



L'ouverture, cause d'inéquité

Davide Furceri et Prakash Loungani

EN juin 1979, au lendemain d'une victoire électorale mémorable, Margaret Thatcher a mis fin aux restrictions à l'entrée et à la sortie de capitaux du Royaume-Uni, ce que certains de ses admirateurs considèrent comme «une de ses initiatives les plus judicieuses et révolutionnaires» (Heath, 2015). *The Telegraph* écrit que «durant l'âge des ténèbres économiques que furent les années 70, les citoyens britanniques pouvaient toujours rêver d'acheter une maison à l'étranger, d'acquérir des titres étrangers ou de se payer des vacances... L'impact économique était dévastateur : les entreprises rechignaient à investir au Royaume-Uni, car elles aussi avaient du mal à rapatrier des fonds dans leurs pays d'origine.» Thatcher a aboli «toutes ces règles absurdes et libéralisé les mouvements de capitaux au Royaume-Uni.»

Mais les critiques de Thatcher voyaient les choses autrement. Pour eux, cette même libéralisation était le début d'une tendance mondiale dont «les conséquences... se sont avérées nocives» (Schiffirin, 2016). De leur point de vue, si la libre circulation des capitaux à travers les frontières présente de gros avantages en théorie, la libéralisation a en pratique souvent été cause d'instabilité économique et de crises financières, ce qui a des retombées sur un grand nombre d'agents écono-

miques, en particulier ceux qui ne sont pas aisés. La libéralisation affecte aussi les rapports de force entre entreprises et travailleurs, (c'est-à-dire entre le capital et le travail dans le jargon des économistes), car le capital peut en général franchir les frontières nationales plus facilement que la main-d'œuvre. La menace d'une délocalisation de la production affaiblit le pouvoir de négociation des travailleurs, dont la part du revenu global diminue.

En étudiant ces effets distributifs de la libéralisation des mouvements de capitaux, nous avons observé qu'après l'abolition des restrictions, les inégalités de revenu augmentent dans les pays concernés (Furceri et Loungani, 2015). L'impact est plus marqué lorsque la libéralisation est suivie d'une crise financière et dans les pays dont le système financier est peu développé, là où les institutions financières sont de petite taille et l'accès à leurs services est limité. Nous observons aussi que la part du revenu qui échoit à la main-d'œuvre diminue après la libéralisation. Par conséquent, comme la libéralisation des échanges, celle des mouvements de capitaux peut faire des gagnants et des perdants. Mais, tandis que les économistes étudient depuis longtemps les effets distributifs du commerce, l'analyse des conséquences de la libéralisation des mouvements de capitaux débute à peine.

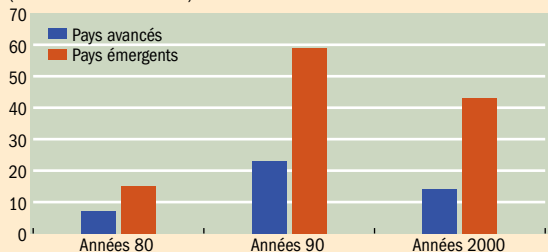
Lorsque les pays lèvent les restrictions aux flux de capitaux, les inégalités finissent souvent par s'aggraver

Graphique 1

Initiative en vogue

Ces dernières années, de nombreux pays ont libéralisé leur compte de capital; autrement dit, ils ont mis fin aux restrictions à l'entrée et à la sortie de capitaux.

(nombre de libéralisations)



Source : Furceri et Loungani (2015).

L'élan en faveur de la libéralisation

Lors de sa Réunion annuelle d'octobre 1997 à Hong Kong (RAS), le FMI a expliqué pourquoi il fallait que les pays mènent à son terme la libéralisation des mouvements de capitaux, en éliminant toutes les restrictions à l'entrée et à la sortie. Le Premier Directeur général adjoint de l'époque, Stanley Fischer, décrivait la libéralisation comme «une étape incontournable sur la voie du développement qui ne peut être évitée et où il faut s'engager avec ardeur». Fischer, aujourd'hui Vice-président du Conseil de

Comme la libéralisation des échanges, celle des mouvements de capitaux peut faire des gagnants et des perdants.

la Réserve fédérale américaine, expliquait que la libéralisation permet «aux résidents et aux États d'emprunter et de prêter à des conditions favorables, et les marchés financiers intérieurs gagnent en efficacité, grâce à l'adoption de techniques financières perfectionnées, ce qui assure une meilleure allocation de l'épargne comme de l'investissement» (Fischer, 1998). Tout en admettant que la libéralisation «accroît la vulnérabilité de l'économie aux humeurs [des marchés]», Fischer expliquait que les avantages potentiels de l'ouverture du compte de capital en dépassent le coût.

Convaincus par des raisonnements du même ordre, de nombreux gouvernements ont levé les restrictions aux mouvements de capitaux. L'exemple de Thatcher a été suivi par l'Allemagne en 1984 et d'autres pays européens pendant la dizaine d'années suivante. Le Chili a été un des premiers pays émergents à opter pour la libéralisation, après quoi plusieurs autres pays d'Amérique latine lui ont emboîté le pas dans les années 90, suivis par des pays émergents d'Asie.

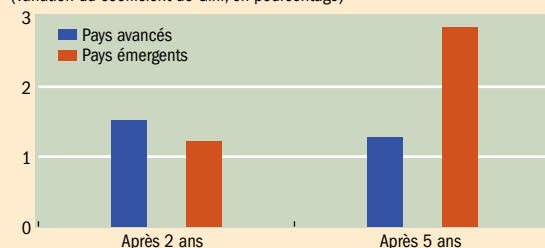
Le mouvement de libéralisation a été large. Un indice d'ouverture du compte de capital établi sur la base des rapports annuels du FMI sur les transactions financières transfrontalières (FMI, divers) montre une augmentation constante, et donc une levée progressive des restrictions aux transactions transfrontalières.

Graphique 2

Des conséquences fâcheuses

La suppression de la réglementation des mouvements de capitaux est souvent suivie d'une augmentation des inégalités de revenus.

(variation du coefficient de Gini, en pourcentage)



Source : Furceri et Loungani (2015).

Note : Le coefficient de Gini mesure les inégalités de revenus. Si l'indice est nul, les revenus sont équitablement répartis dans le pays; s'il est égal à 100, un seul individu reçoit la totalité des revenus. Les données couvrent la période 1970–2010.

Nous avons étudié plus particulièrement les épisodes de forte variation de cet indice, car ils dénotent sans doute de la part des gouvernements une volonté délibérée de libéraliser leur compte de capital. D'après ce critère, la vague de libéralisation a pris de l'ampleur dans les années 90, lorsque près de 23 cas de grands changements dans les pays avancés et 58 dans les pays émergents sont observables (graphique 1). Bien entendu, la plupart des pays émergents avaient au départ de plus fortes restrictions du compte de capital, si bien que, même après les mesures de libéralisation, ils restent en moyenne moins ouverts que les pays avancés.

Libéralisation et inégalités

Ces phases de libéralisation des mouvements de capitaux ont été suivies par une augmentation des inégalités de revenus. Le coefficient de Gini sert souvent à mesurer l'inégalité; il donne une valeur de 0 si l'ensemble des revenus est partagé également dans un pays, et de 100 si un seul individu accapare la totalité des revenus. Dans les pays avancés et émergents, le coefficient de Gini augmente — autrement dit l'inégalité s'accroît — après une libéralisation. L'impact à court terme au bout de deux ans est similaire dans les pays avancés et émergents, mais à moyen terme, au bout de cinq ans, les inégalités de revenus sont beaucoup plus marquées dans les pays émergents (graphique 2).

Ces effets sont quantitativement significatifs. Les coefficients de Gini changent lentement dans la durée : les variations ont un écart-type de 2 % (dans près de 70 % des cas, lorsque le coefficient de Gini change, il varie de moins de 2 %). Les effets illustrés par le graphique 2 sont donc très prononcés par rapport à l'écart-type; pour dire les choses simplement, les épisodes de libéralisation des mouvements de capitaux peuvent provoquer de fortes augmentations des inégalités.

L'impact de cette libéralisation sur les inégalités se confirme même après la prise en compte de plusieurs autres facteurs d'inégalité, tels que l'ouverture commerciale, l'évolution de la taille de l'État et la réglementation des marchés des produits, du travail et du crédit.

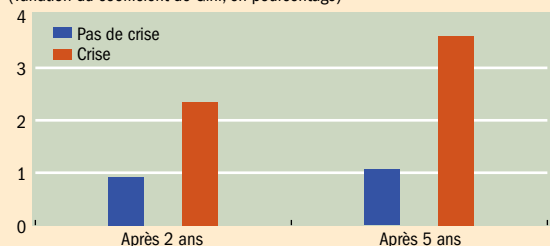
Pourquoi la libéralisation s'accompagne-t-elle d'inégalités? Il y a deux explications possibles. Premièrement, comme Fischer

Graphique 3

Les crises n'arrangent rien

Si la libéralisation des mouvements de capitaux est suivie d'une crise financière, les inégalités se creusent encore plus.

(variation du coefficient de Gini, en pourcentage)



Source : Furceri et Loungani (2015).

Note : Le coefficient de Gini mesure les inégalités de revenus. Si l'indice est nul, les revenus sont également répartis dans le pays; s'il est égal à 100, un seul individu reçoit la totalité des revenus. L'expression «crise financière» décrit une situation de dégradation abrupte et rapide de la valeur des actifs financiers tels que les actions ou obligations, ou de la santé des institutions financières. Les données couvrent la période 1970–2010.

lui-même l'admettait, la libéralisation des mouvements de capitaux peut être source de volatilité — d'abondantes entrées de capitaux, suivies par des sorties, et *vice versa*. Les critiques de la libéralisation sont convaincus que cette volatilité est source de crise. Dani Rodrik, par exemple, notait qu'en 1996, cinq pays d'Asie ont reçu un afflux de près de 100 milliards de dollars, mais que 10 milliards sont repartis à l'étranger l'année suivante.

«De ce fait», écrivait Rodrik, trois de ces pays (Corée, Indonésie et Thaïlande) «ont sombré dans une grave crise économique» (1998). Rodrik affirme que ce n'est pas un «incident isolé» et que «les cycles d'expansion-récession ne sont pas un épiphénomène ni un inconvénient mineur des flux de capitaux; ils sont le fond du problème.»

Deuxièmement, la libéralisation devrait, en théorie, accroître les sources de capitaux accessibles aux emprunteurs du pays. En pratique, la solidité des institutions financières nationales est peut-être un facteur crucial qui détermine si cela se produit ou non. Mais dans beaucoup de pays, les institutions financières ne proposent pas une large gamme de services, et beaucoup de gens n'ont pas accès au crédit (Sahay *et al.*, 2015). Dans ces conditions, la libéralisation peut faire pencher l'accès au crédit en faveur des plus aisés, ce qui accentue les inégalités.

Nous constatons que les deux éléments sont à l'œuvre : l'impact de la libéralisation est plus marqué lorsqu'elle est suivie par une crise et lorsque le niveau de développement et d'inclusion du secteur financier est faible.

Pour étudier le premier volet, nous avons séparé les cas où la libéralisation du compte de capital a été suivie d'une crise financière et ceux où il n'y a pas eu de crise. L'impact de l'ouverture sur les inégalités est très différent d'un cas à l'autre, comme le montre le graphique 3. En particulier, en cas de crise, une hausse de 3,5 % des inégalités est constatée à moyen terme, contre 1 % dans le cas opposé.

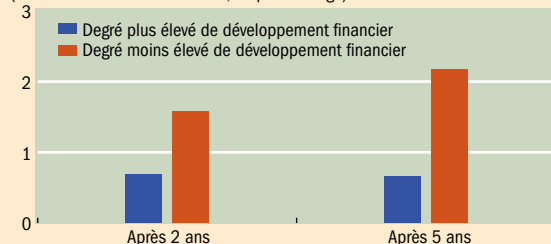
Il apparaît que la combinaison de la libéralisation du compte de capital et d'une crise financière a un impact considérable sur les inégalités. Il convient de noter que toutes les crises financières n'aggravent pas les inégalités en raison d'effets compensateurs (Otker-Robe et Podpiera, 2013). D'un côté, elles peuvent réduire

Graphique 4

L'avantage d'un système financier plus développé

Dans les pays ayant un bon niveau de développement financier, la libéralisation des mouvements de capitaux aggrave moins les inégalités que dans les pays dont le système financier est moins développé.

(variation du coefficient de Gini, en pourcentage)



Source : Furceri et Loungani (2015).

Note : Le coefficient de Gini mesure les inégalités de revenus. Si l'indice est nul, les revenus sont également répartis dans le pays; s'il est égal à 100, un seul individu reçoit la totalité des revenus. Les données couvrent la période 1970–2010.

les inégalités, car les faillites et la chute des prix des actifs touchent en général davantage les plus aisés. De l'autre, les crises financières liées à des récessions durables peuvent frapper de manière disproportionnée les plus pauvres — et creuser les inégalités.

L'incidence de la libéralisation sur les inégalités dépend aussi du niveau de développement et d'inclusion du secteur financier. Nous séparons les pays dont les marchés financiers ne sont guère développés des autres, à l'aide d'un indice composite mis au point par le Fraser Institute, un cercle de réflexion canadien. Sur le moyen terme, les inégalités augmentent de plus de 2 % dans le premier groupe, soit quatre fois plus que dans le second (graphique 4).

La part des revenus du travail diminue

Dans le modèle classique de concurrence parfaite, chaque facteur de production — capital et travail — est récompensé comme il le mérite à raison de sa contribution aux bénéfices de l'entreprise. Mais la description plus réaliste du monde révèle une concurrence imparfaite, où la division du gâteau économique n'est pas fondée seulement sur les contributions respectives du capital et du travail au chiffre d'affaires, mais sur leur rapport de forces. Dans un ouvrage de 1997, *Has Globalization Gone Too Far?*, Rodrik estimait que la libéralisation des mouvements de capitaux avantage le capital, qui est le plus mobile des deux facteurs de production. Comme les entreprises peuvent délocaliser leur production, la position des travailleurs est affaiblie et ils peuvent perdre une partie de leurs revenus.

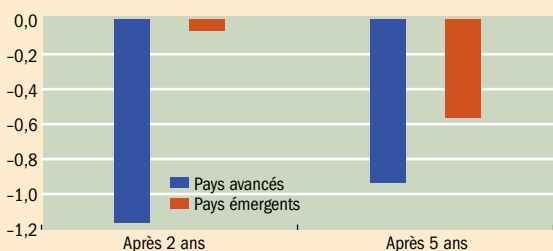
Les chiffres confirment la diminution marquée de la part des revenus du travail à la suite de la libéralisation du compte de capital (graphique 5). Si l'on en considère les effets à moyen terme, que l'on peut mesurer plus précisément que les effets à court terme, on constate que la part du travail diminue d'environ un point dans les pays avancés et d'environ 0,6 point dans les pays émergents. Comme pour le coefficient de Gini, l'effet est considérable. Les variations de la part du travail ont un écart-type de 2,25 points (dans près de 70 % des cas, lorsqu'elle change, elle

Graphique 5

Les travailleurs sont perdants

À la suite d'une libéralisation des mouvements de capitaux, la part des revenus du travail diminue davantage dans les pays avancés que dans les pays émergents.

(variation de la part des revenus du travail dans le revenu national, en pourcentage)



Source : Furceri et Loungani (2015).

varie de moins de 2,25 points). La libéralisation des mouvements de capitaux entraîne donc une diminution marquée de la part des revenus du travail.

L'impact de la diminution du pouvoir de négociation des travailleurs peut être plus marqué dans les pays avancés que dans les pays émergents pour deux raisons. Premièrement, la menace de délocalisation de la production est plus présente dans les pays

La libéralisation des mouvements de capitaux entraîne une diminution marquée de la part des revenus du travail.

avancés. Deuxièmement, dans beaucoup de pays émergents, le capital est moins abondant par rapport à la main-d'œuvre. L'arrivée d'investissements étrangers peut accroître la demande de main-d'œuvre, ce qui atténue en partie les effets de la perte de pouvoir de négociation due à la libéralisation des mouvements de capitaux.

Agir avec prudence

Les références aux avantages de la libéralisation du compte de capital décrits par Fischer il y a près de vingt ans figurent encore dans les travaux du FMI, certes avec quelques bémols (Ostry *et al.*, 2011). La «position institutionnelle» du FMI (FMI, 2012) est que la libéralisation permet aux entreprises nationales d'avoir accès à des gisements de capitaux étrangers et souvent — à la faveur de l'investissement direct étranger — à la technologie qui va de pair. Elle permet aussi aux épargnants locaux d'investir dans des actifs à l'étranger. Mais il est aussi admis que les flux de capitaux peuvent être fébriles et que, vu leur ampleur par rapport aux marchés intérieurs, ils peuvent menacer la stabilité financière. Le FMI pose en conclusion que «la libéralisation des mouvements de capitaux est en général plus bénéfique et moins risquée dans les le pays qui ont atteint un certain niveau de développement financier et institutionnel.» Le recours à des

mesures d'encadrement pour limiter la volatilité des mouvements de capitaux (plus couramment appelées «contrôle des capitaux») est aussi davantage admis (Ostry *et al.*, 2010).

Nous avons trouvé un motif supplémentaire de circonspection en matière de libéralisation du compte de capital. Les pays qui font de la réduction des inégalités un de leurs objectifs majeurs devront sans doute structurer la libéralisation en conciliant cette priorité et les avantages d'une hausse de la productivité et de la croissance. Nous constatons aussi que l'impact de la libéralisation sur les inégalités est atténué lorsque le pays a un niveau élevé de développement financier ou quand la libéralisation n'est pas suivie d'une crise financière. Cela conforte l'idée que les avantages de la libéralisation l'emportent sur ses coûts dans les pays ayant dépassé un certain niveau de développement financier et lorsqu'ils ont préalablement pris les mesures requises pour renforcer la réglementation financière. En pareils cas, les bienfaits pour la croissance ont plus de chances de se matérialiser, les risques de crise sont plus faibles et les coûts distributifs — accroissement des inégalités et diminution de la part des revenus du travail — sont aussi moins élevés. ■

Davide Furceri est économiste et Prakash Loungani chef de division au Département des études du FMI.

Bibliographie :

- Fischer, Stanley, "Capital-Account Liberalization and the Role of the IMF," 1998, in *Essays in International Finance No. 207*, Princeton University International Finance Section (Princeton, New Jersey).
- Furceri, Davide, and Prakash Loungani, 2015, "Capital Account Liberalization and Inequality," *IMF Working Paper 15/243* (Washington).
- Heath, Allister, 2015, "A Return to Capital Controls Would Be a Disaster for All of Us," *The Telegraph*, February 20.
- International Monetary Fund (IMF), 2012, "The Liberalization and Management of Capital Flows: An Institutional View" (Washington).
- , various, *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions* (Washington).
- Ostry, Jonathan D., Atish R. Ghosh, Karl Habermeier, Marcos Chamon, Mahvash S. Qureshi, and Dennis B.S. Reinhardt, 2010, "Capital Inflows: The Role of Controls," *IMF Staff Position Note 10/04* (Washington: International Monetary Fund).
- Ostry, Jonathan, and others, 2011, "Managing Capital Inflows: What Tools to Use?" *IMF Staff Discussion Note 11/06* (Washington: International Monetary Fund).
- Otker-Robe, Inci, and Anca Maria Podpiera, 2013, "The Social Impact of Financial Crises: Evidence from the Global Financial Crisis," *World Bank Policy Research Working Paper 6703* (Washington).
- Rodrik, Dani, 1997, "Has Globalization Gone Too Far?" *Peterson Institute for International Economics paper* (Washington).
- , 1998, "Who Needs Capital-Account Convertibility?" in *Essays in International Finance No. 207*, Princeton University International Finance Section (Princeton, New Jersey).
- Sahay, Ratna, and others, 2015, "Financial Inclusion: Can It Meet Multiple Macroeconomic Goals?" *IMF Staff Discussion Note 15/17* (Washington).
- Schiffirin, Anya, 2016 "Capital Controls" (New York: Initiative for Policy Dialogue).