

DES CRISES FINANCIÈRES D'UN TYPE NOUVEAU

Pierre Salama

Les crises financières des années 80 diffèrent profondément de celles des années 90. Les premières s'expliquent essentiellement par l'ampleur du service de la dette externe et l'obligation de le financer à partir des ressources propres de ces pays. Les secondes ont pour origine des contraintes financières externes extrêmement fortes.

Deux crises différentes

Revenons rapidement sur les premières crises financières. Au début des années 80, le Mexique ne peut plus payer sa dette. Les marchés financiers internationaux réagissent de manière extrêmement brutale : les pays latino-américains, ainsi que plusieurs pays asiatiques, ne peuvent plus accéder aux crédits internationaux, sauf s'ils signent une « lettre d'intention » avec le Fonds Monétaire International (FMI). Ils doivent dorénavant financer une partie substantielle du service de leur dette à partir de leurs ressources intérieures tout en négociant le report d'une autre partie, l'amortissement du principal, avec le FMI. Ils doivent mettre en place une politique d'austérité (réduction drastique des dépenses publiques, maxi dévaluation), afin d'exporter davantage et obtenir un solde net de leur balance commerciale, permettant de dégager les devises nécessaires au financement d'une partie du service de leur dette. Au total, les exportations vont dépasser les importations de quelques trente pour cent et le service de la dette représentera entre *deux et cinq pour cent* de l'ensemble des richesses produites (PIB) selon les pays et les années, c'est-à-dire davantage que ce qui avait été imposé à l'Allemagne après la première guerre mondiale, par le Traité de Versailles, au titre des dédommagements de guerre. *Les flux nets de capitaux sont inversés* : l'Amérique latine exporte davantage de capitaux qu'elle en reçoit.

Le prix à payer est extrêmement lourd : dépression sur dix ans en raison surtout de la réduction des dépenses publiques, puis de la baisse de

l'incitation à investir, hyperinflation pour de nombreux pays suite aux dévaluations massives, hausse de la pauvreté et des inégalités. Dans ce contexte, les pauvres souffrent d'autant plus de l'inflation qu'ils sont pauvres. Les économistes caractérisent d'ailleurs ce phénomène comme un « impôt inflationniste ». Le service de la dette externe est une dépense devant être budgétée dans la mesure où une grande partie de celle-ci est publique et que l'Etat a souvent décidé de prendre en charge le risque de change de la dette privée. Face à l'insuffisance des recettes publiques et à l'obligation de réduire le déficit global, alors que ces dépenses augmentent d'autant plus fortement que les dévaluations sont importantes, l'Etat émet des bons du Trésor et, pour les rendre attractifs, les indexe sur l'inflation ou bien sur le taux de change coté au parallèle, censé être un indicateur de l'inflation à venir. Le fort contexte inflationniste, les dévaluations annoncées par le cours parallèle, permettent ainsi aux cinq pour cent les plus riches de la population de s'enrichir grâce à ces produits financiers indexés. La dette externe enfante une dette interne difficilement contrôlable, de plus en plus lucrative pour les banques et une faible fraction de la population. Le service de la dette a donc des effets désastreux sur la grande majorité de la population et plus particulièrement sur les catégories les plus modestes, mais un effet bénéfique pour une faible minorité. D'une manière indirecte, les pauvres, bien que ne détenant pas de dollars, paient donc le service d'une dette externe dont l'origine s'explique dans certains pays (Argentine, Venezuela mais aussi partiellement Mexique) par des transferts de capitaux des catégories riches vers les Etats-Unis.

Les crises qui débutent dans les années 90 sont différentes. La sortie de crise des années 80 a été permise grâce à une libéralisation soudaine et brutale de l'ensemble des marchés. L'inflation a été stoppée, la croissance a pu reprendre. Dans les premières années, la pauvreté diminue, parfois fortement comme au Brésil.

Evolution du taux de croissance du PIB dans les principaux pays (dollars de 1995)

	Argentine	Brésil	Chili	Colombie	Mexique
1991	10.6	1	7.3	1.8	4.2
1992	9.6	-0.3	10.9	3.6	3.7
1993	5.9	4.5	6.6	4.4	1.8
1994	5.8	6.2	5.1	5.9	4.4
1995	-2.9	4.2	9	4.9	-6.1
1996	5.5	2.5	6.9	1.9	5.4
1997	8	3.1	6.8	3.3	6.8
1998	3.8	0.1	3.6	0.8	5.1
1999	-3.4	0.7	-0.1	-3.8	3.7
2000	0.8	4.4	4.4	2.7	6.6
2001	-4.4	1.5	2.8	1.4	-0.4
2002	-10,8	1.5	2.1	1.2	0,9
2003 estimation	5	1,8	3,5	2	2,4

Source : Cepal : Proyecciones de America Latina y Caraibes 2003.

Très vite cependant, des problèmes financiers difficilement surmontables apparaissent. L'économie commence à fonctionner comme une « *économie casino* », pour reprendre l'expression de Keynes. La poursuite de la croissance, même à un taux modeste, rencontre des obstacles financiers de plus en plus difficilement surmontables. La croissance est de plus en plus faible ; elle devient de plus en plus volatile.

La croissance a été particulièrement volatile: crise en 1995, prononcée au Mexique et en Argentine ; crise de nouveau en 1998, cette fois surtout au Brésil et en Argentine où elle prend une dimension catastrophique en 2002 (-11% du PIB, plus de 50% de la population déclarée comme pauvre), ralentissement sérieux de la croissance au Mexique, au Brésil et dans la plupart des économies latino-américaines en 2002 et en 2003. La volatilité des années 90 est cependant moins forte que celle des années 80, dite de la « *décennie perdue* ». Son origine et sa spécificité sont également différentes. Dans un cas elle est liée au service de la dette à partir des propres ressources de ces pays, dans le second cas elle est générée par la dépendance financière élevée, propre aux nouveaux modes de croissance mis en place avec la sortie des crises hyper inflationnistes.

Non seulement les renversements de conjoncture sont fréquents, mais ils sont en général particulièrement prononcés de telle sorte que le profil d'évolution du PIB ressemble davantage aux cycles du XIX^e siècle européen avec ses hausses et ses baisses absolues, qu'à ceux du XX^e siècle avec ses accélérations et ralentissements. C'est cette dernière caractéristique davantage que la médiocrité de la croissance qui explique la vulnérabilité particulièrement élevée que subissent les pauvres.

Les premiers effets de la libéralisation

Quelques mots sur le contexte international : le crédit bancaire devient résiduel pour les économies latino-américaines et concerne essentiellement les refinancements de la dette suite aux lettres d'intention signée avec le FMI - d'où leur nom de crédits « involontaires ». Les obligations, les bons et l'achat d'actions, constitutifs de l'investissement en portefeuille, acquièrent, dans un premier temps, une place importante dans la finance internationale. Les investissements étrangers directs qui, dans les années 80 sont marginaux, connaissent un essor exceptionnel vers le milieu des années 90.

Le contexte national de ces pays a une particularité : le tissu économique est plus ou moins profondément atteint par la crise des années 80, selon les pays. On comprend alors facilement que l'ouverture brutale des frontières produise un déficit commercial considérable dans certains pays, déficit se substituant aux forts excédents des années 80, eux-mêmes résultats du protectionnisme élevé et de la crise. En effet, avec la libéralisation soudaine, la structure compétitive des pays ne permet pas de résister à l'entrée massive de marchandises, d'autant plus qu'au désarmement

douanier s'ajoute une réduction substantielle des subventions au secteur exportateur, et une politique en général plus élevée de taux d'intérêt. Un autre facteur explique la montée subite du déficit commercial : l'appréciation en terme réel du taux de change. Celle-ci est le résultat mécanique du succès des nouvelles politiques sur l'inflation : la chute de la hausse des prix, pour un taux nominal maintenu, se traduit par une appréciation en terme réel. Celle-ci facilite les importations, mais freine les exportations.

L'excédent devenant déficit ne peut, par définition, financer le service de la dette. Cependant, la libéralisation et la déréglementation, une politique de forts taux d'intérêt, vont attirer des capitaux spéculatifs - les fameux « capitaux hirondelles ». Dans un premier temps, cette entrée de capitaux assure les financements du service de la dette et du déficit de la balance commerciale. La crédibilité, gagnée auprès des marchés financiers internationaux, de cette nouvelle politique économique est telle d'ailleurs que les capitaux affluent, que les réserves des banques centrales latino-américaines augmentent et qu'enfin les monnaies nationales - en termes nominal et réel - s'apprécient encore davantage, - à l'exception de l'Argentine où le taux de change nominal, fixe selon une loi votée, est « emporté » fin 2001 par l'éclatement de la crise financière.

La première crise apparaît au milieu des années 90. Le déficit commercial du Mexique atteint une dimension telle - 20 milliards de dollars en 1994 - que les investisseurs étrangers commencent à douter de la capacité du gouvernement mexicain à assurer l'ensemble de ses obligations financières. Par crainte d'une dévaluation, les capitaux nationaux et étrangers quittent brutalement le pays. La monnaie est par deux fois fortement dévaluée. Une aide massive est proposée au gouvernement mexicain par le gouvernement américain afin de faire face à cette sortie massive de capitaux. Il s'agit d'une crise d'un type nouveau : *c'est la première manifestation des effets de la libéralisation brutale et massive* de ces économies. Elle suscite un contexte favorable aux sorties de capitaux dans d'autres pays fragiles comme l'Argentine (effet *tequila*).

L'ouverture brutale des marchés de capitaux produit des effets tout aussi brutaux sur l'économie réelle. Stopper la fuite des capitaux impose la mise en place de taux d'intérêt astronomiques¹ qui, très vite, à défaut de ralentir les sorties de capitaux, paralyse la production et précipite la crise économique. Les économistes redécouvrent que la vitesse de réaction de l'économie réelle est beaucoup plus lente que celle de l'économie financière. Une augmentation du taux d'investissement par exemple n'a d'effet positif sur la croissance qu'au bout d'un certain temps. La dépréciation, même importante, de la monnaie nationale, suite à des mouvements spéculatifs, ne suscite un essor des exportations qu'au bout d'un certain temps et encore faut-il qu'elle soit de très grande ampleur, lorsque l'économie est peu ouverte et que les produits exportés ne portent pas principalement sur des matières premières, si l'enjeu est d'obtenir un solde commercial positif. A l'inverse, le secteur financier est très sensible aux mouvements spéculatifs et les sommes fuyant un pays peuvent être soudains et considé-

rables.

Cette sensibilité exacerbée se répercute avec un effet de levier important sur le secteur réel. Donnons quelques exemples : lorsqu'on augmente sensiblement les taux d'intérêt (ils sont montés jusqu'à 50% au Brésil au plus fort des attaques spéculatives en 1998) à la fois pour freiner la sortie de capitaux et pour l'inverser, l'effet premier de cette hausse brutale est de rendre les crédits excessivement chers, d'augmenter le service de la dette interne de l'Etat et ce faisant rendre plus difficile la réduction promise de son déficit, et enfin *très rapidement*, de provoquer une récession, si ce n'est une accentuation de la crise dans le secteur réel. Nous sommes donc en présence de ce qu'on pourrait appeler un phénomène d'*overshooting* du secteur financier sur le secteur réel. Cette différence de sensibilité est décuplée lorsque ces économies restent relativement fermées, ce qui est le cas pour nombre d'entre elles, malgré l'augmentation importante de leur taux d'ouverture ces dix dernières années. Dès lors, un des ratios les plus significatifs à considérer n'est pas la dette externe rapportée au PIB mais cette dette rapportée à la valeur des exportations. Dans les pays latino-américains, ce dernier ratio est très élevé.

	2000	2001	2002	2003 estim.
Dette brute de 17 pays en milliards de dollars	721	713	715	726
En % des ex- port.	170	176	177	170

Source : Dresdner Bank : Latin American Spotlight, March 2003

La crise s'éteint, tout au moins dans sa dimension financière, lorsque la crédibilité du gouvernement est restaurée, à la suite en général de très fortes dévaluations, une réduction sensible des dépenses publiques autres que celles finançant le service de la dette, à l'attrait de taux d'intérêt lucratifs et à un « blindage » financier conséquent proposé par les grandes banques et le FMI, en échange de la poursuite de la politique de libéralisation.

Une contrainte financière élevée : l'économie casino

Une seconde période s'ouvre au lendemain des crises mexicaine et argentine, soit vers le milieu des années 90. Elle se caractérise par deux traits essentiels : les soldes des balances commerciales deviennent fortement excédentaires dans certains pays et dans d'autres le déficit baisse ; les investissements étrangers directs connaissent un essor remarquable, au Brésil et au Mexique plus particulièrement, reléguant les investissements en portefeuille (bons, actions) à un rôle secondaire, mais cependant non négligeable. D'abord les soldes commerciaux ; l'ouverture de ces économies a conduit à une restructuration du tissu industriel et à une relativisation de l'industrie par rapport à d'autres sources de richesse comme l'agri-

culture où les matières premières. Le tissu industriel s'est restructuré grâce à l'importation de biens d'équipement incorporant des technologies nouvelles, rendus moins chers en raison de la libéralisation des échanges extérieurs et l'appréciation de leur monnaie, il est vrai, interrompue par des dépréciations lors des crises financières. Ces importations, jointes à de nouvelles organisations du travail et à une flexibilité accrue de la main-d'oeuvre, permettent, en dehors des périodes de crise économique, une croissance soutenue de la productivité du travail, qui elle-même est à l'origine d'un accroissement des exportations.

Dans certains pays, ce processus va plus loin : des pans entiers de l'appareil industriel disparaissent et la croissance des exportations sera le fruit d'une spécialisation accrue sur les produits primaires agricoles et miniers. Tel est le cas par exemple de l'Argentine et du Chili. Dans d'autres enfin, comme le Mexique et de nombreux pays d'Amérique centrale, les investissements étrangers se multiplieront afin de produire pour le marché intérieur (Mexique), ou bien de destiner la production au marché extérieur avec très peu de valeur ajoutée nationale (Mexique, Amérique centrale).

De manière différenciée, on assiste donc soit à une réduction sensible des déficits commerciaux, soit à l'apparition de soldes commerciaux positifs (voir tableau pour le Brésil).

Principaux éléments de la balance des paiements du Brésil (milliards de \$)

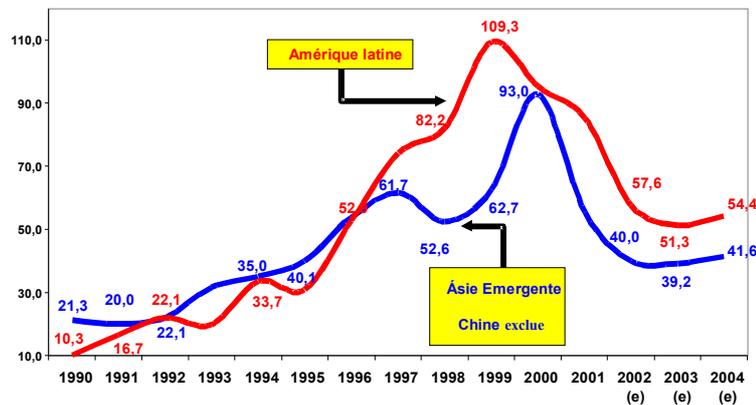
	1998	1999	2000	2001	2002
Balance commerc.	-6,6	-1,3	-0,7	2,6	13,1
Exportations	51,1	48	55,1	58,2	60,4
Importations	57,7	49,3	55,8	55,6	50,5
Services	-28,3	-25,8	-25,5	-27,5	-23,2
Dont intérêt	-11,4	-14,9	-14,6	-14,9	-13,3
Dividendes, profits	-6,9	-4,1	-3,3	-5	-5,5
Balance des transactions courantes	-33,5	-25,4	-24,7	-23,2	-7,5
En % du PIB	4,25	4,81	4,15	4,58	1,62
Amortissement à moyen long terme	-29,8	-45,4	-32	-35,2	-30
Total sorties	-63,2	-70,8	-56,6	-58,4	-37,5
Compte capital net	-0,3	-0,3	0,3	0	0,5
Investissement étranger direct	28	29	32,8	22,6	15,8
Investissement de portefeuille	-2	1,3	2,8	2,8	0,5
Erreurs et omission	-26,5	-6,3	-1,8	0,1	-2,5
Total entrées	63,2	70,8	56,6	58,4	37,5
IED/transactions courantes	83,7	114,2	132,9	97,5	209,6
	%	%	%	%	%
Dettes ext. à court, moyen, long terme	241,6	241,5	236,2	226,1	223,2

Source : BACEN

Cependant, à la montée en puissance du service de la dette, à mesure que celle-ci augmente et que les primes de risque enflent, s'ajoute un

élément nouveau : les sorties de capitaux au titre du versement des dividendes aux actionnaires des entreprises multinationales. Elles représentent déjà plus du tiers de la valeur des intérêts de la dette au Brésil (voir tableau). Cette montée en puissance est le produit direct de l'essor des investissements étrangers directs, dont la localisation se réalise surtout dans le secteur des services, fortement importateur et très faiblement exportateur par définition. Les investisseurs étrangers sont attirés par les perspectives de valorisation du capital offerte par les processus d'intégration en cours en Amérique (Mecosur, Alena principalement) et les privatisations massives dans certains pays (Mexique, Argentine). Le Brésil est un cas impressionnant puisque ces investissements sont multipliés par dix en une décennie, ce qui fait que ce pays est aujourd'hui deux fois plus internationalisé que les États-Unis, lorsqu'on considère l'ensemble des actifs des entreprises multinationales pondéré par le PIB de chacun de ces pays.

Flux d'investissements étrangers directs, en Amérique latine et en Asie émergente, Chine exclue, en milliards de dollars, 2000-2004



Source : UNCTAD (2003)

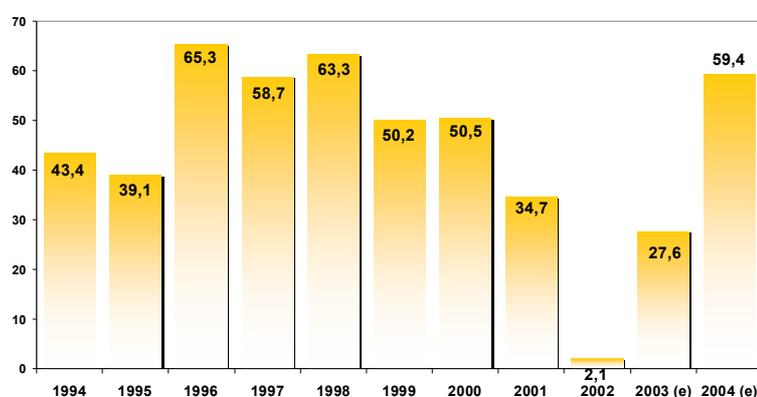
Dans l'ensemble, dès la seconde moitié des années 95, les flux d'investissements étrangers sont plus élevés en Amérique latine qu'en Asie (hors Chine), l'écart devenant substantiel à la fin des années 90, puis diminuant dès le début de l'année 2000, suite à la baisse en terme absolu de ces flux de capitaux.

S'agissant des investissements en portefeuille, ceux-ci ont perdu de leur poids relatif, mais restent très importants. En effet, pour l'essentiel, ces investissements en portefeuille connaissent une forte réduction en terme net (solde des entrées et sorties), les entrées servant surtout à rembourser les bons antérieurement émis. Sans ces entrées, les sorties, les remboursements, seraient plus difficiles à réaliser, d'où leur importance et la pratique des taux d'intérêt élevés pour les attirer.

Les sorties de capitaux au titre du remboursement du principal de la dette, du paiement des intérêts, du versement des dividendes... sont

conséquents et difficiles à financer : une partie l'est par le solde positif, s'il existe, de la balance commerciale, une autre par les devises provenant des investissements directs en chute sur les deux dernières années, une autre également par des investissements en portefeuille, mais dont le solde net avoisine zéro en 2002, et la dernière enfin par des prêts des institutions internationales. Ces prêts coûtent moins cher mais ils contraignent le pays à poursuivre sa politique de libéralisation, elle même responsable pour partie importante de l'instabilité de sa croissance et de son ralentissement.

Flux nets de capitaux privés, en portefeuille, en milliards de dollars à destination de l'Amérique latine



Source : FMI : World Economic Outlook

La première difficulté de la forte réduction vient des investissements directs que ne compense pas la baisse du déficit de la balance des comptes courants (solde commercial et solde des services, principalement intérêts et dividendes). La seconde difficulté vient des modifications du contexte international.

La capacité du régime de croissance, mis en place dans les années 90, à produire des crises financières est remarquable. Ses besoins de financement sont considérables. Ils sont peu maîtrisables dans leur partie financière (intérêts et dividendes, amortissement), difficiles à réduire dans leur partie réelle, sauf à pouvoir augmenter considérablement les exportations et obtenir un solde positif plus conséquent de la balance commerciale. Les capacités de financement dépendent de plusieurs facteurs, les uns continuent à engendrer des effets pervers, les autres sont très peu maîtrisables par les gouvernements de ces pays : la libéralisation du marché financier et la politique de taux d'intérêt élevés pour les premiers ; les possibilités financières des pays développés dépendant de leur conjoncture pour les seconds.

On comprend ainsi que le problème de la crédibilité des politiques gouvernementales ne se situe pas un niveau absolu mais relatif. Il suffit par exemple que les capacités de financement se réduisent considérablement,

alors même que les besoins de financement deviennent moins importants, pour que l'ampleur de la *brèche* entre capacités et besoins soit de nature à susciter des mouvements spéculatifs et précipiter une hausse des taux d'intérêt, une crise financière, une dépréciation de la monnaie, un ralentissement de la croissance. La période qui s'ouvre depuis deux ans avec la chute continue des bourses dans les pays développés, les pertes des grandes entreprises qui ont vu leur capitalisation baisser, le ralentissement de la croissance dans l'ensemble des pays développés, ne sont pas de nature à favoriser l'essor des flux privés de capitaux.

Cette baisse des capacités peut être supérieure à la réduction des besoins de financement et précipiter une crise surtout si la venue d'un nouveau gouvernement au pouvoir fait douter les marchés financiers du maintien de la politique économique. C'est ce qui s'est produit quelques mois avant la venue au pouvoir de Lula au Brésil, jusqu'à ce que celui-ci donne des gages importants au FMI quant à la continuité de sa politique avec celle de son prédécesseur.

*

Le « bouclage » entre entrées et sorties de la balance des paiements passe aujourd'hui par la manipulation des taux d'intérêt, variable clef des politiques économiques. La hausse des taux d'intérêt, voire son maintien à un niveau relativement élevé, condition nécessaire mais non suffisante pour attirer les capitaux lorsque ceux-ci font relativement défaut, d'un côté rend plus vulnérables les banques en abaissant en partie la valeur de leurs actifs, en les incitant à accorder de mauvais crédits et en augmentant le risque d'impayé des débiteurs; d'un autre côté, elle élève considérablement le coût des emprunts, affaiblit de ce fait les Etats face à l'Etat fédéral, augmente le déficit budgétaire qu'une réduction des dépenses publiques ne parvient pas à juguler, et incite à revoir à la baisse les projets d'investissements des entreprises pour deux raisons, l'une liée au coût, l'autre à la possibilité d'arbitrer en faveur d'achat de bons du trésor plus rentables que l'investissement lui-même. L'effet récessif de la hausse des taux d'intérêt produit un cercle vicieux : toute hausse de ce taux aggrave les difficultés budgétaires, entraîne une récession, conduit à une nouvelle hausse du taux d'intérêt et à une dévaluation/dépréciation du taux de change. Ce mouvement autoentretenu devient très difficile à stopper et ses effets en terme de vulnérabilité sociale sont considérables.

Le paradoxe de la situation de nombreux pays aujourd'hui est que la situation peut d'un côté s'améliorer et d'un autre côté empirer : ralentissement et surtout forte volatilité de la croissance, vulnérabilité sociale accentuée, impossibilité dans le cadre de ce régime de croissance d'obtenir une réduction conséquente d'une pauvreté massive. La logique financière introduite par le fonctionnement d'une économie casino tend donc à imposer une *grande instabilité* de l'activité économique, soit pour prévenir des crises financières, soit, et les deux sont liés, comme conséquence de l'éclatement de ces crises. La logique financière de ces modes d'insér-

tion à l'économie-monde imprime à la croissance un profil de « montagnes russes ». Au total, ce type de croissance repose sur « le fil du rasoir ».

Pierre Salama est Professeur agrégé des Universités et directeur scientifique de la revue Tiers Monde.

Dernier livre paru, avec Blandine Destremau : *Mesures et démesure de la pauvreté*. Ed PUF (2002). Traduit en espagnol (LOM –Chili) et en portugais (Garamond – Brésil).

Note :

¹ Donnons un exemple : le taux d'intérêt de 26% en vigueur au début de 2003 au Brésil se traduit par un taux d'intérêt voisin de 200% pour les crédits bancaires...