

# L'Amérique latine et la crise de la dette

*Pedro-Pablo Kuczynski,*

*Président, First Boston International*

**U**ne lueur d'espoir à l'horizon : après neuf années de misère — chute du revenu par habitant de 15 % de 1981 à 1989, et inflation qui dépasse en moyenne les 1.000 % pour la région en 1989 — plusieurs pays sortent tant bien que mal de la crise, notamment le Chili, le Mexique et le Venezuela. Fait remarquable, l'amélioration pour ces deux derniers pays, exportateurs de pétrole, a eu lieu avant la hausse des prix du pétrole provoquée, à partir d'août, par la crise du Golfe persique. Même au Brésil, qui représente 40 % de l'économie de la région, l'administration Collor depuis mars 1990 prend des mesures draconiennes pour essayer d'arrêter l'inflation chronique, tandis que l'Argentine voisine fait de même avec des mesures plus orthodoxes. Toutefois, les perspectives des deux grands pays du Sud ne sont pas encore claires.

Partout l'amélioration est fragile et s'appuie sur trois phénomènes : la hausse des cours des matières premières — elles constituent 70 % des exportations de la région vers le monde extérieur — qui est à son tour le résultat à la fois de la tendance vers l'inflation dans l'économie mondiale à partir de 1987 et de la reprise au même moment de la croissance économique en Europe ; les réformes faites par les gouvernements de plusieurs pays d'Amérique latine (simplification fiscale, réduction des dépenses, libération des prix et des taux d'intérêt, systèmes d'échanges internationaux simplifiés avec un seul taux de change, en général plus réaliste) ; enfin la réduction du poids du service de la dette extérieure, soit par accord avec les banques créancières selon ledit « Plan Brady » (Costa Rica, Mexique, Venezuela), soit par suspension unilatérale des puissants (Argentine, Brésil, Pérou depuis 1984). Il faut reconnaître que cette seconde catégorie de pays ne montre pas encore des résultats convaincants d'amélioration économique. Vues depuis Washington, les mesures de récupération comportent aussi un élément important, la privatisation d'entreprises de l'État, phénomène visible surtout au Chili et au Mexique et qui s'amorce en Argentine et aussi, mais plus lentement, au Brésil et au Venezuela.

Effectuons un aperçu à vol d'oiseau depuis le mois d'août 1982, quand le gouvernement du Mexique a déclaré qu'il ne pouvait pas payer ses dettes aux banques. Déjà l'Argentine avait suspendu les paiements aux banques lors de

la guerre des Malouines, en avril, mais c'est le cas mexicain, le débiteur considéré comme étant le plus solide de l'Amérique latine, qui a fait l'effet d'une bombe. La première priorité de la Réserve fédérale des Etats-Unis, appuyée par le directeur général du Fonds Monétaire International, M. Jacques de la Rosière, a été d'éviter que la faillite mexicaine entraîne une panique financière internationale : le Mexique doit 560 milliards, ou peut-être 6 % des prêts sur l'eumarché, et le risque que d'autres pays tombent aussi devient évident. Après toutes sortes de péripéties avec le Trésor de l'administration Reagan, surtout avec le sous-secrétaire Beryl Sprinkel, monétariste et conservateur féru qui s'oppose à augmenter les ressources du Fonds Monétaire, une stratégie s'amorce. De la Rosière lui-même l'annonce en novembre aux banquiers réunis pour décider le cas du Mexique : crédits du Fonds Monétaire, mais à condition que les banques mettent l'équivalent en « argent frais ».

Ce mélange de crédits officiels, en appui de difficiles programmes d'austérité, et de « prêts involontaires » des banques permettra, plus ou moins, au Mexique de payer les intérêts, le principal ayant été remis à plusieurs années. Le maintien du flux des intérêts est essentiel pour éviter la crise financière internationale. En effet, la stratégie fonctionne quand les autres débiteurs — Brésil, Venezuela, Philippines, Chili, Pérou, Equateur, et autres — suspendent leurs paiements. Cependant il y a des difficultés constantes : le Brésil, par exemple, fait et défait une demi-douzaine d'accords successifs avec le Fonds Monétaire en 1983-1984 ; l'austérité inévitable provoque de forts troubles sociaux ; la récession économique se répand partout, faisant tâche d'huile même sur les pays, tels que la Colombie, qui n'ont pas de crise de paiements. La récession est augmentée par la tendance lamentable de presque tous les gouvernements de la région de serrer les vis du secteur privé d'abord pendant qu'eux continuent à dépenser comme si rien n'était (*voir tableau 1*). N'empêche, la stratégie achève son objectif principal, celui d'éviter une crise financière mondiale. Au contraire, dès la crise mexicaine, le Federal Reserve lâche le crédit, et la Bourse et l'économie américaines commencent leur course vers la prospérité — et les folies — de l'ère Reagan.

A partir de 1984, toutefois, le schéma affronte des difficultés croissantes chez les pays débiteurs. Le crédit du Fonds est presque écoulé, et les grandes banques, face à la dépression des pays endettés et à la résistance des banques moins internationales, ont du mal à faire de nouveaux crédits. En novembre 1985, le Secrétaire du Trésor, J. Baker annonce un nouveau « plan », mais cela est en somme une continuation du passé : encore plus de crédits pour les pays qui font des réformes, surtout réformes fiscales et privatisation. Mais les crédits continuent à baisser (*voir tableau 2*). En même temps la baisse des cours des matières premières continue, et les deux tendances conjuguées font que la plupart des pays débiteurs ont de la peine à payer les intérêts.

En février 1987, le Brésil déclare un moratoire. En mai, Citibank, le plus grand créancier de l'Amérique latine, annonce de fortes réserves — d'environ 25 % — contre ses prêts à la région. Tout de suite toutes les autres grandes

AMÉRIQUE LATINE ET CRISE DE LA DETTE

TABLEAU 1

LE RÔLE DE L'ÉTAT 1980-1984

	Argentine		Brésil		Mexique	
a. Nombre d'entreprises de l'Etat (1985)	297		471		677	
b. Investissement brut (% du PNB)	1980/81	1983	1980/81	1984	1980/81	1984
secteur public	12,7	11,9	6,7	6,1	11,6	7,6
secteur privé	7,7	4,2	15,6	10,2	14,1	10,6
c. Crédit du système bancaire national (% du PIB)	5,3	9,3	2,2	5,5	13,9	18,1
secteur public						
secteur privé	26,0	13,2	14,5	10,8	13,7	9,4
d. Endettement extérieur des entreprises de l'Etat (en Mds de \$)	1980	1984	1980	1984	1980	1984
	14,5	37,6	32,0	53,3	15,4	50,6

173

Sources statistiques : voir P.-P. Kuczynski, *Latin American Debt* (Johns Hopkins, 1988), p. 62.

TABLEAU 2

CRÉDIT EXTÉRIEUR NET VERS L'AMÉRIQUE LATINE, 1982-1986

(milliards de \$)

	1982	1983	1984	1985	1986
Fonds Monétaire International	1,7	6,4	3,8	1,5	0,2
Banques commerciales	17,6	11,0	1,2	9,3	3,5
Banque Mondiale	1,4	1,7	2,1	1,9	1,7
Banque Interaméricaine	1,2	1,2	1,8	1,6	1,5
	21,9	20,3	8,9	14,3	6,9

Sources statistiques : rapports annuels des institutions, et Banque de Règlements internationaux.

banques américaines et anglaises font de même. Cet événement met une fin définitive à la première stratégie face au problème de la dette ; c'est la fin des « crédits involontaires » des banques. Le marché secondaire des prêts bancaires commence à se développer rapidement au moment où les créanciers secondaires tâchent de vendre ou d'échanger leurs papiers.

En somme, la période 1984-1986 a été du temps perdu. Les banques, surtout les américaines et les japonaises, ont remis des décisions qu'elles auraient dû prendre dès que l'opération initiale de sauvetage du système financier international était achevée vers 1984. Les banques européennes continentales, par contre, faisaient des réserves en chemin. Certes, les gouvernements des Etats-Unis et du Japon n'ont pas aidé leurs banques, avec des traitements fiscaux très restrictifs contre les réserves, surtout aux Etats-Unis à partir de la réforme fiscale de 1986.

Pour les pays endettés, l'illusion du *new money* a remis l'action pour entamer les réformes inévitables, surtout dans le domaine fiscal. Sans ces réformes, l'effort de payer les intérêts sur la dette extérieure en empruntant sur les marchés locaux ou tout simplement en imprimant des billets fait redoubler l'inflation. Ceux qui ne paient rien, comme le Pérou sous le président Garcia à partir de 1985 ou la Bolivie jusqu'en 1985 ne s'en tirent pas mieux : ils dépensent les ressources ainsi libérées, créant une brève illusion de croissance qui aboutit à l'hyper inflation dès que le gouvernement arrive à un niveau insoutenable de dépenses publiques. Deux lueurs d'espoir à l'horizon : le revirement à partir de 1987 des cours des matières premières, surtout des métaux non-ferreux, grâce à la relance économique en Europe, et les effets des réformes économiques, surtout au Chili et au Mexique.

Après la décision de Citibank commence une période de deux ans pendant laquelle on parle beaucoup, surtout parmi les banques, de solutions « marché ». Les échanges de dette contre capital (les *debt-equity swaps*) pullulent au Chili, leur inventeur, au Brésil, et aussi au Mexique. L'on parle aussi de réduction de la dette, non seulement à travers les *swaps* mais aussi les rachats de dette (Bolivie, Chili). Mais cette époque de solutions « marché » ne réduit pas la dette de manière significative (voir tableau 3) et se termine avec le moratoire de l'Argentine à partir de 1988 et un nouveau moratoire du Brésil à partir du début 1989. C'est alors que le Secrétaire du Trésor, Nicholas Brady, successeur de Baker, annonce en mars 1989, un nouveau plan. Cette fois-ci ce sont des fonds officiels japonais (non pas américains) et ceux de la Banque Mondiale et du Fonds Monétaire qui garantiront partiellement les intérêts et en grande partie le principal et permettront ainsi une réduction significative de la dette et de son service. Progrès réel, tout au moins conceptuel, bien qu'il faille presque un an pour conclure l'arrangement avec le Mexique, au début 1990. Celui-ci est suivi, par d'autres, le Costa Rica, les Philippines et maintenant le Venezuela. Pas d'arrangements pour ceux qui ne paient pas leurs intérêts aux banques (Argentine, Brésil, Pérou). Le Chili maintient son refinancement antérieur et la Colombie s'accommode sans refinancement formel.

A l'actualité, le problème de la dette se dilue petit à petit pour les pays qui ont fait un arrangement « Brady », non pas tellement à cause des économies

TABLEAU 3

**DETTE EXTÉRIEURE DES PRINCIPAUX PAYS DÉBITEURS**

(en milliards de \$)

	1982	Réduction 1983-88	Augmentation 1983-88	Net 1988	Net 1990 (après Brady *)
Argentine	44	1	14	57	63 <sup>2</sup>
Brésil	91	8	32	115	123 <sup>2</sup>
Mexique	86	10	21	97	93*
Venezuela	33	1	—	32	29*
Chili	17	6	8	19	21
Philippines	25	1	6	30	28*
Total	296	28 <sup>1</sup>	81	350	357

1 \$ 15 milliards représentant des échanges de dette en actions.

2 Inklus arriérés d'intérêts.

Sources : Institute of International Finance, Washington, DC, et estimations de l'auteur.

sur les intérêts à payer, qui sont modestes, mais à cause de l'accès qui leur est offert, surtout pour le Mexique, sur le marché international des capitaux, et le marché des Eurobons. Autre bénéficiaire : le reflux de capitaux qui avaient fui avant et pendant la crise. Par contre, les pays qui ne paient pas n'affrontent pas de sanctions de la part des banques, ce qui oblige les banques qui n'avaient pas pris assez de provisions après la crise initiale d'en prendre aujourd'hui, le pire moment pour elles. C'est maintenant qu'elles affrontent une nouvelle crise de crédit, encore plus grave, celle des prêts immobiliers. C'est le cas des banques aux Etats-Unis — où les prêts pour le *real estate* dépassent de six fois en terme relatifs ce qu'elles avaient en 1982 en Amérique latine — et au Japon, où la chute de la bourse et ses répercussions probables sur les prix enflés des immeubles, rigoureusement niée par les banques japonaises, risque de créer une crise financière internationale de premier ordre. L'Amérique latine, où la danse avait commencé il y a quinze ans, risque donc d'ajouter son mot encore aujourd'hui à une possible crise financière internationale, qui avait été remise en 1982.

La crise de la dette est-elle seulement une crise ? Pas vraiment. Elle est en partie le reflet d'un modèle de développement qui est apparu petit à petit au cours des années 60 et 70 : haute dépendance de l'épargne étrangère, protectionnisme, expansion excessive des entreprises de l'Etat. Lorsque les termes d'échange étaient en hausse pendant les années 1970, les coûts du modèle n'étaient pas clairement visibles. A partir de 1981, les termes d'échange, impulsés par la crise de 1980-1981, baissent rapidement, surtout

pour les pays exportateurs du pétrole (Mexique et Venezuela, aussi l'Équateur). La moyenne des termes d'échange de l'Amérique latine baisse de 35 % de 1982 à 1987 : c'est à cause de cette baisse que le produit des entreprises de la région baisse d'environ 105 milliards de dollars annuels en 1980-1981 à 81 milliards de dollars en 1986, en dépit d'une augmentation de la production exportable de 25 %. La chute des termes de l'échange pendant cette période est un peu comme si les intérêts de la dette extérieure, qui consommaient en moyenne 40 % des devises produites par les exportations en 1982-1986, avaient augmenté de 25 %. Cela aurait été un fait visible et très commenté tandis que la chute des cours des matières premières et produits alliés (tels que la sidérurgie, la pétrochimie, etc.) a été un phénomène progressif et silencieux.

A quoi cela est dû ? En partie à la quasi-stagnation de l'économie mondiale jusqu'en 1986-1987. C'est le réveil de l'Europe (Angleterre, Espagne, France, Italie, et surtout, quoique tardivement, l'Allemagne) qui change le panorama économique international à partir de cette date. L'autre côté est, en Amérique latine, l'effet des dévaluations, tardives et très nécessaires à partir de 1982, sur la production pour l'exportation. Cette production augmente rapidement et débouche sur des marchés plats. A la marge, donc, cette nouvelle production fait baisser les prix de ce que les pays endettés vendent au monde. L'effet est dramatique pour l'Argentine (céréales et viande), le Chili (cuivre), le Mexique et le Venezuela (pétrole), beaucoup moins pour le Brésil, dont les exportations sont en grande partie industrielle. Bilan : l'Amérique latine, quoi qu'elle ne représente que 4 % du commerce mondial, fait partie de l'économie mondiale et influence fortement certains marchés, lesquels à leur tour aident la croissance des économies qui s'industrialisent rapidement, telles la Corée et Taïwan, dont la consommation de matières premières augmente rapidement.

Deuxième leçon : il ne suffit pas d'être bon élève, il faut travailler dans un système qui récompense l'effort. Dit autrement, dès que les marchés s'améliorent un peu, les mesures prises après la crise par plusieurs pays, notamment le Chili et le Mexique, commencent à porter leurs fruits. Ce n'est pas une coïncidence si la croissance économique chilienne augmente en 1988, après la hausse des cours du cuivre.

Si ces idées sont correctes, cela voudrait dire qu'une période de pression inflationniste dans l'économie internationale aiderait fortement les pays d'Amérique latine — ainsi que ceux d'Afrique. La pression de l'inflation, tant qu'elle ne déborde pas en créant des taux d'intérêt réels élevés, comme en 1980-1982, bénéficie aux pays hautement endettés producteurs de matières premières et de produits alliés (par exemple, textiles, chaussures, conserves, horticulture). Cela causerait le revers de l'effet « ciseaux » de 1980-1982 : au lieu d'une augmentation du service de la dette et d'une chute des exportations, le service de la dette baisserait en relation au produit des exportations.

C'est la hausse des cours des matières premières qui a masqué l'endettement accéléré, surtout à partir de 1978 ; le même phénomène, on l'espère plus modéré, permettrait une réduction du poids de la dette, et donc une augmentation de l'épargne et des investissements durement affaiblis

après la crise de 1982. Tout ceci est-il probable ? Beaucoup dépend du prix du pétrole, qui a une influence décisive sur l'inflation mondiale et donc sur les prix des autres matières premières. Même sans compter les événements récents du Golfe persique, le gaspillage énergétique aux Etats-Unis avec la chute de sa production pétrolière, les problèmes de production en URSS et le réveil de l'Europe centrale augurent certainement une augmentation réelle prononcée des prix du pétrole dans les années à venir. Ceci, même si la tendance sera probablement masquée initialement par le ralentissement économique mondial.

Les changements structurels en Amérique latine sont-ils seulement publicitaires ? Pour avoir du succès économique et social, les gouvernements d'Amérique latine doivent créer des systèmes d'Etat capables d'offrir les services essentiels : santé et éducation publiques, eau et égouts, sécurité publique, transports pour les zones isolées dans des pays pour la plupart très étendus. Afin d'obtenir les ressources pour ces tâches élémentaires, les subsides aux entreprises commerciales de l'Etat, qui perdent sans exception des sommes folles (3-4 % du produit en Argentine et au Brésil, 7 % au Pérou) doivent être éliminés<sup>1</sup>. De même pour les subsides aux provinces, qui devraient dépendre d'impôts sur l'immobilier, que presque personne ne paye. Du côté des revenus, il faut simplifier à outrance : des taux trop élevés et fonctionnaires de l'Etat très mal payés donnent corruption et déficit fiscal. Les progrès les plus significatifs dans le domaine fiscal ont été faits au Chili et au Mexique. En Argentine, les progrès purement fiscaux s'amorcent seulement à la fin 1990, mais la privatisation progresse plus vite : la vente des deux compagnies de téléphone à deux groupes qui comportent l'un Telefonica d'Espagne et l'autre Alcatel de France et Stet d'Italie, et de la ligne aérienne à un groupe qui inclut Iberia se terminent en 1990. La sidérurgie et la pétrochimie de l'Etat suivent en 1991. En tout, environ 10 milliards de dollars de dette, un quart de la dette à terme aux banques, auront été changés en actions, réduisant la dette à un point où des négociations réalistes pourraient être entamées avec les banques.

Certes, les arrangements dits « Brady » conclus entre les banques et le Mexique et le Venezuela n'ont pas réduit le service de plus de 25 %, après avoir compté les fonds que les pays eux-mêmes ont apporté pour les nouvelles garanties du principal et d'une partie des intérêts. Mais la perception favorable des investisseurs envers ces deux pays, surtout le Mexique même avant la hausse du prix du pétrole en août 1990, a réactivé le marché d'eurobons pour les deux gouvernements et pour plusieurs entreprises privées. Ce ne sont que de petites doses, mais c'est un début. Les acheteurs de ces papiers sont en partie les nationaux des mêmes pays, qui commencent à rapatrier une partie de leurs fonds à l'extérieur. Pour l'ensemble de la région, il y a peut-être 250 milliards de dollars de fonds accumulés par le secteur privé à l'extérieur, attirés jadis par les taux d'intérêt réels aux Etats-Unis et par le désordre financier au Sud. En même temps que les paramètres de l'économie internationale commencent à changer en faveur des pays exportateurs de matières premières, l'effet de la chute des taux réels en dollars, (due à

## LE FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE MONDIALE

l'inflation aux Etats-Unis) et la baisse de l'inflation au Mexique et ailleurs commence à stimuler le retour des capitaux (4-5 milliards de dollars vers le Mexique en 1990.) L'épargne nationale commence donc à se récupérer, clé pour que l'investissement et la croissance de la production se réveillent.

Le principal point d'interrogation est le Brésil. Le programme du président Collor de gel des dépôts bancaires a été à la mesure du thermomètre cassé pour que la fièvre ne se voie pas. Les exceptions à ce gel ont commencé presque tout de suite et l'inflation est repartie à 12 et 15 % par mois. La fuite en avant vient probablement aussi du système fiscal, lequel continue à être déficitaire en termes réels. Si la partie fiscale ne s'arrange pas rapidement et les hauts prix du pétrole continuent (quoique le Brésil n'importe plus que 50 % de ses besoins pétroliers, la même proportion que les Etats-Unis), la récupération au Brésil risque d'être lente. La dette extérieure bancaire de 68 milliards de dollars (deux fois les exportations, proportion assez modérée, plus 8 milliards de dollars d'arriérés d'intérêts) ne s'arrangera pas de si tôt, en dépit de maintes propositions et négociations.

L'administration Bush a changé l'attitude passive de son prédécesseur envers l'Amérique latine. Bien entendu, c'est surtout le Mexique, avec ses 2 500 kilomètres de frontière et sa vague d'immigrants vers le Nord (peut-être 1 à 1,5 million par an) qui préoccupe les Etats-Unis. L'« initiative des Amériques » du président Bush en juin 1990 se résume à instaurer une zone de libre commerce avec le Mexique. Les obstacles politiques et économiques seront surtout aux Etats-Unis. Le reste de l'initiative — zone de libre commerce régionale, fonds par la Banque Interaméricaine et réduction de dettes bilatérales — est un espoir, car le Congrès n'a pas approuvé les fonds et ne le fera pas de si tôt. Néanmoins, même si les fonds ne sont pas approuvés, l'initiative reflète la compréhension à Washington qu'il y a partout en Amérique latine d'énormes changements en marche, surtout dans les attitudes. Evolution désordonnée, peut-être, mais changement positif quand même. En dépit du ralentissement économique international, l'évolution de la structure économique mondiale en faveur des producteurs primaires favorise ce changement. La décennie de 1990 sera sûrement celle de l'Europe, mais probablement aussi celle de la récupération de l'Amérique latine.