

Bourse de Santiago. Le Chili est l'un des premiers pays à avoir adopté des politiques néolibérales.



Le néolibéralisme est-il surfait?

Jonathan D. Ostry, Prakash Loungani et Davide Furceri

Au lieu d'apporter la croissance, certaines politiques néolibérales ont creusé les inégalités au détriment d'une expansion durable

EN 1982, Milton Friedman saluait le «miracle économique» chilien. Près d'une dizaine d'années avant, le Chili avait opté pour des politiques reprises depuis par de très nombreux autres pays. Le programme néolibéral, un terme plus utilisé par les adversaires de ces politiques que par leurs architectes, repose sur deux piliers. Le premier, l'intensification de la concurrence, passe par la déréglementation et l'ouverture des marchés intérieurs, y compris financiers, à la concurrence étrangère. Le second consiste à réduire le rôle de l'État en procédant à des privatisations et en limitant les prérogatives gouvernementales en matière de déficit budgétaire et d'endettement.

À partir des années 80, on observe une tendance marquée et généralisée au néolibéralisme partout dans le monde; cette tendance est mesurée par un indice composite qui reflète l'importance du recours à la concurrence pour favoriser la croissance dans diverses sphères de l'activité économique d'un pays. Comme l'illustre

la partie gauche du graphique 1, la montée en puissance du Chili a démarré une dizaine d'années avant 1982, et le pays n'a cessé de se rapprocher des États-Unis au gré des politiques qui ont suivi. D'autres pays se sont progressivement convertis aux politiques néolibérales (graphique 1, partie droite).

De nombreuses facettes du programme néolibéral méritent d'être saluées. Le développement du commerce mondial a sauvé des millions de personnes du dénuement le plus extrême. L'investissement direct étranger a souvent permis de transférer des technologies et des savoir-faire dans des pays en développement. La privatisation d'entreprises s'est traduite dans bien des cas par une offre de services plus efficace et un allègement de la charge budgétaire.

Cependant, certains volets du programme n'ont pas donné les résultats attendus. Notre évaluation ne porte que sur les effets de deux politiques : la levée des restrictions aux mouvements transfrontaliers de capitaux (libéralisation du compte de

capital) et l'assainissement des finances publiques, que l'on nomme parfois aussi «austérité», un raccourci pour désigner les politiques visant à réduire les déficits budgétaires et l'endettement. L'examen de ces politiques *en particulier* (et non du programme néolibéral en général) aboutit à trois conclusions troublantes :

- Les bienfaits en termes de gains de croissance semblent très difficiles à déterminer à l'échelle d'un large groupe de pays.
- Les coûts liés au creusement des inégalités sont importants. Ils témoignent de la nécessité d'arbitrer entre les effets sur la croissance et sur l'équité induits par certains aspects du programme néolibéral.
- Le creusement des inégalités influe à son tour sur le niveau et la durabilité de la croissance. Même si la croissance est l'unique ou le principal objectif du néolibéralisme, les partisans de ce programme doivent rester attentifs aux effets sur la répartition.

Ouvert mais fermé?

Comme le notait Maurice Obstfeld (1998), «la théorie économique ne laisse subsister aucun doute sur les avantages potentiels» de la libéralisation du compte de capital, également appelée «ouverture financière». Elle peut permettre aux marchés financiers internationaux d'acheminer l'épargne mondiale là où elle est la plus productive. Les pays en développement disposant de peu de capitaux peuvent emprunter pour financer leurs investissements et donc favoriser leur croissance économique sans qu'une forte hausse de leur propre épargne ne soit nécessaire. Mais, pointant également les «véritables dangers» de l'ouverture aux flux financiers extérieurs, Obstfeld concluait que «cette dualité des avantages et des risques était inévitable dans le monde réel».

Il s'avère qu'il a raison. Le lien entre ouverture financière et croissance économique est complexe. Certaines entrées de capitaux comme l'investissement direct étranger, qui peut comprendre des transferts de technologie ou de capital humain, semblent effectivement doper la croissance à long terme. D'autres flux, en revanche, tels que les investissements de portefeuille ou les flux bancaires et les capitaux fébriles ou spéculatifs sur le marché de la dette, ne paraissent ni stimuler la croissance, ni permettre un meilleur partage des risques entre partenaires commerciaux (Dell'Ariccia *et al.*, 2008; Ostry, Prati et Spilimbergo, 2009). Les effets positifs des flux de capitaux sur la croissance et le partage des risques paraissent donc dépendre du type de flux considéré, mais aussi de la nature des institutions et des politiques concernées.

Si les avantages pour la croissance sont incertains, les coûts liés à l'augmentation de la volatilité économique et de la fréquence des crises semblent plus manifestes. Depuis 1980, il y a eu environ 150 épisodes d'entrées massives de capitaux dans plus de 50 pays émergents; comme le montre la partie gauche du graphique 2, dans 20 % des cas environ, ces épisodes se soldent par

des crises financières liées la plupart du temps à de fortes baisses de la production (Ghosh, Ostry et Qureshi, 2016).

La généralisation des cycles d'expansion-récession paraît donner raison à Dani Rodrik, économiste à Harvard, pour qui ces cycles, loin d'être un «épiphénomène» ou un «inconvenient mineur des flux de capitaux ... sont le fond du problème». Même si l'explication est multifactorielle, la libéralisation accrue du compte de capital figure systématiquement parmi les facteurs contribuant au déclenchement de tels cycles. Outre qu'elle augmente les risques de krach, l'ouverture financière a des effets sur la répartition des revenus, car elle accentue notablement les inégalités (voir Furceri et Loungani, 2015, au sujet des mécanismes à l'œuvre). Les effets de l'ouverture sur les inégalités sont d'ailleurs amplifiés quand un krach s'ensuit (graphique 2, partie droite).

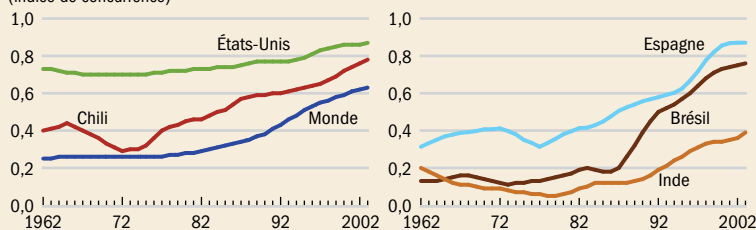
L'accumulation d'éléments démontrant le ratio coûts-avantages élevé de l'ouverture du compte de capital, s'agissant en particulier des flux à court terme, a récemment conduit Stanley Fischer, ex-Premier Directeur général adjoint du FMI devenu Vice-président du Conseil de la Réserve fédérale, à s'exclamer : «À quoi les flux de capitaux internationaux à court terme sont-ils

Graphique 1

Doper la concurrence

Depuis les années 80, les pays ont adopté des politiques visant à intensifier la concurrence intérieure par la déréglementation et l'ouverture aux capitaux étrangers.

(indice de concurrence)



Source : Ostry, Prati et Spilimbergo (2009).

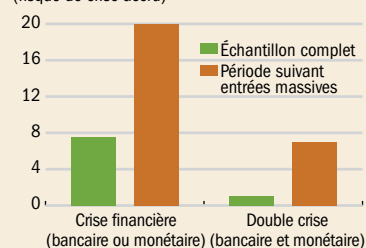
Note : Le graphique fournit les valeurs moyennes d'un indice composite des politiques structurelles destinées à doper la concurrence. Les mesures prises concernent l'ouverture du compte de capital; l'ouverture du compte courant; la libéralisation du secteur agricole et des industries de réseau; la libéralisation du secteur financier national; et la réduction de la fiscalité entre salaire et revenu net. Un indice égal à zéro correspond à une absence totale de concurrence, et un indice de 1, à la libre concurrence.

Graphique 2

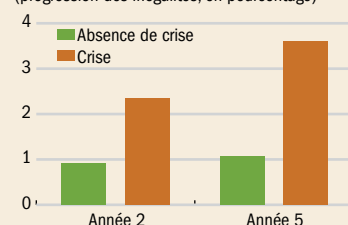
Les inconvénients de l'ouverture

Les entrées massives de flux de capitaux ont accentué le risque de crise financière et elles aggravent les inégalités en période de crise.

(risque de crise accru)



(progression des inégalités, en pourcentage)



Sources : Ghosh, Ostry et Qureshi (2016), partie gauche; Furceri et Loungani (2015), partie droite.

Note : La partie gauche illustre le risque accru de crise en cas d'afflux massif de capitaux. Analyse fondée sur 165 épisodes d'entrées de capitaux dans 53 pays émergents entre 1980 et 2014. La partie droite compare la hausse du coefficient de Gini mesurant les inégalités quand la libéralisation du compte de capital a été suivie d'une crise et sa hausse durant les périodes où il n'y a pas eu de crise. Analyse fondée sur 224 épisodes de libéralisation du compte de capital dans 149 pays entre 1970 et 2010.

donc utiles?». Les dirigeants sont de plus en plus nombreux à accepter les contrôles en vue de limiter les flux de dette à court terme, jugés susceptibles de provoquer des crises financières ou de les aggraver. Bien que le contrôle des capitaux ne soit pas l'unique outil disponible (les politiques de change et financières sont là aussi), il constitue une solution viable, parfois la seule, quand les emprunts directs à l'étranger sont à l'origine d'une expansion insoutenable du crédit (Ostry *et al.*, 2012).

La taille de l'État

La réduction de la taille de l'État fait également partie du programme néolibéral. La privatisation de certaines fonctions est un des moyens d'atteindre cet objectif, mais il est également possible de maîtriser les dépenses publiques en plafonnant les déficits budgétaires et la capacité d'endettement de l'État. L'histoire économique des dernières décennies offre de nombreux exemples d'initiatives de ce type, comme la limite de 60 % du PIB (un des «critères de Maastricht») imposée aux pays souhaitant rejoindre la zone euro.

La théorie économique ne nous éclaire guère sur le niveau de dette publique idéal. Certaines thèses en justifient le relèvement (car la fiscalité produit des distorsions), d'autres préconisent des niveaux plus bas, voire négatifs (nécessité d'une épargne de précaution pour faire face aux chocs). Dans le cadre de ses conseils de politique budgétaire, le FMI s'est essentiellement concentré sur le *rythme* de réduction des déficits et du niveau de dette après l'accumulation de la dette observée dans les pays avancés suite à la crise financière mondiale : un rythme trop lent déstabilise les marchés, un rythme trop rapide compromet la reprise. Mais le FMI a plaidé aussi pour le remboursement d'une partie des dettes à moyen terme dans un large éventail de pays avancés et émergents, à titre d'assurance contre des chocs futurs.

Pour des pays comme l'Allemagne, les États-Unis ou le Royaume-Uni, peut-on toutefois raisonnablement plaider en ce sens? Généralement, deux arguments sont avancés pour défendre le remboursement de la dette dans les pays disposant d'une importante marge de manœuvre budgétaire, c'est-à-dire ceux où une crise budgétaire est réellement peu probable. Le premier est que, même si les chocs négatifs tels que la Grande Dépression des années 30 ou la crise financière mondiale de la dernière décennie sont rares, il est important d'avoir pu tranquillement éponger la dette avant. Le second argument s'appuie sur l'idée qu'une dette élevée nuit à la croissance et qu'il est donc indispensable de la rembourser pour asseoir la croissance sur des bases stables.

Il est sans doute vrai que de nombreux pays (ceux d'Europe du Sud, par exemple) n'ont d'autre choix que d'assainir leurs finances publiques, faute de quoi les marchés ne leur permettront plus de continuer à emprunter. Mais le fait que *certain*s pays doivent rééquilibrer leur budget n'implique pas que *tous* le fassent. En l'espèce, il semble tout à fait justifié de se défier d'une approche uniforme. Les marchés considèrent généralement qu'une crise de la dette est très peu probable dans les pays connus pour leurs politiques budgétaires responsables (Mendoza et Ostry, 2007). Leurs antécédents solides leur donnent toute latitude pour décider de ne pas augmenter les impôts ou tailler dans les dépenses productives quand le niveau de la dette est élevé (Ostry *et al.*, 2010, Ghosh *et al.*, 2013). En outre, pour ces bons élèves, l'intérêt d'une réduction de la dette en termes d'assurance contre

une crise budgétaire future se révèle extraordinairement modeste, même avec des ratios dette/PIB très élevés. Ainsi, passer en quelques années d'un ratio de 120 % du PIB à 100 % ne réduit que très marginalement le risque de crise (Baldacci *et al.*, 2011).

Cela étant, même si l'avantage en termes d'assurance est peu important, il peut tout de même en valoir la peine si le coût est suffisamment minime. Or ce coût peut être élevé et bien supérieur à l'avantage. En effet, pour abaisser le niveau de la dette, il peut être provisoirement nécessaire d'augmenter des impôts qui faussent le comportement des agents économiques ou de réduire les dépenses productives, voire les deux. Le coût des mesures requises pour faire diminuer la dette peut être largement supérieur à l'atténuation du risque de crise (Ostry, Ghosh et Espinoza, 2015). Il n'est pas question de nier que la croissance et le bien-être social s'accommodent mal d'une dette élevée, mais le point essentiel est que son coût social («fardeau de la dette») est un coût déjà engagé, qui ne sera pas recouvré, un coût irrécupérable. Les gouvernements disposant d'une marge budgétaire confortable et ayant le choix entre composer avec une dette élevée, en laissant le ratio d'endettement diminuer naturellement sous l'effet de la croissance, ou dégager délibérément des excédents budgétaires pour réduire la dette seront plus avisés de choisir la première option.

Non seulement les politiques d'austérité ont des coûts sociaux substantiels liés aux circuits de transmission du côté de l'offre, mais elles influent négativement sur la demande et, partant, sur l'emploi et le chômage. L'idée que l'assainissement des finances publiques peut être expansionniste (c'est-à-dire stimuler la production et l'emploi), notamment en renforçant la confiance et l'investissement du secteur privé, a été défendue, entre autres, par Alberto Alesina, économiste à Harvard, du côté des universitaires, et par l'ex-Président de la Banque centrale européenne, Jean-Claude Trichet, du côté des praticiens. Pourtant, en pratique, les épisodes d'assainissement budgétaire se sont plutôt traduits par des chutes que par des hausses de la production. En moyenne, un rééquilibrage de 1 % du PIB relève le taux de chômage à long terme de 0,6 point, et le coefficient de Gini, qui mesure les inégalités de revenu, de 1,5 % en cinq ans (Ball *et al.*, 2013).

En résumé, les avantages de certaines politiques incontournables du programme néolibéral semblent avoir été quelque peu exagérés. En ce qui concerne l'ouverture financière, certains flux de capitaux comme l'investissement direct étranger paraissent effectivement présenter les avantages annoncés. S'agissant d'autres flux, en revanche, surtout les capitaux à court terme, leurs effets positifs sur la croissance sont difficiles à percevoir, tandis que leurs risques (volatilité et risques de crise accrus) sont loin d'être négligeables.

En ce qui concerne le rééquilibrage budgétaire, ses coûts à court terme (baisse de la production, du bien-être et de l'emploi) ont été minimisés, et l'on ne se rend pas suffisamment compte de l'intérêt qu'auraient les pays disposant d'un espace budgétaire important à s'accommoder simplement de leur dette élevée en attendant qu'elle diminue naturellement sous l'effet de la croissance.

Un cercle vicieux

De plus, l'ouverture et l'austérité vont de pair avec une aggravation des inégalités, et cet effet redistributif crée un cercle vicieux : le creusement des inégalités provoqué par l'ouverture financière et l'austérité peut à son tour saper la croissance, que les néolibéraux

veulent précisément stimuler. Aujourd'hui, des éléments très probants montrent que les inégalités peuvent avoir une incidence fort négative sur le niveau et la durabilité de la croissance (Ostry, Berg et Tsangarides, 2014).

Au vu du préjudice économique que peuvent causer les inégalités, les gouvernements devraient être plus favorables à la redistribution. Bien sûr, ils pourraient également formuler des politiques visant à atténuer à l'avance certains impacts, par exemple en augmentant les dépenses d'éducation et de formation pour améliorer l'égalité des chances (politiques de «prédistribution»). Et les stratégies de rééquilibrage budgétaire qui s'imposent éventuellement pourraient être conçues pour réduire au maximum les effets négatifs sur les groupes à faible revenu. Dans certains cas, cependant, il faudra remédier après coup aux conséquences fâcheuses sur la répartition, en s'appuyant sur les impôts et les dépenses publiques pour redistribuer les revenus. Heureusement, la crainte que ces politiques ne soient elles-mêmes dangereuses pour la croissance est infondée (Ostry, 2014).

Trouver l'équilibre

Il ressort de tous ces éléments qu'il conviendrait d'être un peu plus nuancé sur les objectifs que le programme néolibéral est susceptible d'atteindre. Le FMI, qui supervise le système monétaire international, a été l'un des premiers à réexaminer la question.

En 2010, par exemple, Olivier Blanchard, ancien économiste en chef, déclarait : «De nombreux pays avancés ont besoin de programmes d'assainissement budgétaire crédibles à moyen terme, et non de l'application immédiate d'une camisole de force.» Trois ans plus tard, la Directrice générale, Christine Lagarde, a indiqué que le FMI approuvait l'initiative du Congrès américain de relever le plafond de la dette des États-Unis : «Le but n'est pas de provoquer une contraction de l'économie en taillant brutalement dans les dépenses alors que la reprise s'amorce.» En 2015, enfin, le FMI a conseillé aux pays de la zone euro «disposant d'une marge de manœuvre budgétaire de s'en servir pour accompagner l'investissement».

En ce qui concerne la libéralisation du compte de capital, la position du FMI a également évolué. Initialement jugé comme presque toujours contre-productif, le contrôle des capitaux est désormais mieux accepté comme moyen de lutter contre la volatilité des flux. Le FMI reconnaît également que la libéralisation complète des opérations en capital n'est pas toujours une fin en soi et qu'une libéralisation plus poussée se révèle plus bénéfique et moins risquée quand le pays a atteint un certain degré de développement financier et institutionnel.

Le Chili comme pionnier du néolibéralisme a été salué par Friedman, le lauréat du prix Nobel, mais de nombreux économistes adoptent aujourd'hui une position plus nuancée, à l'instar de Joseph Stiglitz, de l'université Columbia et également prix Nobel, qui disait en 2002 : «Le cas du Chili est l'exemple d'une combinaison réussie des marchés et d'une réglementation appropriée.» Stiglitz faisait observer que, dans les premières années de sa conversion au néolibéralisme, le Chili avait imposé des «contrôles sur les entrées de capitaux, pour ne pas être inondé» comme l'avait été la Thaïlande, par exemple, premier pays frappé par la crise asiatique une quinzaine d'années plus tard. L'expérience du Chili (qui évite à présent les contrôles) et d'autres pays semble montrer qu'aucun programme prédéterminé ne donne de bons résultats dans tous

les pays et en toutes circonstances. Les pays et les institutions qui les conseillent, comme le FMI, ne doivent pas être guidés par leurs convictions, mais s'inspirer des recettes qui ont fait leurs preuves. ■

Jonathan D. Ostry, Prakash Loungani et Davide Furceri sont respectivement Directeur adjoint, Chef de division et économiste au Département des études du FMI.

Bibliographie :

Baldacci, Emanuele, Iva Petrova, Nazim Belhocine, Gabriela Dobrescu, and Samah Mazraani, 2011, "Assessing Fiscal Stress," *IMF Working Paper 11/100* (Washington: International Monetary Fund).

Ball, Laurence, Davide Furceri, Daniel Leigh, and Prakash Loungani, 2013, "The Distributional Effects of Fiscal Austerity," *UN-DESA Working Paper 129* (New York: United Nations).

Dell'Ariccia, Giovanni, Julian di Giovanni, André Faria, M. Ayhan Kose, Paolo Mauro, Jonathan D. Ostry, Martin Schindler, and Marco Terrones, 2008, *Reaping the Benefits of Financial Globalization*, *IMF Occasional Paper 264* (Washington: International Monetary Fund).

Furceri, Davide, and Prakash Loungani, 2015, "Capital Account Liberalization and Inequality," *IMF Working Paper 15/243* (Washington: International Monetary Fund).

Ghosh, Atish R., Jun I. Kim, Enrique G. Mendoza, Jonathan D. Ostry, and Mahvash S. Qureshi, 2013, "Fiscal Fatigue, Fiscal Space and Debt Sustainability in Advanced Economies," *Economic Journal*, Vol. 123, No. 566, p. F4–F30.

Ghosh, Atish R., Jonathan D. Ostry, and Mahvash S. Qureshi, 2016, "When Do Capital Inflow Surges End in Tears?" *American Economic Review*, Vol. 106, No. 5.

Mendoza, Enrique G., and Jonathan D. Ostry, 2007, "International Evidence on Fiscal Solvency: Is Fiscal Policy 'Responsible'?" *Journal of Monetary Economics*, Vol. 55, No. 6, p. 1081–93.

Obstfeld, Maurice, 1998, "The Global Capital Market: Benefactor or Menace?" *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 12, No. 4, p. 9–30.

Ostry, Jonathan D., 2014, "We Do Not Have to Live with the Scourge of Inequality," *Financial Times*, March 3.

———, Andrew Berg, and Charalambos Tsangarides, 2014, "Redistribution, Inequality, and Growth," *IMF Staff Discussion Note 14/02* (Washington: International Monetary Fund).

Ostry, Jonathan D., Atish R. Ghosh, Marcos Chamon, and Mahvash S. Qureshi, 2012, "Tools for Managing Financial-Stability Risks from Capital Inflows," *Journal of International Economics*, Vol. 88, No. 2, p. 407–21.

Ostry, Jonathan D., Atish R. Ghosh, Jun I. Kim, and Mahvash Qureshi, 2010, "Fiscal Space," *IMF Staff Position Note 10/11* (Washington: International Monetary Fund).

Ostry, Jonathan D., Atish R. Ghosh, and Raphael Espinoza, 2015, "When Should Public Debt Be Reduced?" *IMF Staff Discussion Note 15/10* (Washington: International Monetary Fund).

Ostry, Jonathan D., Alessandro Prati, and Antonio Spilimbergo, 2009, *Structural Reforms and Economic Performance in Advanced and Developing Countries*, *IMF Occasional Paper 268* (Washington: International Monetary Fund).

Rodrik, Dani, 1998, "Who Needs Capital-Account Convertibility?" in *Should the IMF Pursue Capital-Account Convertibility? Essays in International Finance 207* (Princeton, New Jersey: Princeton University).

Stiglitz, Joseph, 2002, "The Chilean Miracle: Combining Markets with Appropriate Reform," *Commanding Heights interview*.