



BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Discours prononcé par Timothy Lane
sous-gouverneur à la Banque du Canada
Centre pour l'innovation dans la gouvernance internationale
Waterloo (Ontario)
16 novembre 2016

L'argent en mouvement : une perspective canadienne sur la mondialisation financière

Introduction

Je vous remercie de m'avoir invité à prendre la parole devant vous aujourd'hui. Les mouvements transfrontières de biens, de services, de personnes et de fonds ont toujours été la source de controverses, et le sujet semble susciter de plus en plus la polémique. Dans ces circonstances, le Canada doit s'engager pleinement dans la discussion qui a lieu à l'échelle mondiale. En tant que pays de taille moyenne, il doit apporter de nouvelles idées et une analyse rigoureuse à la discussion s'il souhaite être entendu. Le Centre pour l'innovation dans la gouvernance internationale continue de jouer un rôle des plus importants à cet égard.

Aujourd'hui, j'aimerais me pencher sur un aspect de la mondialisation : la mobilité internationale des capitaux.

Je commencerai par aborder quelques questions fondamentales associées à la mobilité des capitaux, pour ensuite passer en revue les principales tendances observées relativement aux flux de capitaux ces dernières décennies. Je parlerai des avantages et des inconvénients de la circulation sans entrave des capitaux, ainsi que des politiques adoptées par certains pays pour la gérer. Enfin, je brosserai un portrait de l'expérience du Canada et des facteurs qui lui ont permis de mener une politique monétaire efficace dans un contexte de libre circulation des capitaux.

Les flux de capitaux : serviteur ou maître?

Il est frappant de constater à quel point la mobilité internationale des capitaux est perçue différemment d'un pays à l'autre.

Je tiens à remercier Mark Kruger de l'aide qu'il m'a apportée dans la préparation de ce discours.

Ne pas publier avant le 16 novembre 2016
à 11 h 50, heure de l'Est

Au Canada, nous tenons pour acquise la possibilité de faire circuler des fonds entre les pays. Les investisseurs canadiens détiennent des actions américaines. Les retraités qui passent l'hiver au sud de la frontière y ouvrent des comptes bancaires et utilisent des cartes de crédit américaines. Les banques canadiennes obtiennent du financement à New York. Les entreprises du Canada empruntent sur les marchés américains et y émettent des actions. De plus, nos administrations publiques vendent des obligations à des banques centrales ainsi qu'à d'autres investisseurs étrangers.

Évidemment, certains types de transactions soulèvent régulièrement la controverse, notamment les investissements étrangers dans l'immobilier canadien et certaines acquisitions d'entreprises canadiennes par des entités de l'extérieur du pays. Cependant, en ce qui a trait à la majorité des flux de capitaux, en direction du Canada ou de l'étranger, cela va de soi pour la plupart d'entre nous.

Pour résumer, au Canada, les entrées et sorties de capitaux résultent de tendances économiques plus généralisées. À l'heure actuelle, le pays traverse une période d'ajustements complexes aux bas prix du pétrole et d'autres produits de base, étant donné la faiblesse persistante de la demande à l'égard de ses exportations hors produits de base. Nous avons dû compter sur la demande intérieure pour assurer la croissance continue de notre économie. Dans ce contexte, le Canada dans son ensemble dépense plus que ce qu'il reçoit du reste du monde, sa balance courante est donc déficitaire. Les capitaux qui entrent au pays, sous diverses formes, financent ce manque à gagner et facilitent les ajustements économiques nécessaires qui ont lieu.

L'expérience vécue par bien des pays émergents et en développement est assez différente. Nombre d'entre eux ont, à un certain moment, été aux prises avec les ravages économiques de crises touchant leur compte de capital. Ces crises ont provoqué un arrêt brutal des entrées de capitaux étrangers – souvent accompagné d'un exode de capitaux des résidents – qui a imposé de douloureux ajustements à l'économie. Lors de tels épisodes, les flux de capitaux prennent une importance considérable, motivant les décisions économiques plutôt que de simplement les influencer. Ils peuvent susciter de vives préoccupations pour la stabilité économique et financière.

Dans plusieurs de ces pays, on considère que les flux de capitaux dépendent avant tout de facteurs externes, en particulier des politiques monétaires des grandes économies avancées. Au cours des huit années qui ont suivi la crise financière mondiale, la politique monétaire non traditionnelle et les taux d'intérêt extrêmement bas appliqués aux États-Unis, dans la zone euro et au Japon ont favorisé la quête de rendement, ce qui a entraîné une très forte hausse des investissements étrangers dans de nombreux pays émergents. Certains craignent que ces flux ne soient pas soutenables et qu'ils s'inversent lorsque les économies avancées retourneront à des politiques monétaires « normales ». Cela pourrait perturber l'économie, surtout celle des pays émergents dont les déterminants intérieurs sont plus fragiles. Nous avons eu un aperçu de ce type

de réaction lors de l'épisode dit du « taper tantrum » en 2013¹. Dans le même esprit, pendant la dernière semaine, les taux d'intérêt du marché et les flux de capitaux dans le monde ont considérablement changé, à l'instar des perceptions quant à l'orientation des politiques économiques aux États-Unis.

La mondialisation financière soulève une autre question : une banque centrale peut-elle encore mener une politique monétaire efficace, adaptée à sa situation et à ses objectifs? La mobilité des capitaux à l'échelle internationale a enclenché un cycle financier mondial dans le cadre duquel les prix des actifs, les taux d'intérêt à long terme et les flux de capitaux dans de nombreux pays ont tendance à évoluer parallèlement. Cependant, les taux d'intérêt à long terme et les prix des actifs comptent parmi les principaux canaux de transmission de la politique monétaire au sein de l'économie d'un pays. Si ces canaux sont compromis, l'efficacité de la politique pourrait diminuer.

Le compte de capital du Canada est ouvert depuis plusieurs décennies. Toutefois, notre régime de changes flottants nous donne la marge de manœuvre nécessaire pour mener une politique monétaire efficace qui cadre avec notre conjoncture, et favorise la prospérité économique et financière des Canadiens. Par contre, bien d'autres pays redoutent, à juste titre, que le cycle financier mondial éclipse leur politique monétaire. Dans ce contexte, certains ont été jusqu'à avancer que les mesures de contrôle des mouvements de capitaux sont essentielles à l'indépendance de la politique monétaire.

En comparant l'expérience du Canada à celle de pays émergents, on pourrait conclure que les flux de capitaux sont à la fois un bon serviteur et un mauvais maître. L'ouverture aux flux de capitaux mondiaux est avantageuse lorsqu'elle offre aux résidents d'un pays une plus vaste gamme d'occasions d'épargner, d'investir et d'emprunter. Elle est néanmoins nuisible si elle exerce une influence déterminante sur l'économie et empêche le pays de suivre son propre cours. Alors, comment peut-on apprendre à vivre avec les flux de capitaux et à en tirer parti tout en protégeant l'économie de leurs effets perniciose sans compromettre l'indépendance de sa politique monétaire?

Aperçu des tendances

Avant de parler des tendances récentes, je présenterai certains concepts de base, soit ce que l'on entend par flux bruts et nets de capitaux.

Les *entrées* brutes de capitaux privés sont les achats nets d'actifs nationaux par des étrangers. Elles correspondent à la somme des entrées d'investissements directs étrangers (IDE), d'investissements de portefeuille, d'investissements en produits dérivés et d'autres investissements (y compris les crédits commerciaux et les prêts bancaires). (Les *sorties* brutes sont l'inverse, c'est-à-dire les achats nets d'actifs étrangers par des nationaux.)

¹ Le terme « taper tantrum » fait référence à la réaction des marchés, en 2013, aux commentaires de Ben Bernanke, alors président de la Réserve fédérale américaine, voulant que la Réserve puisse ralentir progressivement (taper, en anglais) le rythme de ses achats d'obligations, lesquels font partie de son programme d'assouplissement quantitatif (autrement dit, de relance économique).

Ainsi, les flux bruts mesurent l'ampleur et la forme des investissements transfrontières. Il peut s'agir, notamment, d'IDE (par exemple une entreprise américaine qui achète une mine d'or canadienne), de flux d'investissements de portefeuille (comme un investisseur hongrois qui acquiert des obligations de l'Ontario) ou d'autres flux (disons une caisse de retraite canadienne qui effectue des opérations sur dérivés à Londres)².

Le flux net de capitaux, soit la somme des entrées et des sorties brutes et de toute variation des réserves officielles d'un pays, constitue une variable macroéconomique clé. C'est l'inverse de la balance courante, qui correspond à la différence entre l'épargne et l'investissement à l'échelle nationale. En fait, les entrées nettes de capitaux permettent de financer un déficit de la balance courante.

Maintenant, laissez-moi vous parler des tendances mondiales.

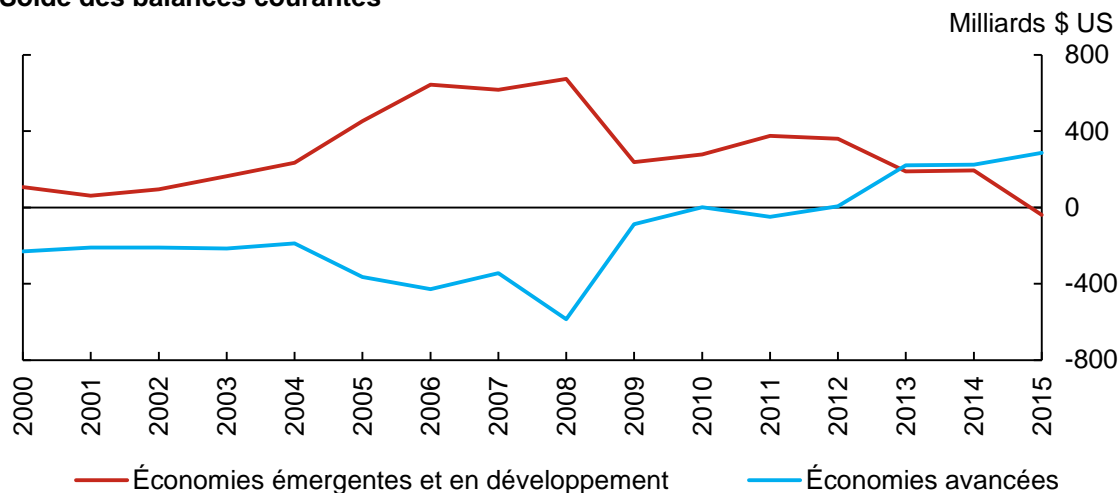
Durant la majeure partie des quinze dernières années, la balance courante des économies avancées a été déficitaire et celles-ci ont reçu des fonds des pays émergents et en développement (**Graphique 1**). Cela paraît étrange puisque, compte tenu de leur rapide expansion, les économies émergentes avaient certainement besoin de beaucoup de capitaux et offraient donc des possibilités de rendements bien plus élevés que les investissements dans les pays avancés. Ce flux de fonds contraire à l'intuition témoigne de grandes différences en matière d'épargne nationale. En effet, si les entreprises et les ménages chinois épargnent beaucoup, ce n'est pas le cas aux États-Unis. Ces écarts sont le reflet d'un ensemble de facteurs, y compris des systèmes financiers ne se situant pas au même stade de développement³.

² À la différence d'un investissement de portefeuille, un IDE implique qu'un résident d'un pays exerce un contrôle effectif sur des actifs réels dans un autre pays.

³ Pour une analyse de ce canal, voir, par exemple : E. G. Mendoza, V. Quadrini et J. V. Ríos-Rull (2009), « Financial Integration, Financial Development, and Global Imbalances », *Journal of Political Economy*, vol. 117, n° 3, p. 371-416.

Graphique 1 : Les pays pauvres ont prêté aux pays riches durant la majeure partie des quinze dernières années

Solde des balances courantes



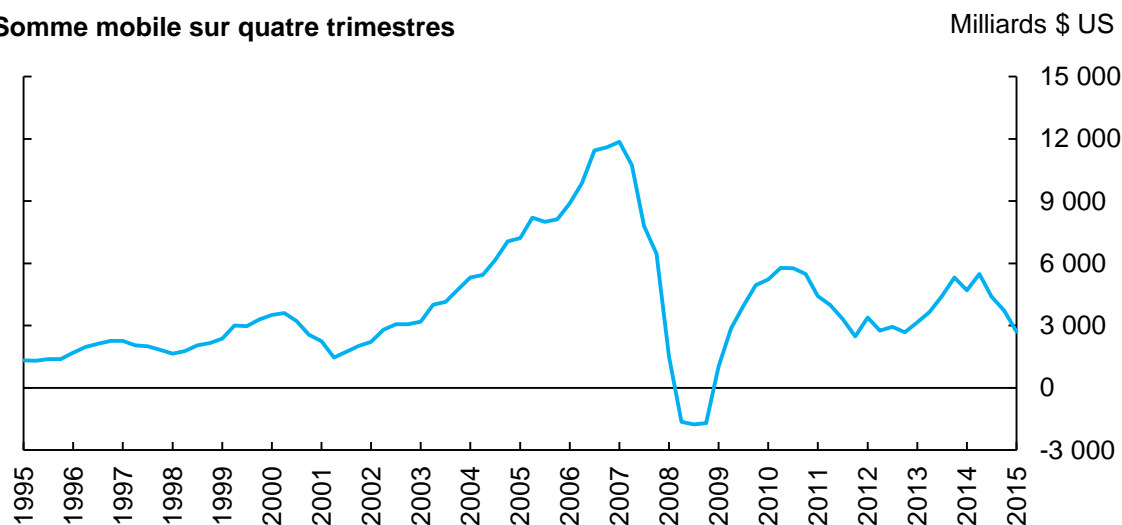
Sources : *Perspectives de l'économie mondiale* du Fonds monétaire international et Haver Analytics

Dernière observation : 2015

Au cours de la même période, nous avons observé une augmentation considérable des flux bruts de capitaux, qui témoigne de la rapide expansion de l'intégration financière à l'échelle internationale. Ce processus n'a toutefois pas été sans heurts, loin de là. Les flux bruts mondiaux ont plus que triplé au début des années 2000, passant d'un peu plus de 3 billions à près de 12 billions de dollars américains de 2000 à 2007 (**Graphique 2**). Les flux ont accusé une chute marquée en 2008-2009, pendant la crise financière mondiale, et se sont légèrement redressés en 2010, mais ils restent bien en deçà des sommets d'avant 2008.

Graphique 2 : Les flux bruts de capitaux à l'échelle mondiale ont atteint un sommet en 2007

Somme mobile sur quatre trimestres

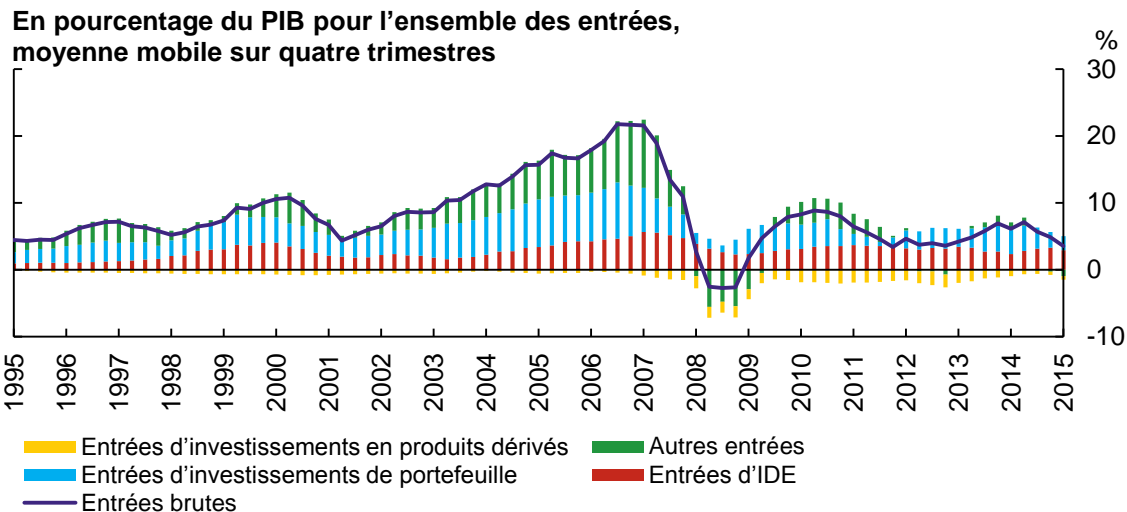


Sources : statistiques de la balance des paiements du Fonds monétaire international et Haver Analytics

Dernière observation : 2015T4

La composition des entrées brutes de capitaux a également beaucoup changé au cours de cette période (**Graphique 3**). Les IDE ont constitué les flux de capitaux les plus stables, car ils résultent généralement de décisions à long terme d'entreprises. Les flux d'investissements de portefeuille, plus faciles à liquider que les IDE, sont souvent plus volatils. Ils ne l'ont toutefois pas été autant que d'autres, surtout les flux bancaires. Les prêts bancaires ont un caractère procyclique : ils augmentent lorsque la conjoncture est favorable et diminuent quand la situation se détériore. Ce n'est pas seulement que les banques profitent des occasions de prêt qui s'offrent à elles (ces occasions étant elles-mêmes procycliques), mais elles ont aussi pour habitude d'accroître leur recours au levier financier afin de prêter davantage en période d'expansion et de le réduire pendant les phases descendantes⁴. Après la crise financière mondiale, les prêts bancaires ont chuté fortement à l'échelle internationale, les institutions financières ayant besoin d'assainir leur bilan et de se conformer aux exigences réglementaires plus rigoureuses en matière de fonds propres.

Graphique 3 : Les flux bancaires sont les flux de capitaux les plus volatils



Sources : *Perspectives de l'économie mondiale* et statistiques de la balance des paiements du Fonds monétaire international, Haver Analytics et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2015T4

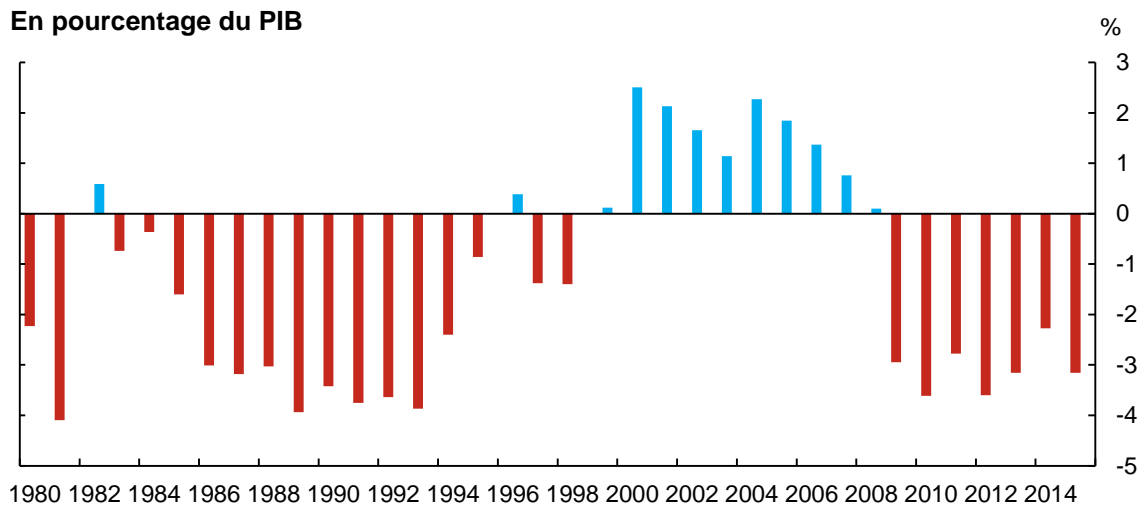
Alors où se situe le Canada?

Traditionnellement, le Canada a importé des capitaux. Notre balance courante – la différence entre les investissements et l'épargne à l'échelle du pays – a généralement affiché un déficit de l'ordre de 2 à 3 % du PIB, et c'est le financement extérieur qui nous a permis de combler cet écart. Au début des années 2000, la forte demande étrangère et les prix élevés des produits de base ayant fait augmenter notre revenu national, notre balance courante a été excédentaire pendant de nombreuses années. À cette époque, nous exportions des capitaux dans le reste du monde (**Graphique 4**). Depuis la crise financière mondiale, la demande étrangère a été plus faible dans l'ensemble et les prix des

⁴ Voir Committee on International Economic Policy and Reform (2012), *Banks and Cross-Border Capital Flows: Policy Challenges and Regulatory Responses*, septembre.

produits de base ont diminué. Notre balance courante est de nouveau déficitaire et nous comptons une fois de plus sur les capitaux importés.

Graphique 4 : La balance courante du Canada est de nouveau déficitaire



Avantages et inconvénients de la mondialisation financière

Comme je l'ai mentionné précédemment, l'ouverture d'une économie aux flux de capitaux présente des avantages, mais aussi des inconvénients.

Avantages

Les avantages de la mondialisation financière sont semblables à ceux du libre-échange. Des frontières ouvertes créent des occasions de transactions dont toutes les parties bénéficient, en raison des différences de ressources et des préférences. Par exemple, un pays où une grande part de la population est en âge de travailler peut profiter de la possibilité de diriger son épargne vers l'étranger, et ainsi afficher des sorties nettes de capitaux. À mesure que la population vieillit et que davantage de citoyens prennent leur retraite et commencent à retirer leurs économies, les actifs étrangers sont liquidés, ce qui génère une entrée de capitaux.

Les investissements transfrontières, qui donnent lieu à des flux bruts de capitaux, permettent aux investisseurs de diversifier les risques. Par exemple, les caisses de retraite canadiennes ont saisi les possibilités offertes à l'échelle internationale, procurant ainsi un revenu de retraite plus sûr aux Canadiens.

Les IDE offrent d'autres avantages, puisqu'ils combinent financement et savoir-faire. En effet, ils aident les résidents du pays qui investit à utiliser les capacités là où elles peuvent être les plus productives et créent des occasions dans le pays destinataire. Au fil des années, le Canada a bénéficié de flux considérables d'IDE dans les deux directions.

L'ouverture aux flux de capitaux peut également avoir des avantages accessoires : catalyser la concurrence, favoriser le développement du système financier national et soutenir une meilleure gouvernance. Par exemple, les institutions financières étrangères peuvent introduire une saine dose de

concurrence qui permet d'accroître la qualité et d'abaisser le coût des services financiers. Un compte de capital ouvert est aussi susceptible d'entraîner une amélioration de la gouvernance d'entreprise, étant donné que les entreprises voudront revoir leurs pratiques pour être en mesure d'attirer et de fidéliser les investisseurs étrangers. Dans le même ordre d'idées, certains pays, dont la Pologne, les Philippines, la Thaïlande et la Malaisie, se sont servi des entrées de capitaux étrangers pour élargir leur bassin d'investisseurs, ainsi que développer leurs marchés boursier et obligataire⁵. Dans la mesure où ces forces sont à l'œuvre, elles devraient aider à renforcer la croissance de la productivité et à élever le niveau de vie dans toute l'économie.

Si ces avantages potentiels de la mobilité des capitaux sont réels, il est difficile d'en faire une estimation empirique, notamment parce qu'ils prennent du temps à se matérialiser.

Inconvénients

D'un autre côté, les inconvénients associés à l'ouverture financière ne sont que trop évidents. Pensons à l'expérience du Mexique et de la Thaïlande dans les années 1990, et à celle de la Grèce au milieu des années 2000. De tels exemples montrent que les flux de capitaux de l'étranger alimentent parfois des déséquilibres macroéconomiques et financiers dont la résorption ultérieure peut être dévastatrice. Un afflux de capitaux peut inciter les ménages, les entreprises et le gouvernement d'un pays à effectuer des dépenses insoutenables, lesquelles se traduisent par une balance courante déficitaire. Un arrêt soudain de ces entrées – surtout s'il s'accompagne d'un exode de capitaux, c'est-à-dire la sortie d'actifs de résidents – provoque une crise qui impose une brusque contraction des dépenses intérieures⁶.

Les entrées de capitaux sont souvent associées à une accumulation de vulnérabilités au sein du système financier pouvant avoir de lourdes conséquences sur la stabilité financière. C'est particulièrement vrai si le système financier du pays n'est pas en mesure de procéder à l'intermédiation efficace d'importants flux bruts de capitaux.

Dans la mesure où le système financier d'un pays présente des faiblesses, une ouverture du compte de capital peut alimenter ces dernières et amplifier les déséquilibres, notamment des asymétries de monnaies, d'échéances et de liquidité. Parfois même les trois à la fois, lorsque des apports à court terme de

⁵ E. S. Prasad et R. G. Rajan (2008), « A Pragmatic Approach to Capital Account Liberalization », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 22, n° 3, p. 149-172; R. B. Johnston, S. M. Darbar et C. Echeverria (1997), *Sequencing Capital Account Liberalization: Lessons from the Experiences in Chile, Indonesia, Korea, and Thailand*, document de travail n° WP/97/157, Fonds monétaire international, novembre; M. Rodlauer et P. N'Diaye (2013), *IMF and PBC Joint Conference on Capital Flows Management: Lessons from International Experience, Summaries and Presentations*, Fonds monétaire international, 20 mars.

⁶ K. J. Forbes et F. E. Warnock (2012), « Capital Flow Waves: Surges, Stops, Flight, and Retrenchment », *Journal of International Economics*, vol. 88, p. 235-251. Cet article établit la distinction entre les épisodes de flambées et d'arrêts (hausse ou baisse marquée des entrées de capitaux étrangers, respectivement), et les épisodes de ruées et de repli (hausse ou baisse importantes des sorties de capitaux nationaux, respectivement).

capitaux bancaires liquides et libellés en devises sont utilisés pour financer des prêts à plus long terme en monnaie nationale. Les afflux de capitaux étrangers peuvent également stimuler un boom du crédit, auquel sont associés un accroissement du levier financier et une détérioration de la qualité du crédit. Quand les mouvements de capitaux s'inversent, ces vulnérabilités peuvent accentuer les effets sur l'économie nationale, provoquant dans certains cas une vague de faillites.

En théorie, la souplesse des taux de change devrait atténuer les risques liés à d'importantes entrées nettes de capitaux. Robert Mundell a qualifié ce phénomène de trilemme : aucun pays ne peut adopter à la fois un compte de capital ouvert, un régime de changes fixes et une politique monétaire indépendante; mais s'il applique un régime de changes flottants, il peut utiliser la politique monétaire pour stabiliser son économie en présence de flux de capitaux internationaux⁷. Prenons le cas d'un pays qui bénéficie d'entrées de capitaux. La valeur de sa monnaie augmenterait, ce qui, toutes choses égales par ailleurs, aurait une incidence négative sur ses exportations nettes et sur son activité économique en général. La banque centrale du pays, qui a pour mandat de stabiliser l'économie, réagirait habituellement en abaissant son taux directeur. Une monnaie plus forte, conjuguée à des taux d'intérêt intérieurs plus bas, rendrait les investissements étrangers moins attrayants, ce qui aurait pour effet d'atténuer les entrées de capitaux.

Ce n'est cependant pas toujours le cas. Un grand nombre de pays ne laissent pas leur monnaie s'ajuster entièrement. De fait, les booms du crédit se produisent généralement dans les pays dotés de régimes de changes fixes ou dirigés⁸.

Même avec un régime de changes flottants, il est possible que les mouvements d'appréciation favorisent paradoxalement d'autres entrées de capitaux, aggravant ainsi le problème. Ce phénomène s'opère par le « canal de prise de risque »⁹. Si les emprunteurs nationaux ont des actifs libellés en monnaie nationale et des engagements libellés en devises, une appréciation accroît la valeur de leurs actifs nationaux et fait paraître leurs bilans plus solides. Cette amélioration de la solvabilité perçue pourrait mener à l'octroi d'un plus grand nombre de prêts en monnaies étrangères, les entrées de capitaux augmentant par l'intermédiaire du secteur bancaire.

Dans le même ordre d'idées, on a fait valoir que, même avec un régime de changes flottants, les conditions financières des pays dépendent essentiellement d'un cycle financier mondial, ce qui limite la capacité des banques centrales de

⁷ R. A. Mundell (1963), « Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates », *Revue canadienne d'économie et de science politique*, vol. 29, n° 4, p. 475-485.

⁸ E. G. Mendoza et M. E. Terrones (2008), *An Anatomy of Credit Booms: Evidence from Macro Aggregates and Micro Data*, document de travail n° 14049, National Bureau of Economic Research, mai.

⁹ H. S. Shin (2015), *Exchange Rates and the Transmission of Global Liquidity*, discours prononcé dans le cadre d'un colloque tenu sous les auspices de la Banque de Corée et du FMI, Séoul, 11 décembre.

conduire leur politique monétaire de façon indépendante pour agir sur l'économie. Une chercheuse soutient donc que le trilemme de Mundell n'est au fond qu'un dilemme : « Il est possible de mener une politique monétaire indépendante si – et seulement si – le compte de capital est géré, directement ou indirectement, par des politiques macroprudentielles¹⁰. »

Les exemples les plus courants de flux de capitaux internationaux contribuant à accentuer les déséquilibres économiques et financiers intérieurs proviennent des pays émergents. Toutefois, ce problème ne touche pas uniquement les pays en développement : souvenez-vous des États-Unis avant 2008. La distorsion des incitations et les lacunes réglementaires du système financier américain observées au cours de cette période sont bien connues. Dans ce contexte, la capacité d'emprunter à moindre coût, à des taux d'intérêt mondiaux qui reflètent le niveau élevé de l'épargne en Chine et dans d'autres pays émergents, a favorisé la formation d'une bulle financière. Cette situation, et le krach financier qui a suivi dans le système financier le plus sophistiqué du globe, était semblable en de nombreux points à ce qui s'est produit dans les pays émergents par le passé.

En résumé, l'ouverture financière comporte des avantages connus, mais pour en bénéficier, les pays doivent tout d'abord éviter certains pièges importants. Si le système financier d'un pays souffre de graves distorsions, s'expliquant peut-être par des lacunes réglementaires, l'ouverture de l'économie aux flux de capitaux risque bien d'aggraver ces distorsions. Autrement dit, un pays pourrait devoir disposer d'un système financier assez solide et satisfaire à certaines normes de gouvernance avant de pouvoir récolter tous les fruits de la mobilité des capitaux.

Dans cette optique, des chercheurs ont avancé l'existence d'un seuil : les flux de capitaux ne sont profitables à un pays que lorsque son secteur institutionnel et financier a atteint un certain niveau de développement¹¹. En l'absence de ces conditions – par exemple, quand la réglementation financière est inadéquate ou quand les droits de propriété ne sont pas entièrement protégés –, l'ouverture financière peut engendrer de l'instabilité et, dans l'ensemble, nuire à la croissance économique¹². Passé ce seuil, les flux de capitaux peuvent procurer des avantages plus importants susceptibles de favoriser l'amélioration du niveau de vie.

L'existence du seuil laisse entendre que les pays peuvent choisir deux stratégies distinctes : l'une consiste à gérer ou à contrôler les flux de capitaux, ou du moins amortir leur incidence sur l'économie et le système financier, et l'autre vise à s'efforcer d'atteindre le seuil. Bien entendu, ces stratégies peuvent être complémentaires si un pays gère efficacement les flux de capitaux pour gagner du temps et consolider son système national.

¹⁰ H. Rey (2013), *Dilemma Not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence*, London Business School, Centre for Economic Policy Research et National Bureau of Economic Research, août.

¹¹ G. Bekaert, C. R. Harvey et C. Lundblad (2005), « Does Financial Liberalization Spur Growth? », *Journal of Financial Economics*, vol. 77, n° 1, p 3-55.

¹² E. S. Prasad, R. G. Rajan et A. Subramanian (2007), « Foreign Capital and Economic Growth », *Brookings Papers on Economic Activity*, n° 1, p. 153-230.

Mesures de contrôle des mouvements de capitaux

L'opinion de la communauté internationale concernant les mesures de contrôle des mouvements de capitaux a évolué au fil du temps. La plupart des économies avancées ont continué d'appliquer des restrictions généralisées sur les flux de capitaux après la Seconde Guerre mondiale, mais ont ouvert leurs frontières à ces flux des années 1960 au début des années 1990. La libéralisation était généralement considérée comme irréversible. Comme l'a formulé un observateur, « quand le dentifrice est sorti du tube, il est impossible de l'y faire rentrer »¹³.

Si de nombreux pays en développement ont maintenu leurs restrictions sur les mouvements de capitaux, le consensus de Washington considérait que la libéralisation était la voie à suivre, même si cela soulevait d'importantes questions concernant le rythme et l'échelonnement de celle-ci¹⁴. À l'inverse, on jugeait – à la lumière d'une vaste expérience sur la scène internationale – que les mesures de contrôle des mouvements de capitaux créaient des distorsions et étaient inefficaces.

On réévalue actuellement le rôle qu'ont joué ces mesures, en fonction des événements survenus pendant la crise et des afflux massifs de capitaux subséquents associés aux politiques monétaires des grandes économies avancées. Dans ce contexte, les mesures de contrôle sont souvent considérées comme un type d'outil macroprudentiel servant à limiter l'accentuation des vulnérabilités attribuable à la crise. Combinées à d'autres outils macroprudentiels, les mesures pourraient donner une plus grande latitude à la politique monétaire en vue du maintien de la stabilité macroéconomique intérieure et de la stabilité des prix.

Cette réévaluation se reflète dans les discussions internationales. À l'automne 2011, les ministres des Finances et les gouverneurs de banque centrale des pays du G20 ont notamment élaboré des conclusions cohérentes non contraignantes, fondées sur l'expérience des différents pays, qui orienteront la gestion des flux de capitaux. Ces conclusions ont établi qu'il pourrait être pertinent d'appliquer des mesures de contrôle des mouvements de capitaux, à condition que ces dernières soient temporaires, ciblées et transparentes¹⁵. Le Fonds monétaire international (FMI) a développé une « vision institutionnelle » qui définit le rôle des mesures de contrôle en tant que partie intégrante des outils de politique macroéconomique et vient compléter ces conclusions¹⁶.

¹³ Allocution prononcée par Morris Goldstein lors de la présentation de l'étude *Determinants and Systemic Consequences of International Capital Flows*, Étude spéciale n° 77, Fonds monétaire international, mars 1991.

¹⁴ Le consensus de Washington renvoie à l'idée de combiner la stabilité macroéconomique, la libéralisation financière et des échanges, et les privatisations.

¹⁵ Cette thèse a été exposée par M. Carney dans le discours intitulé *Évolution d'un paradigme : les déséquilibres mondiaux, les politiques et l'Amérique latine*, prononcé devant la Banque interaméricaine de développement, à Calgary (Alberta), le 26 mars 2011.

¹⁶ Voir Fonds monétaire international (2012), *The Liberalization and Management of Capital Flows: An Institutional View*, 14 novembre, à l'adresse www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/111412.pdf.

Toutefois, les mesures de contrôle des mouvements de capitaux, tout comme les barrières tarifaires, ont des répercussions sur les autres pays. Cela donne à penser qu'il conviendrait d'établir une gouvernance semblable à celle qui a été mise en place pour les restrictions commerciales. Les pays de l'Organisation de coopération et de développement économiques ont conclu un accord juridiquement contraignant, le Code de la libéralisation des mouvements de capitaux, auquel peuvent également souscrire les pays non membres.

Le G20 a constitué un groupe de travail sur l'architecture financière internationale, qui se penche sur la gestion des risques émanant de la volatilité des flux de capitaux. Ce groupe a mis en évidence la nécessité d'obtenir des données de meilleure qualité sur la composition des flux de capitaux pour mieux repérer les asymétries de monnaies et d'échéances. Il appuie également les travaux d'analyse qui tirent des enseignements de l'expérience des différents pays en matière de gestion de flux de capitaux. Un objectif plus vaste consiste à perfectionner le filet de sécurité financier mondial, c'est-à-dire l'ensemble des mécanismes de financement à la disposition des pays qui sont confrontés à des inversions imprévues des entrées de capitaux. Par exemple, le groupe de travail étudie les possibilités de recourir à des titres de créances conditionnels tels que les obligations liées au PIB, qui procureraient une protection aux pays en cas de chocs défavorables¹⁷. Grâce à ces mesures destinées à renforcer le filet de sécurité, les pays devraient être moins contraints à se servir de mesures de contrôle des sorties de capitaux.

On voit se dégager un consensus mondial, qui reconnaît que des mesures de contrôle des mouvements de capitaux peuvent être appliquées dans certains cas pour limiter l'accumulation de vulnérabilités financières. Elles ne devraient cependant pas être utilisées pour pallier des politiques macroéconomiques incohérentes ou inappropriées. En effet, l'efficacité de ces mesures est variable, et elle diminue généralement avec le temps. Des études réalisées par la Banque du Canada ont ainsi révélé que les mesures de contrôle n'ont qu'une incidence limitée sur les entrées nettes de capitaux, l'autonomie dans la conduite de la politique monétaire ou le taux de change¹⁸.

Enfin, si les mesures de contrôle servent à consolider un régime d'ancrage du taux de change insoutenable, elles pourraient accroître la volatilité plutôt que de l'endiguer. C'est le scénario classique de la « spéculation à sens unique » : la stratégie donne à croire que le taux de change finira par s'ajuster, conduisant ainsi à une augmentation des flux de capitaux spéculatifs.

Vivre avec un compte de capital ouvert

Pour résumer ce dont je viens de parler : les mesures de contrôle des mouvements de capitaux peuvent servir d'outil pour composer avec les flux de capitaux volatils, mais elles constituent tout au plus une solution de second

¹⁷ Voir *G20 Agenda towards a More Stable and Resilient International Financial Architecture*, à l'adresse www.g20.org/English/Documents/Current/201609/P020160914405291681904.pdf.

¹⁸ G. Pasricha, M. Falagiarda, M. Bijsterbosch et J. Aizenman (2015), *Domestic and Multilateral Effects of Capital Controls in Emerging Markets*, document de travail n° 2015-37, Banque du Canada, octobre.

choix. Depuis une vingtaine d'années, bon nombre de pays émergents ont adopté une approche différente : ils se sont attachés à préparer leur système financier et leur économie à composer avec la libre circulation des capitaux. Ils ont ramené leur déficit budgétaire sur une trajectoire viable, mis en place des cadres crédibles de conduite des politiques monétaire et budgétaire, développé des marchés financiers intérieurs plus profonds et plus liquides ainsi qu'un système financier plus solide, et se sont attaqués aux problèmes structurels qui nuisent à la croissance. Toutes ces interventions réduisent leur vulnérabilité aux flux de capitaux.

À certains égards, le Canada a vécu une expérience similaire. Dans les années 1990, au moment de la crise du peso mexicain, le dollar canadien était parfois qualifié de « peso du Nord ». Notre taux de change et nos coûts d'emprunt étaient alors ébranlés par la perception changeante des marchés au sujet de la santé financière de nos gouvernements et de nos banques.

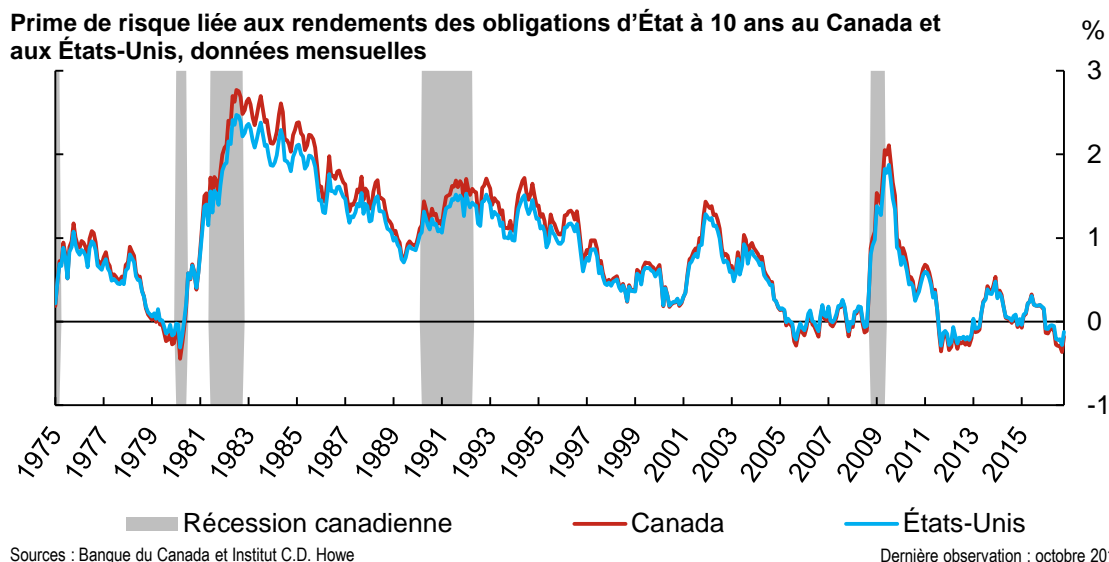
Ce signal d'alerte nous a poussés à mettre de l'ordre dans nos affaires. Dans la foulée de la défaillance de certaines petites institutions financières, les autorités canadiennes ont renforcé la réglementation du système financier en adoptant l'approche prudente et fondée sur des principes qui sous-tendent aujourd'hui la solidité de notre système financier. Le gouvernement fédéral a réduit le déficit et dispose maintenant d'une marge de manœuvre sur le plan budgétaire. En outre, la Banque du Canada a adopté une cible claire en matière de politique monétaire, et a établi sa crédibilité à l'égard de cette cible.

Même avec ces mesures, le système financier canadien n'est pas entièrement imperméable au cycle financier mondial. Selon une étude que la Banque a menée récemment, les taux d'intérêt canadiens déterminés par le marché sont fortement influencés par les primes de terme à l'échelle mondiale¹⁹. Malgré cela, la Banque conserve le pouvoir d'agir sur ces taux d'intérêt et sur d'autres aspects des conditions financières du pays. La prime de risque d'un pays constitue un élément clé. La monnaie et les actifs de nombreux pays émergents comportent des primes de risque qui reflètent leur solvabilité par rapport à celle des États-Unis. Ces primes de risque peuvent varier dans le temps et être corrélées avec le cycle financier mondial : elles augmentent en période d'aversion pour le risque et baissent en période d'appétit pour le risque²⁰. La prime de risque de crédit du Canada est descendue à un niveau très bas en raison de la solidité des facteurs économiques et financiers fondamentaux du pays, sur lesquels se fonde sa note de crédit AAA (**Graphique 5**). Les prix de ses actifs et ses taux d'intérêt sont donc moins touchés par le cycle financier mondial.

¹⁹ G. Bauer, G. Pasricha, R. Sekkel et Y. Terajima (2016), *The Global Financial Cycle, Monetary Policies and Macroprudential Regulations in Small, Open Economies*, document de travail du personnel n° 2016-38, Banque du Canada, août.

²⁰ B. S. Bernanke (2015), *Federal Reserve Policy in an International Context*, étude présentée lors de la 16^e conférence annuelle de recherche Jacques Polak, Washington, 5 et 6 novembre.

Graphique 5 : La prime de risque du Canada est descendue à un niveau très bas



Au Canada, d'importants flux bruts de capitaux ont tendance à être compensés par d'autres flux, ce qui favorise la résilience globale de notre économie. Selon des travaux du FMI, ces flux compensatoires sont caractéristiques des pays qui ont une politique saine, des institutions bien réglementées, un régime de changes flottants et un compte de capital ouvert – et on retrouve toutes ces particularités au Canada²¹. À l'inverse, les mesures de contrôle des mouvements de capitaux peuvent amoindrir la résilience en restreignant ces flux compensatoires.

Contrairement à de nombreux pays émergents, le Canada a la capacité de contracter des emprunts dans sa monnaie; il s'agit là d'un autre facteur qui joue en sa faveur. Cela signifie que notre bilan national ne présente pas d'asymétrie excessive de monnaies. Lorsque de telles asymétries sont importantes, les dépréciations des taux de change peuvent entraîner une contraction de l'économie puisque les effets de bilan d'une monnaie plus faible gonflent les engagements nationaux, alourdissant les transferts de dépenses par la voie des échanges commerciaux. Par contre, une baisse du dollar canadien tend à soutenir l'économie canadienne. Ainsi, la dépréciation marquée qu'a enregistrée le huard ces dernières années a contribué à protéger l'économie en accroissant la compétitivité de nos exportations hors produits de base. La capacité de contracter des emprunts dans sa propre monnaie est quant à elle un avantage qui découle de la solide réputation du pays concernant la mise en œuvre de politiques macroéconomiques et financières saines.

La crédibilité du cadre de conduite de la politique monétaire du Canada, conjuguée à notre régime de changes flottants, nous donne une plus grande

²¹ Fonds monétaire international (2013), « The Yin and Yang of Capital Flow Management: Balancing Capital Inflows with Capital Outflows », *Perspectives de l'économie mondiale*, chapitre 4, octobre.

latitude pour réagir aux chocs susceptibles d'avoir des répercussions différentes sur l'économie canadienne et sur l'économie américaine²². Par exemple, la Banque du Canada a abaissé son taux directeur deux fois l'an dernier pour aider à atténuer les effets de l'effondrement des prix du pétrole sur l'économie canadienne. La Banque avait la conviction que les attentes d'inflation demeureraient bien ancrées en dépit de la dépréciation du dollar canadien.

Le cycle financier mondial et les mesures de politique monétaire prises par la Réserve fédérale peuvent avoir des implications importantes au Canada, lesquelles sont bien entendu prises en compte dans les décisions de politique monétaire de la Banque du Canada. Prenons un exemple concret (qui reste hypothétique) : supposons que la Réserve fédérale décide d'augmenter son taux directeur. Un tel durcissement de la politique monétaire américaine aurait des incidences sur le Canada par la voie de deux principaux canaux financiers. Il ferait grimper les taux d'intérêt du marché à l'échelle mondiale et, par conséquent, au Canada (y provoquant, en quelque sorte, un resserrement). Il donnerait également lieu à une appréciation du dollar américain, qui améliorerait la compétitivité de nos exportations (ce qui aurait, en un sens, un effet expansionniste). Toutefois, il faut aussi tenir compte du contexte économique qui aurait motivé une telle décision d'ajuster le taux directeur : elle serait en effet probablement prise pour réagir à un raffermissement de l'économie américaine, lui-même généralement favorable aux exportations canadiennes²³. Ainsi, la Banque du Canada devrait manifestement prendre en considération, entre autres, les incidences nettes de la mesure de la Réserve fédérale lors de l'établissement de sa politique monétaire. Cela lui permettrait d'observer directement les effets sur les taux d'intérêt et les taux de change avant de prendre une décision en matière de politique monétaire. Il va sans dire que la prise en compte d'une telle décision de la Réserve fédérale nécessiterait une mûre réflexion.

La Banque du Canada a maintenu l'inflation à un niveau bas, stable et prévisible au cours des 25 dernières années, en dépit des nombreux chocs subis par notre économie. Cette longue expérience témoigne de la capacité du Canada à mener une politique monétaire efficace dans un contexte de mondialisation des flux de capitaux. La Banque est libre d'ajuster son taux directeur en fonction de la situation économique du pays et, plus particulièrement, elle n'est pas tenue d'être en phase avec la Réserve fédérale. Et ce taux directeur se transmet efficacement pour stabiliser l'économie canadienne.

²² M. Obstfeld (2015), *Trilemmas and Trade-offs: Living with Financial Globalisation*, document de travail n° 480, Département monétaire et économique de la Banque des Règlements Internationaux, janvier.

²³ B. S. Bernanke, *op. cit.* La livraison d'octobre 2012 du *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada traite également de ces effets.

Conclusion

J'ai commencé mon discours en disant que les Canadiens ont appris à vivre avec un compte de capital ouvert. Cela s'applique également aux décideurs publics. Bien que les interconnexions à l'échelle mondiale constituent un facteur important pour évaluer les effets de nos politiques, elles ne limitent pas notre capacité à tracer notre propre ligne de conduite.

Les diverses expériences internationales et notre propre histoire nous rappellent que notre résilience a été durement acquise; que, même à l'heure actuelle, tous les pays ne sont pas prêts à tirer parti de la mondialisation financière, et que nous devrions soutenir ceux qui prennent des mesures pour préserver leur propre stabilité économique et financière. Un monde stable est dans l'intérêt de tous.