-tax.pdf>.

¹⁰ Pour une analyse détaillée de la STT en Inde, voir Kavaljit Singh (2001), Tax Financial Speculation: The Case for a Securities Transaction Tax in India, ASER-PIRC Briefing Paper, janvier 2001. Disponible à l'adresse : <https://www.madhyam.org.in/tax-financial-speculation-the-case-for-a-securities-transaction-tax-in-india/>;

Kavaljit Singh (2004), Equitable Equity: India Introduces Securities Transaction Tax, Commentary, Madhyam, 16 juillet 2004. Disponible à l'adresse : <https://www.madhyam.org.in/equitable-equity-india-introduces-securities-transaction-tax/>.

Tableau 1 : Taux de STT pour différents types de transactions

Type d'ordre	Taux
Intrajournalier	0,025 % côté vente.
Livraison	0,1 % tant côté achat que côté vente.
Options	0,125 % de la valeur intrinsèque des options achetées et exercées. 0,0625 % du premium pour les options vendues à découvert.
Contrats à terme	0,0125 % côté vente.

La STT a généré des recettes fiscales significatives depuis son introduction en Inde. Au cours des exercices 2023-24 et 2024-25, le gouvernement indien a perçu respectivement 337 777 millions INR (4,1 milliards USD) et 521 968 millions INR (6,1 milliards USD) grâce à cette taxe. Les recettes de la STT pour l'exercice fiscal en cours (2026-27) sont estimées à 737 000 millions INR (8,2 milliards USD) par le gouvernement indien, en raison de la vigueur persistante des marchés boursiers indiens, portée à la fois par les investisseurs nationaux et étrangers, ainsi que d'une augmentation des taux d'imposition sur les contrats F&O. Dans le contexte indien de la mobilisation des ressources, ces sommes ne sont pas négligeables.

Contrairement à d'autres impôts directs, la STT est un impôt simple et direct à mettre en œuvre. La taxe est perçue par les bourses auprès des courtiers et reversée au Trésor public, permettant ainsi au gouvernement de générer des recettes fiscales de manière claire et efficace. L'expérience indienne avec la STT montre clairement que les principaux obstacles à sa mise en œuvre sont de nature politique, et non technique. Certaines des craintes exprimées par les acteurs du marché et les bourses au moment de l'introduction de la STT se sont révélées infondées. La STT n'a pas paralysé les marchés indiens ni asséché la liquidité des marchés boursiers.¹¹

Il est néanmoins urgent d'ajuster les taux d'imposition afin de freiner les activités spéculatives excessives menées par les day traders, les arbitragistes et les « noise traders » sur les marchés boursiers. Par exemple, le taux de la STT applicable aux transactions intrajournalières sur titres devrait être plus élevé que celui applicable aux transactions sur actions avec livraison.

En outre, les marchés boursiers indiens sont fortement orientés vers le trading de produits dérivés, en particulier le trading d'options à haut risque. En 2023, près de 85 milliards de contrats d'options sur actions ont été négociés en Inde, représentant 78 % du total des contrats d'options négociés dans le monde. Sur les marchés boursiers indiens, le ratio entre la valeur notionnelle des produits dérivés et les transactions au comptant sous-jacentes est de 422, ce qui est de loin le plus élevé au monde. Ce ratio s'élève à 36 en Allemagne, 13 au Brésil, 12 en Corée du Sud, 9 aux États-Unis et 2 dans la zone euro.

L'essor du trading d'options en Inde a été favorisé par un certain nombre de facteurs, notamment l'utilisation généralisée des applications de trading et du trading en ligne, la taille réduite des lots et l'introduction de contrats d'options hebdomadaires. En raison d'une approche peu restrictive de la réglementation boursière, le trading d'options en Inde est passé du hedging à de la spéculation pure, avec des investisseurs particuliers détenant un contrat d'options pendant moins de 30 minutes en moyenne. La plupart des investisseurs particuliers sont des jeunes d'une vingtaine d'années. Ils ne disposent pas de beaucoup de capital, mais empruntent de l'argent à leurs amis et à leur famille pour effectuer des paris spéculatifs sur le segment des produits dérivés. En conséquence, l'épargne des ménages est détournée vers ces paris spéculatifs, au lieu d'être affectée à des activités économiques productives.

Plus qu'une augmentation du taux de la STT, des mesures réglementaires strictes (telles que la suppression de l'échéance hebdomadaire des options sur actions et indices) sont nécessaires pour freiner la frénésie spéculative qui s'est emparée du segment du trading d'options.

¹¹ Kavaljit Singh (2004), Securities Transaction Tax Disproves All Fears, Commentary, Madhyam, 3 novembre 2004. Disponible à l'adresse : <https://www.madhyam.org.in/securities-transaction-tax-disproves-all-fears/>

(ii) Taxe sur les transactions sur matières premières

En 2013, l'Inde a également introduit une taxe sur les transactions sur matières premières (CTT) applicable au négoce de contrats dérivés sur matières premières.¹² Conçue principalement dans le but de freiner les activités spéculatives sur les marchés dérivés mal réglementés de matières premières, la CTT s'applique uniquement aux vendeurs de contrats dérivés sur matières premières. Les acheteurs de contrats ne sont pas soumis à la CTT. La CTT ne s'applique qu'aux contrats liés aux matières premières non agricoles (telles que l'or, l'argent, le pétrole brut, l'aluminium et le cuivre), tandis que les matières premières agricoles sont exonérées de cette taxe. La CTT est fixée à 0,01 % pour les contrats à terme, à 0,05 % pour les contrats d'options et à 0,0001 % pour les contrats d'options sur matières premières agricoles lorsqu'ils sont exercés.

(iii) Taxe sur les cryptoactifs

En juillet 2022, l'Inde a instauré une taxe de 1 % sur toutes les transactions de cryptoactifs dépassant 50 000 INR (620 USD). Une taxe de 1 % sous la forme d'une retenue à la source (TDS) est prélevée chaque fois qu'un cryptoactif (tel qu'une cryptomonnaie, un NFT ou un token) est transféré d'un propriétaire à un autre.

Dans le cadre des transactions de pair-à-pair, l'acheteur déduira le montant de l'impôt de 1 % lorsqu'il paiera le vendeur pour le transfert des cryptoactifs, et le montant de la TDS sera versé par l'acheteur au Trésor public. Si une transaction est effectuée sur une bourse, celle-ci prélève cet impôt auprès du vendeur et verse le montant de la TDS au Trésor public. Pour les transactions crypto-crypto, une TDS de 1 % s'applique tant aux acheteurs qu'aux vendeurs.

Alors que la Banque centrale indienne milite pour une interdiction totale du trading de cryptoactifs dans le pays, le gouvernement a choisi de réglementer l'espace crypto par un régime fiscal lourd afin de rendre les cryptomonnaies moins attractives en tant que classes d'actifs. La TDS de 1 %, associée à une taxe de 30 % (plus une surtaxe de 4 %) sur les plus-values issues d'investissements en cryptoactifs, constitue un élément clé de cette approche visant à la fois à tracer les transactions et à prévenir l'évasion fiscale.

¹² Kavaljit Singh (2013), Decoding the Commodity Transaction Tax, Briefing Paper # 10, Madhyam, mars 2013. Disponible à l'adresse : <https://www.madhyam.org.in/wp-content/uploads/2014/07/Decoding-the-Commodity-Transaction-Tax.pdf>.



Ce résumé thématique a été préparé par Kavaljit Singh (Madhyam), membre du groupe de travail sur les questions systémiques du Mécanisme de la société civile pour le financement du développement, avec les commentaires de Bhumika Muchhala (Third World Network) et Samantha Kanoyangwa (African Sovereign Debt Justice Network), la coordonnatrice éditoriale de Flora Sonkin et Stefano Prato (SID), et l'appui éditorial de Kitt Bohn-Willeberg (SID).