

La maîtrise des flux en période de transition

Ingénierie du contrôle des capitaux.

Le contrôle des capitaux désigne l'ensemble des mesures par lesquelles un État régleme les flux financiers entrant et sortant de son territoire : plafonds sur les retraits bancaires, autorisations préalables pour les transferts internationaux, taxes sur les sorties de devises. Le compte courant (échanges de biens, de services et revenus du travail) reste généralement libre même en période de crise. Le compte de capital (transactions financières pures : achats d'actifs, prêts, investissements de portefeuille) fait l'objet des contrôles. Un gouvernement peut donc bloquer la sortie de dollars sans empêcher un exportateur de recevoir le paiement de ses marchandises.

La vulnérabilité d'une économie aux fuites de capitaux est inversement proportionnelle à sa souveraineté monétaire. Un pays qui émet sa propre monnaie peut laisser le taux de change absorber la pression. Une économie intégrée dans l'espace monétaire d'un autre État n'a pas ce levier. Le Québec paie ses transactions en dollars canadiens, mais ses exportations d'aluminium, de produits aérospatiaux et forestiers se libellent en grande partie en USD, créant une asymétrie structurelle que tout mécanisme de contrôle devrait gérer dès le premier jour d'une transition. « *Capital account restrictions can prevent financial crises from occurring or limit their severity when they do occur.* » -- Barry Eichengreen, *Globalizing Capital: A History of the International Monetary System*, Princeton University Press, 2008.

La pression sur les capitaux commence avant l'événement, dès que la probabilité d'indépendance devient crédible dans les marchés. Un virement interbancaire de gros montant via Lynx se règle en quelques secondes : un gestionnaire de fonds à Toronto peut liquider une position importante en obligations québécoises avant que l'Assemblée nationale ait terminé sa séance. Si des contrôles limitent les retraits en dollars canadiens sans bloquer l'accès aux USD via des plateformes de change en ligne ou des crypto-actifs, un marché parallèle peut émerger rapidement. L'expérience argentine le documente : lors du *corralito* de décembre 2001 (gel partiel des dépôts bancaires), l'écart entre le taux officiel et le marché informel du dollar a culminé à environ 40 % en 2002 avant la dévaluation formelle du peso. Un taux de conversion administré dès le premier jour serait indispensable pour limiter ce risque.

La distinction entre dépôts de détail et actifs institutionnels est cruciale. Un citoyen qui retire 500 dollars ne représente aucune menace systémique. La Caisse de dépôt et placement du Québec gérait environ 434 milliards de dollars d'actifs nets au 31 décembre 2023, dont une part significative investie hors Québec. Les fonds de pension et les filiales québécoises des grandes banques canadiennes détiennent collectivement des centaines de milliards supplémentaires. Ce segment institutionnel pourrait déstabiliser une transition en quelques journées de transactions, indépendamment de tout comportement individuel aux guichets.

Le cas islandais documente les effets d'un contrôle appliqué en contexte de crise bancaire aiguë. En octobre 2008, les trois principales banques du pays s'effondrent avec des actifs combinés représentant environ dix fois le produit intérieur brut national. La couronne perd environ 50 % de sa valeur entre 2007 et 2009. Le gouvernement laisse les banques faire faillite pour leurs créanciers étrangers, protège les déposants domestiques et impose des contrôles stricts sur les sorties de capitaux. Après une contraction du PIB de 6,6 % en 2009, l'Islande retrouve la croissance dès 2011 et le chômage redescend sous les 3 % vers 2016. Les contrôles restent en vigueur jusqu'en mars 2017, soit plus de huit ans, générant des distorsions mesurables : contournements juridiques via des montages offshore, tensions sur le marché immobilier, accès au financement international plus coûteux. « *The Icelandic experience suggests that capital controls, though a second-best policy, can create the breathing space necessary for economic adjustment when a country faces a sudden stop in capital flows.* » -- Fonds Monétaire International, *Iceland: Selected Issues*, IMF Country Report No. 12/91, 2012.

Le cas chypriote de 2013 documente la contrainte supplémentaire qu'impose l'absence de monnaie propre. Membre de la zone euro, Chypre ne peut pas dévaluer quand ses deux principales banques se retrouvent insolubles, exposées massivement aux obligations grecques décotées, pour une exposition totale estimée à environ 22 milliards d'euros, soit plus d'une fois le PIB du pays. La troïka impose un bail-in : une ponction directe sur les déposants pour absorber les pertes bancaires, par opposition au bail-out où l'État injecte des fonds publics. Les dépôts non garantis à la Bank of Cyprus sont convertis en actions, avec des pertes finales estimées à environ 47,5 %. Un plafond de 300 euros par jour aux guichets et l'interdiction des transferts internationaux sans autorisation accompagnent la mesure. Ces contrôles, levés entre 2013 et avril 2015, n'empêchent pas le PIB de contracter de 5,4 % en 2013 et de 2,5 % en 2014, ni le chômage de culminer à environ 16 % en 2014. Pour un Québec sans souveraineté monétaire en phase transitoire, le contrôle des capitaux ne serait pas un outil parmi d'autres, mais l'unique mécanisme de protection contre l'asphyxie financière. « *Ceux qui préconisent la libéralisation du compte de capital font l'hypothèse implicite que les marchés financiers fonctionnent bien. Mais lorsque cette hypothèse est fautive, la libéralisation peut conduire à une instabilité accrue, et non à une allocation efficace du capital.* » -- Joseph Stiglitz, *Globalization and Its Discontents*, W.W. Norton & Company, 2002.



Le droit international prévoit un cadre pour ces mesures. L'article VI, section 3 des Statuts du FMI stipule que « *les États membres peuvent exercer les contrôles nécessaires pour réglementer les mouvements internationaux de capitaux* ». En 2012, le Fonds a reconnu dans *The Liberalization and Management of Capital Flows: An Institutional View* que des contrôles peuvent constituer des mesures macroprudentielles légitimes lorsque les entrées de capitaux créent des risques pour la stabilité financière et que d'autres instruments sont insuffisants. L'OMC prévoit à l'article XII de l'Accord général sur le commerce des services des exemptions pour les difficultés de balance des paiements. Le risque juridique provient des accords bilatéraux d'investissement et des chapitres sur la protection des investissements dans les accords de libre-échange canadiens (ACEUM, AECG) : la question de leur succession dans le cadre d'une indépendance québécoise resterait ouverte, aucun précédent comparable ne permettant d'en prédire l'issue. Un investisseur étranger dont les actifs seraient bloqués pourrait invoquer les clauses de traitement équitable devant le CIRDI (tribunal d'arbitrage spécialisé dans les litiges entre investisseurs étrangers et États). Ce risque justifierait que toute architecture de contrôle ménage des voies de sortie négociées pour les investisseurs étrangers.

RBC, TD et BMO sont régies par la Loi fédérale sur les banques et supervisées par le BSIF (Bureau du Surintendant des Institutions Financières, acronyme anglais OSFI). Leurs obligations primaires resteraient envers Ottawa, et leur coopération avec un dispositif de contrôle québécois serait juridiquement ambiguë. L'allégeance de Desjardins découle de sa structure juridique : coopérative financière constituée sous la Loi sur les coopératives de services financiers du Québec, elle échappe au cadre fédéral. Avec environ 400 milliards de dollars d'actifs et près de sept millions de membres au Québec, Desjardins constitue l'acteur systémique dont l'alignement réglementaire serait acquis dès le premier jour. Il deviendrait le bras opérationnel principal de l'État pour les dépôts de détail : application des plafonds de retrait, traitement des demandes d'exception, communication directe en français avec la clientèle. Les actifs institutionnels (CDPQ, fonds de pension) feraient l'objet de négociations séparées avec des calendriers de rapatriement adaptés.

La **Chambre de compensation québécoise** constituerait le maillon technique central du dispositif. Une chambre de compensation permet aux institutions financières de régler leurs créances mutuelles en ne s'échangeant que les soldes nets en fin de journée, plutôt que de transférer des fonds à chaque transaction. Paiements Canada opère deux systèmes : l'ACSS, qui traite les transactions de masse (chèques, débits préautorisés, paiements par carte), et Lynx, entré en service en 2021, qui assure le règlement brut en temps réel des transactions de grande valeur. Lynx traitait en 2022 environ 40 000 transactions par jour pour une valeur quotidienne moyenne dépassant 200 milliards de dollars. Si Ottawa restreignait l'accès du Québec à Lynx, les paiements interbancaires de grande valeur se paralyseraient rapidement.

La Chambre québécoise fonctionnerait comme un commutateur à deux positions. En position normale, elle traiterait l'ensemble des paiements domestiques (salaires, hypothèques, commerce de détail) de manière autonome, sans transiter par les infrastructures fédérales. En position de contrôle, tout transfert dépassant un seuil défini vers une institution hors Québec serait soumis à autorisation préalable, tandis que les paiements internes circuleraient librement. Desjardins, déjà membre participant au système de compensation canadien, servirait d'épine dorsale technique à cette chambre pendant la phase de construction de l'infrastructure étatique propre, dont le déploiement complet exigerait plusieurs années.

Dès le premier jour, quatre mesures s'activeraient simultanément : un **plafond de retrait en espèces** d'environ 1 000 dollars par jour pour les particuliers, une **suspension temporaire des transferts institutionnels sortants** au-delà d'un seuil à définir (de l'ordre d'un million de dollars), la **publication d'un taux de conversion** administré entre le dollar canadien et le dollar américain, et le **maintien de l'approvisionnement en numéraire** via les réserves physiques déjà présentes sur le territoire, complétées par des ententes logistiques avec les transporteurs de valeurs existants (Brink's, Garda). Du premier au septième jour, Desjardins traiterait les demandes d'exception : remboursements de dettes extérieures préexistantes, paiements de fournitures critiques, règlements commerciaux urgents. Du huitième au trentième jour, un régime d'autorisation rapide (réponse en moins de 48 heures) remplacerait la suspension initiale pour les transferts légitimes, tandis que les actifs institutionnels feraient l'objet de négociations directes.

« *Les crises de balance des paiements sont parmi les phénomènes économiques les plus récurrents de l'histoire moderne. Leur point commun n'est pas l'absence de signaux d'alarme, mais l'absence de mécanismes institutionnels capables de transformer ces signaux en action préventive.* » -- Carmen Reinhart et Kenneth Rogoff, *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press, 2009.

Une durée de 18 à 24 mois constituerait la fenêtre cible pour la levée progressive des contrôles. Au-delà de deux ans sans critères de sortie explicites, les investisseurs étrangers évitent les marchés dont ils ignorent la date de sortie, et l'investissement direct étranger reste en deçà de son potentiel. Ces critères devraient être publiés dès le premier jour : réserves de change équivalant à trois mois d'importations minimum (seuil standard du FMI pour les économies ouvertes), stabilisation du taux de change dans une bande définie, règlement d'au moins 80 % des litiges institutionnels en suspens.

La souveraineté financière est un outil de prévisibilité. Un État qui contrôle ses infrastructures de compensation, qui peut activer des contrôles de capitaux sans requérir l'autorisation d'un régulateur étranger, et qui a préparé son architecture institutionnelle avant d'en avoir besoin dispose d'une capacité d'action que les marchés intègrent dans leurs calculs. La crédibilité se construit instrument par instrument, avant que la crise ne force à improviser.

Louis-Martin Carrière