

Mondialisation et *crises financières* en Amérique latine

Roberto Frenkel

*Chercheur titulaire du
Centre d'études de l'État
et de la société (CEDES),
Professeur de l'Université
de Buenos Aires,
Directeur de la Banque de la
province de Buenos Aires
frenkel@ceces.org*

Cet article est consacré à l'étude des crises financières et de change qui se sont produites dans le contexte de la mondialisation financière de l'Amérique latine. Il est divisé en quatre sections: la première retrace de façon synthétique l'itinéraire de la mondialisation financière de ces trente dernières années. La deuxième fait ressortir un modèle commun aux crises des années 1990 et celles du début de la décennie 1980. La troisième se penche sur d'autres expériences de mondialisation qui n'ont pas débouché sur des crises et en tire des enseignements en termes de mesures de prévention. La quatrième section passe en revue les comportements qui conduisent à une intégration financière segmentée et esquisse quelques réflexions sur les problèmes de coordination à l'échelon international.

I

Trois décennies de mondialisation financière en Amérique latine

Le processus moderne de mondialisation financière vient d'avoir 30 ans. Ce processus s'est amorcé entre 1971 et 1973, lorsque les États-Unis ont décidé d'abandonner le système de convertibilité du dollar en or et que les principaux pays développés ont opté pour le flottement de leurs monnaies. L'abandon du système de taux de change fixes en vigueur depuis les accords de Bretton Woods a déplacé le risque de change vers le secteur privé et a favorisé le développement des marchés de change et de leurs instruments financiers dérivés (Eatwell, 1997).

Un autre fait saillant a été l'augmentation du prix du pétrole décrétée par l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) en 1973. Le premier choc pétrolier a causé de profonds déséquilibres commerciaux qu'il a fallu financer. Le marché des «eurodollars» a fait l'objet d'une forte demande et, dans le même temps, l'excédent des pays importateurs de pétrole lui fournissait d'abondantes liquidités.

La mondialisation financière est un processus historique à deux dimensions. D'un côté, la mondialisation se manifeste par un volume croissant de transactions financières transfrontières. De l'autre, elle se caractérise par la succession de réformes institutionnelles et juridiques qui ont été réalisées pour libéraliser et déréglementer les mouvements internationaux de capitaux ainsi que les systèmes financiers nationaux.

Les progrès quantitatifs et les transformations institutionnelles et juridiques se sont mutuellement renforcés. La concurrence sur les marchés de capitaux a eu un effet stimulant considérable. La réduction des coûts des intermédiaires internationaux déréglementés a poussé à la baisse des coûts et à la réduction des réglementations sur le plan national. Les nouvelles

possibilités qui se présentaient à certains pays ont favorisé la déréglementation des transactions entre pays (D'Arista, 2002).

L'intégration financière croissante a concerné et concerne essentiellement les pays développés. Il est toutefois remarquable que les principales économies de l'Amérique latine aient, d'emblée, participé au processus de mondialisation. Le Brésil d'abord, suivi du Mexique, du Venezuela, de l'Argentine et du Chili ont été d'importants récipiendaires de capitaux durant la décennie 1970. Ces deux derniers pays ont, avec l'Uruguay, été à l'avant-garde de réformes drastiques en matière de libéralisation qui ont anticipé le phénomène généralisé de réforme observé dans la décennie 1990.

La participation de l'Amérique latine à la mondialisation financière a été interrompue par la crise de l'endettement des années 80. La crise a provoqué une interruption du financement volontaire pendant environ huit ans. Par la suite, durant la décennie 1990, la région s'est réinsérée d'une façon dynamique au processus, moyennant la réalisation de réformes sévères et a reçu des flux (et des contre-flux) croissants de capitaux. Tout comme le moratoire proclamé par le Mexique en 1982 est considéré comme le début de la période de crise de l'endettement, la signature par ce même pays du premier accord intervenu dans le cadre du plan Brady marque le début de la phase la plus récente.¹

1. L'insertion financière durant la «décennie perdue»

La première phase d'essor des flux de capitaux vers les pays en développement a été brusquement interrompue par de profondes crises financières intérieures et extérieures durant la période 1981-1982. Ces crises ont été suivies de la nationalisation d'une grande partie des dettes privées et extérieures, moyennant différents

□ Une version antérieure de cet article a servi de base aux délibérations du groupe de travail II, à la deuxième réunion plénière du Forum interparlementaire des Amériques (Panama, 20 et 21 février 2003). L'auteur remercie Martin Rapetti de sa collaboration ainsi qu'un évaluateur anonyme de la *Revista de la CEPAL* de ses observations et suggestions. [Ndlr : Le texte original de cet article est paru sous le titre «Globalización y crisis financieras en América Latina» dans la *Revista de la CEPAL*, n° 80, août 2003, pp.41-54.]

¹ La réintégration de l'Amérique latine et l'incorporation des pays asiatiques et ex-socialistes en tant que nouveaux marchés émergents ont donné une nouvelle ampleur aux opérations du système financier mondial.

mécanismes nationaux, et de la mise en place d'un schéma institutionnel selon lequel le financement extérieur de chaque pays devait passer par les négociations avec les banques créancières et le Fonds monétaire international (FMI). Durant cette période, le contexte dans lequel a évolué la région a été caractérisé par deux faits saillants: i) le rationnement du financement extérieur et ii) l'imposition, d'une manière générale, d'énormes transferts nets vers l'extérieur sur le plan macro-économique suite aux négociations avec les créanciers et les organismes financiers multilatéraux. Il serait donc erroné d'affirmer que, dans la décennie de 1981, la région s'est «détachée» du processus de mondialisation. Dans la pratique, la région était pratiquement dans l'impossibilité d'obtenir de nouveaux financements volontaires mais elle est restée étroitement liée au système international par le biais de la négociation du service de la dette contractée durant la période antérieure.

Ultérieurement, en raison de leur insertion prématurée dans la mondialisation financière et du désastre économique qui s'ensuivit, plusieurs économies de la région, en particulier les plus grandes, ont entamé une nouvelle période d'essor financier dans les années 90 tout en assumant l'héritage d'une importante dette extérieure.

2. Faits et concepts dans les années 1990

Après sa réinsertion au début de la décennie 1990, la région a connu une période d'expansion des flux de capitaux qui a été brutalement interrompue par la crise mexicaine. Cette période de contraction, qui fut brève, a été suivie d'une nouvelle relance caractérisée cette fois par une pondération plus importante de l'investissement direct étranger (IDE). Ce comportement cyclique semble avoir disparu avec la crise asiatique, comme nous le verrons plus loin.

Dans la première phase d'expansion, les pays avaient le sentiment de se trouver au seuil d'une longue période d'accroissement des flux de capitaux vers les marchés émergents qui reflétait une intensification de l'intermédiation financière sur le plan international. Tel était le diagnostic de base des organismes multilatéraux et des gouvernements de la région. Cette vision a été généralement partagée par les investisseurs et les intermédiaires internationaux. Tous estimaient que le processus évoluerait sans interruption vers l'intégration totale des marchés émergents au sein d'un marché mondial. L'éventualité d'une crise n'était tout simplement pas envisagée, et moins encore la possibilité

de phénomènes de contagion comme ceux qui allaient se manifester par la suite.

La longueur et l'ampleur de la première période d'essor de la décennie 1990 tiennent au fait que les investisseurs avaient sous-estimé les risques, contribuant ainsi à alimenter l'intensité des flux de capitaux, telle une prophétie auto-réalisatrice. La crise mexicaine et ses retombées ont mis ces risques en évidence et dévoilé la volatilité. Mais elles ont également démontré qu'une intervention internationale d'une ampleur sans précédent était possible et efficace, permettant de rétablir rapidement la confiance des marchés financiers et d'honorer tous les engagements financiers du Mexique et d'autres pays touchés par la contagion, en particulier l'Argentine. Ce phénomène a créé un climat propice à une nouvelle période d'expansion qui a duré jusqu'au déclenchement de la crise asiatique.

3. Après les crises asiatique, russe et brésilienne

À l'issue des crises asiatique, russe et brésilienne, l'idée prédominante était que le processus d'intégration financière internationale se déroule de façon cyclique (Calvo, Leiderman et Reinhart, 1996; FMI, 1997) et qu'il fallait donc s'attendre à une nouvelle phase d'expansion. Tel était le sentiment, par exemple, des autorités économiques entrées en fonctions en Argentine à la fin 1999. Ces perspectives optimistes étaient renforcées par le caractère relativement bénin de la crise du Brésil, ainsi que par l'intervention efficace des organismes internationaux qui avait permis, dans la plupart des cas, d'éviter un moratoire.

Cependant, plusieurs facteurs indiquaient que le processus suivait une trajectoire différente. D'une part, les entrées nettes de capitaux n'avaient pas augmenté par rapport aux niveaux minima atteints en 1998. D'autre part, la prime de risque de certains pays suffisamment importants pour influencer de manière significative sur le risque moyen des économies émergentes, ainsi que sur celui de certains pays moins endettés, est restée systématiquement élevée, à un niveau correspondant à plus du double des valeurs des primes en vigueur durant les périodes d'essor. La dynamique des prix des actifs des pays a également fait preuve d'une évolution d'un type nouveau. Les primes de risque et les mouvements privés de capitaux ont oscillé en fonction de nouvelles modalités de contagion qui se sont greffées sur les contagions résultant des crises nationales. Ce phénomène est illustré par les retombées de la hausse du prix du pétrole et de l'effondrement du NASDAQ en 2000 et 2001.

Le fléchissement et le comportement différent des flux de capitaux enregistrés à partir de 1998 sont associés à d'autres transformations importantes dans l'environnement prédominant dans les années 1990. Ces changements ont coïncidé avec la fin d'une longue période d'expansion de l'économie des États-Unis et ont ainsi a sonné le glas des attentes d'un processus de croissance constant, sans épisodes de récession. Ces attentes avaient été nourries par les innovations qui étaient censées conduire à la mise en place de la «nouvelle économie» au sein de la dynamique macro-économique des États-Unis.

C'est aussi à ce moment que la bulle des prix des actions technologiques aux États-Unis a explosé, provoquant d'importantes retombées négatives en termes d'effet de richesse. La bulle s'est créée parallèlement à l'essor des marchés émergents; ces deux types d'actifs constituaient, à l'époque, l'ensemble des nouvelles possibilités d'investissements à forte rentabilité. Les effets négatifs sur la demande d'actifs des marchés émergents résultant de la révision des anticipations de revenus ainsi que les pertes provoquées par la chute des actions de la «nouvelle économie» ont encore été aggravés par un climat croissant d'incertitude.

En termes d'offre d'actifs, les titres des marchés émergents régionaux ne présentaient pas non plus la même valeur à la fin de la décennie 1990 qu'à ses débuts. Le secteur externe des pays, ainsi que la capacité de remboursement des obligations extérieures, a évolué au fil de la décennie, essentiellement sous le coup du

processus de mondialisation lui-même. L'insertion internationale des économies s'est modifiée. La contrepartie des flux nets de capitaux a été l'accroissement de la part du capital étranger ainsi que l'augmentation des dettes internationales autant publiques que privées. Sur le plan du compte courant de la balance des paiements, ceci se traduit par une augmentation permanente des rentes des facteurs extérieurs. Dans quelques cas importants, l'augmentation des rentes financières n'a pas été compensée par la croissance des exportations nettes, entraînant des déficits structurels du compte des opérations courantes. Bon nombre de problèmes auxquels sont confrontés ces pays sont précisément le résultat de cette discordance entre leurs insertions sur le plan financier et sur le plan commercial.

À la fin des années 1990, les pays fortement endettés avaient besoin de ressources pour refinancer leurs dettes et couvrir le déficit du compte des opérations courantes, correspondant essentiellement aux services du capital (intérêts et bénéfices). Le déficit de la balance commerciale a reculé en termes d'importance relative face au déficit croissant des comptes des services financiers et factoriels. S'il est vrai que cette situation différait de pays en pays, elle touchait, en 2001, des pays comme l'Argentine et le Brésil qui représentaient un pourcentage significatif de la dette des pays émergents et de l'Amérique latine. À la fin de 2002, l'Argentine manquait à ses obligations de paiement (*default*) et le Brésil fermait son marché à de nouveaux placements.²

II

Les crises extérieures

1. Les crises plus récentes

Dans l'étape qui a démarré dans les années 90, plusieurs pays latino-américains ont connu des crises financières intérieures et extérieures qui ont eu de profondes répercussions réelles. Les crises entraînent généralement des coûts économiques et sociaux élevés et un recul en termes de croissance. Un autre effet notable est la contagion à l'échelle régionale. La crise qui se déclenche dans un pays déterminé a des répercussions néfastes sur le prix du financement et sur les flux de capitaux d'autres pays. Ce phénomène s'est

d'abord manifesté clairement avec la crise mexicaine de 1994-1995. L'«effet tequila» s'est propagé dans la région et dans d'autres marchés émergents et a constitué l'un des facteurs de la crise argentine de 1995. Les effets de contagion se sont intensifiés à partir de 1997. La crise asiatique de 1997-1998 et la crise russe de 1998 ont eu des répercussions à l'échelon universel et la contagion n'a pas seulement atteint le Brésil et

² En avril 2003, le marché obligataire du Brésil était réouvert et le gouvernement émettait de nouveaux titres de la dette à hauteur d'un milliard de dollars à un taux de 10,7 pour cent.

l'Argentine mais aussi plusieurs autres pays latino-américains dont la situation était relativement plus solide (Ffrench-Davis, 2001).

Les crises du Mexique (1994-1995), de l'Argentine (1995), du Brésil (1998-1999) et une nouvelle crise en Argentine (2001-2002) ont frappé les pays qui avaient reçu le plus grand volume de capitaux dans les phases d'essor préalable. Ces pays correspondent également aux économies latino-américaines de plus grande taille et aux plus grands «marchés émergents» formés dans la région.

Un examen sommaire des cas mentionnés permet de détecter certaines caractéristiques communes des contextes institutionnels et de politique économique dans lesquels se sont déclenchées les crises: i) un taux de change nominal fixe ou quasi fixe; ii) une appréciation du taux de change réel; iii) des barrières pratiquement inexistantes aux mouvements des capitaux; iv) des entrées considérables de capitaux durant la période d'essor préalable à la crise en tant que pourcentage des marchés nationaux financiers et des capitaux préexistants; v) une réglementation faible et laxiste des régimes financiers nationaux durant la phase d'expansion.³ Des études plus approfondies des expériences en question montrent que, outre les caractéristiques mentionnées, celles-ci font preuve d'une dynamique macro-économique cyclique marquée par une phase initiale d'expansion, suivie d'une période de stagnation ou de récession, une fragilité financière croissante sur les plans interne et externe et, finalement, une crise financière et de change. L'économie argentine a subi ce cycle à deux reprises au cours de la décennie, le régime de convertibilité ayant survécu à la crise provoquée par l'effet tequila en 1995. L'année suivante, l'économie argentine connaissait une autre brève phase d'expansion caractérisée par un nouvel accroissement de l'entrée de capitaux qui a duré jusqu'à la crise asiatique. Le point d'inflexion de ce deuxième cycle a été atteint en 1998.

Les contextes institutionnels et de politique macro-économique décrits ci-dessus sont le résultat de la mise en œuvre de programmes qui combinaient plusieurs

réformes telles que l'ouverture commerciale ainsi que l'ouverture et la libéralisation du compte des opérations en capital, accompagnées de privatisation, de réformes budgétaires et de mesures de déréglementation sur d'autres marchés, avec des politiques macro-économiques anti-inflationnistes axées sur le taux de change fixe ou quasi fixe. Ce type de programme a été mis en œuvre par le Mexique en 1988, par l'Argentine en 1991 et par le Brésil en 1994.

2. Les expériences menées dans le Cône Sud

Il a été mentionné que, parmi les premières expériences régionales d'insertion financière internationale menée dans les années 1970, certaines, comme celle de l'Argentine et du Chili, anticipaient les modèles qui allaient se généraliser durant la décennie 1990. Lesdites «expériences de libéralisation du Cône Sud» conjuguait des réformes financières et commerciales draconiennes et des mécanismes macro-économiques fondés sur un taux de change préfixé et une politique monétaire passive. Les réformes conduisaient à l'ouverture et à la déréglementation des flux de capitaux, à la libéralisation du marché financier local et à l'ouverture commerciale. La préfixation du taux de change («parité glissante ou *tablitas*») avait pour but d'atténuer l'inflation. Ces expériences politiques se sont traduites par des processus d'ouverture et de déréglementation financière et commerciale qui se sont déroulés dans le contexte d'une offre abondante de ressources extérieures et d'un taux de change fixe et apprécié (Fanelli et Frenkel, 1993; Frenkel, 2002).

Les expériences menées dans les années 1970 présentent le même dosage de conditions locales et d'expansion des flux de capitaux observé dans les cas critiques de la décennie 1990. Qui plus est, les processus engendrés par les expériences du Cône Sud sont similaires à ceux qui ont, plus tard, été à l'origine des crises du Mexique, du Brésil et de l'Argentine dans l'étape la plus récente. Même si la durée des expériences des années 1970 a été inférieure à celle des cas les plus récents, la dynamique macro-économique rend compte du même cycle d'essor, de contraction et de crise.

Les premiers pays à lancer de nouveaux régimes de change furent le Chili et, peu après, l'Argentine, en 1978. Vers la fin de 1979, au moment du relèvement du taux d'intérêt décidé par la politique monétaire des États-Unis, l'Argentine et le Chili enregistraient déjà un endettement extérieur considérable ainsi que de graves déficits du compte des opérations courantes. À partir de ce moment, l'accroissement des taux

³ Après la crise de 1995, la réglementation du système a été réformée et renforcée en Argentine. Par conséquent, la régulation était plus solide durant la phase d'essor des entrées de capitaux de 1996-1997. Cependant, il existait en Argentine un risque systémique de change en raison de la dollarisation partielle du système financier interne. Alors que les actifs et passifs bancaires étaient libellés en dollars et, par conséquent, ne semblaient pas présenter de risque de change individuel, une partie importante des crédits en dollars était le fait d'opérateurs dont les revenus en pesos provenaient d'activités non commercialisables.

internationaux d'intérêt a encore aggravé la fragilité extérieure. Peu après, les crises éclataient: le régime de change s'est effondré en Argentine au début de 1981 et au Chili en 1982. Cette même année, les marchés financiers extérieurs ont fermé leurs portes à ces deux économies et des renflouements massifs des systèmes financiers locaux ont été mis en œuvre dans les deux pays, à un coût budgétaire très élevé. Ces deux économies ont connu de profondes récessions.

L'augmentation du taux d'intérêt international décrétée à la fin 1979 a précipité le processus. Les expériences rendent toutefois compte d'un cycle endogène, avec un point d'inflexion et une phase ultérieure de contraction qui évolue indépendamment du comportement du taux d'intérêt international. Tout comme dans les cas plus récents, ce cycle concerne le système financier intérieur, l'évolution des comptes avec l'extérieur ainsi que les réserves et l'augmentation de la dette.

Il est intéressant, à plusieurs titres, d'analyser les expériences du Cône Sud. En effet, ni le déficit budgétaire ni l'existence de garanties publiques sur les dépôts bancaires, qui constituent un élément propice à l'aléa moral (*moral hazard*), n'ont joué un rôle important dans ces crises. Ces deux éléments étaient certes présents en Argentine mais le Chili enregistrait, quant à lui, un excédent budgétaire et la garantie sur les dépôts avait été supprimée dans le but explicite de rendre le système financier plus efficace et moins aléatoire.

Le FMI a donné un appui résolu à ces expériences de politique. En 1980 et 1981, lorsque les comptes extérieurs du Chili affichaient un profond déficit dans les opérations courantes, le FMI affirmait que cette situation n'était guère préoccupante tant qu'il n'existait pas de déficit budgétaire en contrepartie, ce qui était alors le cas du Chili.⁴ Ultérieurement, le FMI a maintenu le même diagnostic pour le Mexique en 1994.⁵ Dans les deux cas, le diagnostic était fondé sur le fait que le comportement rationnel du secteur privé garantissait l'affectation efficace des ressources empruntées à l'extérieur ainsi que leur remboursement.

La crise des expériences du Cône Sud a eu de profondes répercussions sur le plan intellectuel. Le cas du Chili a élu un impact particulier car il présentait tous les ingrédients qui auraient dû en garantir le succès et la stabilité, conformément à la théorie alors à la mode qui sous-tendait ces politiques. Les expériences étaient fondées sur une version moderne de «l'approche

monétaire de la balance des paiements», née à l'Université de Chicago à la faveur du rétablissement récent d'un marché mondial de capitaux.

Les travaux et les débats relatifs aux expériences menées dans le Cône Sud ont donné lieu à la littérature économique dite «des séquences» (*sequencing literature*) (Fanelli et Frenkel, 1993). La principale conclusion de cette littérature est que les crises sont le résultat d'une séquence inadéquate de réformes. Ces crises ont été essentiellement provoquées par la décision prématurée de l'ouverture financière. Ainsi, en ce qui concerne les politiques économiques, ces études recommandent que les marchés de capitaux ne doivent s'ouvrir que lorsque l'économie est stabilisée, ouverte au commerce international et dotée d'un système financier solide, en d'autres termes après avoir appliqué une suite de politiques qui ultérieurement allaient constituer l'essentiel du Consensus de Washington, et seulement après que les effets escomptés des premières réformes se soient pleinement fait sentir.

Ces observations permettent de conclure que, dans la première moitié de la décennie 1990, c'est-à-dire au moment où se produisait une nouvelle expansion des flux de capitaux, il existait une expérience historique, des travaux analytiques et des recommandations de politique qui auraient pu servir d'antécédents pour analyser les processus alors en cours au Mexique et en l'Argentine. Les expériences du Cône Sud s'étaient produites dix ans à peine auparavant et avaient fait l'objet d'une multitude d'analyses. Cependant, ni le FMI, ni les analystes de marché, ni la majorité des travaux universitaires n'ont tenu compte de ces expériences préalables ni des enseignements qui auraient pu en être extraits. Il est encore plus surprenant que ces mêmes expériences du Cône Sud, ainsi que la *sequencing literature*, aient été oubliées par ceux-là mêmes qui avaient activement participé à ce débat et aux études menées dans ce domaine pour ensuite occuper des fonctions importantes dans l'étape suivante, tels qu'Anne Kreuger, l'actuelle directrice générale du FMI (Kreuger, 1986) et Sebastian Edwards, ancien économiste principal pour l'Amérique latine de la Banque mondiale (Edwards, 1986).⁶ L'amnésie par

⁴ Voir par exemple Robichek (1981), cité dans Díaz Alejandro (1985).

⁵ Lors d'une visite effectuée au Mexique en 1994, Michel Camdessus a affiché une position similaire.

⁶ Nous appelons l'attention sur "l'oubli" du thème de la séquence des réformes dans les études relevant du courant économique prédominant. Un fait peut-être moins interpellant (parce que plus fréquent) est l'ignorance totale de travaux publiés dans les pays du Cône Sud et par des analystes moins conventionnels tels que Frenkel (1980, 1983a et 1983b) et Damill et Frenkel (1987) en l'Argentine, et Arellano (1983), Ffrench-Davis et Arellano (1983) et Díaz Alejandro (1985) au Chili.

rapport aux crises a été telle que, selon l'interprétation conventionnelle acceptée depuis la crise du Mexique, celle-ci aurait été aussi surprenante qu'un éclair dans un ciel sans nuage.

3. La dynamique cyclique qui conduit aux crises⁷

Le point de départ du cycle qui caractérise les cas des décennies 1970 et 1990 est la coïncidence des programmes locaux avec un moment d'essor des flux de capitaux vers les marchés émergents. C'est précisément l'abondance de financement international bon marché qui a garanti la viabilité *ex ante* de ces trains de mesures.

L'amorce de ces programmes a été suivie de l'entrée massive de capitaux, d'une première phase d'accumulation de réserves et de taux d'accroissement élevés de la monnaie et du crédit. Ce cycle s'est poursuivi avec une forte expansion de la demande intérieure et de bulles d'augmentation des prix des actifs réels et financiers tels que la terre, les biens immobiliers et les actions. Les effets sur les prix des actifs et sur les masses monétaires et le volume du crédit sont considérables en raison de l'ampleur des flux de capitaux par rapport aux marchés locaux. Les systèmes financiers et les marchés de capitaux locaux sont relativement limités et peu diversifiés. La gamme d'actifs est restreinte et le degré de bancarisation est peu profond. Le système financier local qui, jusqu'ici, n'administrerait qu'une faible quantité de ressources n'était pas prêt à assurer une affectation efficiente d'un volume croissant de crédits. Il en va de même pour la capacité de surveillance des autorités qui reste très limitée dans un système en constante expansion tant en termes de volume qu'en termes de nombre d'intermédiaires. Le taux de change nominal étant fixe ou quasi fixe et faisant l'objet, du moins au début, d'une grande crédibilité, l'investissement en actifs locaux présente une forte rentabilité en dollars. De fortes incitations sont accordées aux placements en actifs locaux financés grâce à l'endettement en devises étrangères.

Le taux de change est déjà revalorisé ou tend à la revalorisation durant la phase d'expansion: en effet,

l'inflation est supérieure à la somme des taux de dévaluation préfixés (zéro dans les cas de taux de change fixe) et de l'inflation internationale. La pression de l'expansion rapide de la demande sur les secteurs non commercialisables contribue à l'appréciation de la monnaie.

L'appréciation du taux de change, l'ouverture commerciale et l'expansion de la demande intérieure entraînent une montée en flèche des importations et un creusement du déficit commercial. Par ailleurs, le déficit du compte des opérations courantes tend, lui aussi, à augmenter, plus lentement au début, puis plus rapidement, à mesure que s'accumule la dette extérieure et qu'augmente le patrimoine de capital étranger investi dans l'économie. Les prix relatifs impriment un biais favorable à l'investissement réel dans les secteurs non commercialisables. Par conséquent, le bilan du compte des opérations courantes affiche des rentabilités croissantes en devises internationales des investissements directs étrangers sans contrepartie en termes d'augmentation des exportations.

L'évolution des comptes extérieurs et des réserves définit un aspect du cycle. Le déficit en compte courant ne cesse de se creuser, alors que les flux de capitaux sont sujets à de brusques variations. À un certain moment, le déficit du compte courant devient supérieur aux entrées de capital. Les réserves atteignant alors un plafond, pour ensuite diminuer, ce qui provoque une contraction de l'argent et du crédit. Le cycle n'est toutefois pas déterminé exclusivement par cet élément mécanique: l'ampleur des flux de capitaux n'est pas un facteur exogène. Les arbitrages de portefeuille des opérateurs locaux et extérieurs par rapport à la proportion d'actifs locaux, à savoir la part du portefeuille de l'opérateur en question exposée au risque pays ou au risque de change, subissent l'influence de l'évolution de la balance des paiements et de l'état des finances.

Le taux d'intérêt intérieur reflète les aspects financiers du cycle. Il affiche une tendance à la baisse durant la première phase puis une autre à la hausse dans la deuxième. Étant donné la forte crédibilité initiale de la politique de change, l'arbitrage entre les actifs financiers et les crédits locaux et extérieurs conduit à une réduction des taux dans la première phase. Le faible niveau des taux d'intérêt contribue à l'expansion réelle et financière. Cet environnement est propice à une augmentation significative de la fragilité financière.⁸

⁷ Cet exposé se fonde sur un modèle inspiré des expériences de l'Argentine et du Chili figurant dans Frenkel (1983a). Ce modèle a été synthétisé et présenté en anglais dans Williamson (1983) et Taylor (1991). Il a également été appliqué à l'explication des crises de la décennie 1990 dans Taylor (1998), Eatwell et Taylor (2000) et Frenkel (2002).

⁸ Telle qu'elle est conçue par Minsky (1975).

Durant la deuxième phase, le taux d'intérêt augmente, entraînant l'apparition d'épisodes marqués par le manque de liquidités et l'insolvabilité. Ceux-ci se présentent d'abord isolément, puis dans le cadre d'une crise systémique. Comment cette augmentation des taux nominaux et réels d'intérêts s'explique-t-elle?

Le marché financier étant ouvert dans les deux directions, il existe, comme il est mentionné auparavant, un arbitrage entre les actifs locaux et extérieurs. Le taux d'intérêt en monnaie locale peut être exprimé comme la somme du taux international en dollars que le pays doit assumer, plus le taux de dévaluation déterminé par la norme de change (zéro dans les cas de taux de change fixe), plus un résidu correspondant au risque de change et au risque financier local. Par ailleurs le taux international que doit assumer le pays peut être ventilé en deux éléments: le taux d'intérêt payé par le gouvernement des États-Unis, à savoir le taux de base du marché financier international, plus un résidu compensant le risque de la dette locale émise en dollars. Hormis pour certains instruments de dette exceptionnels, le plancher de cette compensation est la prime payée par les titres de la dette libellés en dollars du gouvernement local, appelée prime de risque pays.

La somme de la prime de risque de change, plus la prime de risque pays, à savoir le prix global du risque de dévaluation et du risque de manquement aux obligations de paiement, est la variable principale dont l'augmentation se traduit par une tendance à la hausse du taux d'intérêt local. L'accroissement persistant du déficit du compte des opérations courantes et, à partir d'un certain moment, la tendance à la contraction des réserves, compromettent, d'une part, la crédibilité de la norme de change et, d'autre part, augmente la probabilité que la dette émise ne soit pas remboursée dans les temps et selon les modalités convenues. Le maintien de la norme de change et le service régulier des obligations extérieures exigent des entrées croissantes de capital. Par conséquent, les prix des risques tendent à augmenter. Les primes de risques doivent être élevées et, partant, les taux d'intérêt aussi, de façon à équilibrer les portefeuilles et attirer des capitaux de l'étranger. L'activité économique subit une contraction sur laquelle viennent se greffer des épisodes de manque de liquidité et d'insolvabilité qui contribuent encore à miner la crédibilité de la norme de change. Dans les cas étudiés, cette dynamique s'est comportée comme une bombe à retardement. À l'issue du processus, les taux d'intérêt ne sont jamais suffisamment élevés pour pouvoir soutenir la demande d'actifs financiers locaux. Des mouvements de panique

se produisent contre les réserves de la banque centrale qui se traduisent finalement par l'effondrement du régime de change. Dans la décennie 1990, et à un certain niveau de la prime de risque, le marché a, d'une manière générale, fermé ses portes à de nouveaux placements.

Les pondérations de la prime de risque de change et de la prime de risque pays n'ont pas été les mêmes dans les années 1970 et 1990. Cette différence est associée aux modalités distinctes adoptées par le financement extérieur dans chaque période. Dans les années 1970, le financement provenait essentiellement des crédits de banques internationales. La prime de risque pays était alors la surtaxe appliquée au taux international de première ligne établi par les banques pour les crédits qu'elles accordaient aux pays. Le marché secondaire des titres de la dette était insignifiant. Dans ce contexte, la prime de risque de change a été, dans les cas de l'Argentine et du Chili, le principal facteur déterminant du relèvement du taux d'intérêt durant la deuxième phase du cycle, alors que la surtaxe appliquée par les banques créancières a joué un rôle peu important. Ceci peut s'expliquer par le comportement des banques. En effet, chaque banque ayant placé une partie de son portefeuille en actifs du pays a intérêt à préserver la qualité de ce portefeuille et la capacité de remboursement du débiteur. La prise en compte du portefeuille non récupérable détermine les décisions relatives au montant et au prix des nouveaux crédits.

En revanche, dans les années 1990, la principale forme de financement a été le placement de titres et d'autres instruments de la dette sur un marché primaire constitué par des agents nombreux et divers. Les titres de la dette émis sont quotidiennement commercialisés sur un marché secondaire actif. La prime de risque pays est établie en fonction de la cotation permanente des titres sur ce marché. Au cours de ces dernières années, l'augmentation de la prime de risque pays, résultant de la chute du prix des titres de la dette du pays sur le marché secondaire mondial, a été le moteur principal de l'augmentation des taux d'intérêt durant la phase de contraction du cycle. Dans l'étape la plus récente de mondialisation, le marché des titres de la dette est plus volatil que le marché des crédits des années 70. Il est beaucoup plus sujet aux effets de contagion et aux mouvements moutonniers.

4. Le déficit budgétaire et la dette publique

L'analyse de l'évolution des économies présentées ci-dessus fait ressortir plusieurs caractéristiques

communes à tous les processus qui ont conduit aux crises en question. La description de ces caractéristiques met en exergue l'articulation existant entre les finances et les l'économie réelle du pays vis-à-vis du système financier international. L'effet en retour (*feedback*) est positif durant la phase d'essor et négatif durant la phase de contraction. Dans cette description de l'économie locale, secteur privé et secteur public ne sont pas analysés séparément. Le déficit budgétaire financé à l'aide de capitaux extérieurs est tacitement inscrit au nombre des destinations locales des entrées de capitaux et il est consolidé avec le déficit privé. La dette extérieure du secteur public fait partie de la dette extérieure totale du pays et son évolution ne fait pas l'objet d'une étude séparée.

L'explication d'une telle approche est simple: la viabilité budgétaire n'a pas joué un rôle majeur dans le déclenchement des crises du Chili (1982), du Mexique (1994-1995), de l'Argentine (1995) et du Brésil (1998-1999), ni dans celui des crises asiatiques de 1997-1998.⁹

Or, une dette publique qui s'accroît rapidement au point de devenir insoutenable par le marché qui la finançait jusque-là *peut* naturellement favoriser et déclencher une crise. Par ailleurs, des niveaux importants de déficit budgétaire et de dette publique étaient présents dans les crises subies par l'Argentine 1981-1982 et 2001-2002 et sont souvent invoqués comme leur cause première.

L'origine de la crise argentine de 1981-1982 ne se trouve pas dans les lignes du Budget. En l'occurrence, la moitié seulement de la dette extérieure était publique avant la crise et le régime militaire ne semblait pas rencontrer de difficultés majeures pour équilibrer les finances publiques. Le déficit budgétaire et son financement extérieur ont été le résultat de décisions gouvernementales qui n'ont pas suscité de problèmes particuliers. La politique mise en œuvre a été largement admise par les conseillers qui s'inspiraient de

«l'approche monétaire de la balance des paiements», selon laquelle seule la politique monétaire était déterminante pour le solde de la balance des paiements et le niveau des réserves. Tant que la discipline et le contrôle subsistaient en matière de crédit intérieur, affirmait-on, le financement du déficit public ne poserait pas de difficultés. L'origine de la crise ne situe pas non plus dans le comportement des banques créancières du secteur public qui avaient restreint leur offre de financement ou l'avaient renchéri. Les banques internationales ont, en effet, continué de fournir du financement au secteur public, avec une surtaxe peu élevée, pratiquement jusqu'à la fin du régime de change en vigueur. Dans le cas argentin, tout comme dans celui du Chili, les premières manifestations de la crise financière intérieure sont apparues au moins un an avant l'effondrement du régime de change.

La situation fut différente dans le cas de la crise argentine de 2001-2002. En l'occurrence, la dette publique constituait la principale composante de la dette extérieure du pays. L'analyse de ce cas de figure rend compte de la dynamique macro-économique cyclique décrite ci-dessus, qui plus est dans un contexte de déficit budgétaire et d'accroissement constant de la dette publique financée en majeure partie par des ressources extérieures. Cette évolution ne s'était pas produite pendant le premier cycle, à savoir durant la période 1991-1995; elle a, par contre, caractérisé le deuxième cycle qui s'amorce en 1996, après la crise déclenchée par l'effet tequila.

L'émergence du déficit budgétaire a été provoquée par le système de sécurité sociale. D'une part, le phénomène est dû à la réforme mise en œuvre à la fin 1994 par laquelle une bonne partie des revenus du système a été transférée au secteur financier privé,¹⁰ tout en maintenant les dépenses publiques versées au titre des retraites et des pensions. D'autre part, le gouvernement a décidé d'alléger les charges patronales dans le but d'améliorer la compétitivité compromise par la revalorisation de la monnaie. En tout état de cause, le principal facteur responsable de l'accroissement des dépenses publiques courantes était, dans la deuxième moitié de la décennie 1990, le paiement des intérêts de la dette publique. Le relèvement du taux d'intérêt caractéristique de la phase de contraction du cycle a eu une incidence directe sur l'accroissement de la dette publique, contribuant ainsi à une dynamique perverse d'aggravation de l'endettement et d'augmentation du risque (Damill et Frenkel, 2003).

⁹ Lorsque le secteur public a un déficit à financer et a émis des titres de la dette, l'augmentation du taux d'intérêt durant la phase de contraction tend à aggraver les déficits et à accélérer l'accumulation des dettes aussi bien du secteur public que du secteur privé. À l'approche de la crise, la gestion de la dette publique a certes posé des difficultés au Mexique et au Brésil; toutefois, le facteur important est le mécanisme qui détermine l'augmentation des risques et du taux d'intérêt, à savoir si l'incertitude provient, au départ, de la dynamique de la comptabilité et des besoins de financement public ou de la dynamique de la comptabilité et des besoins de financement extérieur. Dans les cas du Brésil et du Mexique, la deuxième phase du cycle n'a pas été déclenchée par les problèmes budgétaires.

¹⁰ Aux Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (AFJP).

Dans ce cas, l'analyse de viabilité faite par les investisseurs détectera ainsi plusieurs sources d'incertitude. D'une part, la situation présente une dynamique macro-économique typique des processus conduisant à une crise: le déficit du compte des opérations courantes et la dette extérieure augmentent; les besoins en capitaux extérieurs se font plus urgents et la fragilité financière extérieure de l'ensemble de l'économie s'accroît. D'autre part, et parallèlement ce processus, la dette publique ne cesse d'augmenter, tout comme les besoins de financement du secteur public.

La tendance à l'augmentation de la prime de risque pays et du taux d'intérêt peut être associée à l'état des comptes extérieurs du pays ou à l'évolution des finances publiques, ou avec ces deux facteurs à la fois, comme l'ont fait ressortir les rapports des analystes des fonds d'investissement et des agences d'évaluation du risque.

S'il est vrai que l'incertitude associée à la soutenabilité de la dette publique a joué un rôle certain dans les évaluations de risque des investisseurs, elle ne doit toutefois pas dissimuler les sources originelles du déficit et de l'endettement du secteur public. La cause principale ne se situe pas dans le gaspillage des ressources budgétaires, mais plutôt dans l'effet combiné de la fragilité extérieure et de la contagion des crises asiatique, russe et brésilienne. Le deuxième cycle du régime de convertibilité et la récente crise argentine ne constituent pas un cas exceptionnel. En vertu du principe du rasoir d'Occam en économie, il convient d'en chercher l'explication dans la schématisation des faits observés également dans les autres crises analysées.

Le FMI et certains analystes, notamment Michael Mussa, ancien économiste principal du FMI,¹¹ persistent à attribuer la responsabilité de la crise au déficit budgétaire et à la dynamique de l'endettement public, sans prêter attention à leurs causes premières. Ils semblent suggérer que l'expérience aurait pu être viable et qu'il n'y aurait pas eu de crise si les pays avaient appliqué une politique budgétaire différente.

Il serait embarrassant pour le FMI de reconnaître que l'accroissement de la dette publique est, dans une large mesure, un facteur endogène résultant de l'augmentation de la prime de risque pays. En effet, ce constat l'obligerait à prononcer une autocritique. Dans la première moitié de la décennie 1990, cette institution

a appuyé, tant sur le plan intellectuel que financier, la mise en œuvre de politiques de taux de change fixe et apprécié, notamment le régime de convertibilité adopté par l'Argentine en 1991. Ultérieurement, lorsque la crise du Mexique a mis en évidence les défaillances de ces politiques de change, le FMI a modifié son diagnostic, reconnaissant désormais le caractère volatil des flux de capitaux et recommandant des taux de change flottants. Toutefois l'institution a conservé une appréciation favorable sur les politiques de taux de change fixe fortement rigide sur les plans institutionnel et juridique, telles que les systèmes de caisses d'émission (*currency board*) ou la dollarisation. Cette catégorie entrait dans les tolérances admises par la nouvelle orthodoxie (Fisher, 2001). L'envergure de cette nouvelle orthodoxie était assez grande pour couvrir le régime de convertibilité argentin.

L'engagement du FMI vis-à-vis du régime de convertibilité a atteint son paroxysme dans le financement d'urgence accordé à l'Argentine à la fin de l'année 2000. Les termes de ce financement ne prévoyaient aucun changement significatif du mécanisme en place. Le soutien avait manifestement pour but de contribuer à la survie du système, même s'il apparaissait clairement que celui-ci n'était pas viable. Les ressources multilatérales ont fini par financer le paiement du service de la dette et l'exode des capitaux. Le FMI a effectué un nouveau déboursement en août 2001 lorsque les autorités argentines semblaient croire, envers et contre tous, qu'il était encore possible de soutenir ce système.

On comprend que le FMI préfère oublier cet épisode. Le diagnostic selon lequel les problèmes et la crise de l'Argentine étaient exclusivement imputables aux variables budgétaires est particulièrement commode puisqu'il libère le FMI de toute responsabilité dans le déroulement des événements et dans leurs conséquences désastreuses, non seulement pour la population mais aussi en termes de perte de capital des investisseurs étrangers. Il est moins compréhensible que, par la suite, le FMI ait longtemps refusé de fournir un soutien minimum, à savoir le rééchelonnement du capital qui lui était dû, aux mesures mises en place pour tenter de gérer les conséquences de la crise sur laquelle avaient débouché des politiques soutenues auparavant par l'institution. Paradoxalement, plusieurs fonctionnaires du FMI ont justifié cette réticence à l'aide de mystérieuses références aux «erreurs commises auparavant avec l'Argentine».

¹¹ Voir Mussa (2002).

III

La diversité des expériences régionales et les «mesures de prévention des crises»

1. Les expériences régionales

La section II contenait une description succincte de la mondialisation financière de la région au cours de la décennie 1990. Un éclairage plus serré sur les chemins suivis par les pays de la région pour se transformer en marchés émergents permet de détecter des divergences significatives, d'une part, quant à la nature des mesures d'ouverture et de libéralisation du marché des capitaux et, d'autre part, quant au volume et à la structure des flux de capitaux. Bien que participant d'un même processus, les pays ont emprunté différents accès à l'intégration financière internationale.

Chacun de ces accès détermine le modèle de croissance propre à chaque pays. Ces voies d'accès sont des processus historiques par lesquels l'insertion économique internationale du pays se modifie progressivement moyennant la transformation de son commerce international ainsi que l'accumulation de l'endettement extérieur et de l'investissement direct étranger. Ceci se traduit par des changements au niveau de la structure de la balance des paiements. Chacune de ces voies est déterminée par l'environnement conjoncturel du moment; cette conjoncture est, elle aussi, déterminée par les politiques, les incitants et les prix relatifs existants à ce moment précis mais aussi par l'évolution préalable. La variable qui caractérise le plus les accès à l'intégration est le volume de la dette extérieure par rapport à certains flux comme le produit national et les exportations.

Les accessions à l'intégration qui se sont traduites par des niveaux élevés d'endettement et de vulnérabilité correspondent à des conjonctures caractérisées par une déréglementation complète du compte de capital, une appréciation du taux de change et un rôle passif de la politique monétaire. Dans ce type de conjoncture, la politique économique a été orientée vers l'intégration complète au système financier international et les flux de capitaux ont constitué un ingrédient essentiel du schéma de politique. Le taux de change nominal fixe et la déréglementation totale du compte de capital impliquaient que la politique monétaire restât passive. L'Argentine tout au long de la décennie, le Brésil à

partir de 1994 et le Mexique à partir de 1995 illustrent de ce type d'accession particulièrement vulnérable.

Toutefois, d'autres voies d'intégration se sont révélées plus solides. Inscrites dans un contexte de politiques économiques axées sur la croissance et la stabilité des prix, elles accordent une plus large place à un taux de change réel compétitif et, par conséquent, font figurer le taux de change réel parmi leurs objectifs. Tel a été le cas du Chili et de la Colombie durant la première moitié de la décennie 1990. Ces pays ont adopté des régimes de change dotés de marges de fluctuation, ont réglementé les flux de capitaux moyennant l'imposition de taux différentiels par type de capitaux, ce qui passait par un certain contrôle du marché des changes, et ont mis en œuvre des politiques de stérilisation monétaire. Ces trains de mesures n'ont pas accompli tous les objectifs escomptés mais ils ont contribué à une évolution plus robuste que dans les cas précédents.

La description de la conjoncture des pays de la région dans la phase préalable à l'expansion des flux de capitaux permet de mieux comprendre ces différences au niveau de l'orientation des politiques. Dans les cas du Mexique, de l'Argentine et du Brésil, l'objectif principal était de mettre fin à une longue période caractérisée par des taux très élevés d'inflation et par une stagnation. La baisse du taux d'inflation et l'augmentation de la demande et de l'activité qui ont caractérisé la première phase de l'entrée de capitaux se sont révélées, dans ces trois cas, particulièrement bénéfiques. En revanche, le Chili et la Colombie enregistraient une croissance satisfaisante depuis le milieu de la décennie 1980 et présentaient, au moment de l'afflux de capitaux, des taux d'inflation comparativement plus faibles, qui oscillaient autour de 30 pour cent par an. Il est donc compréhensible que ces pays aient cherché à défendre la stabilité de leurs prix relatifs et à éviter les perturbations pouvant résulter d'une forte injection de ressources extérieures (Damill, Fanelli *et alii*, 1993; Frenkel, 1995).

L'analyse comparée de ces expériences latino-américaines, ainsi que les enseignements négatifs et positifs résultant d'autres expériences ont permis de

dégager une série de recommandations de politiques nationales susceptibles de prévenir les crises.

2. Les «mesures de prévention de crises»

En premier lieu, nul ne conteste aujourd'hui l'importance des réglementations de prudence. Les critères conventionnels de réglementations sont toutefois largement procycliques. C'est pourquoi cette régulation prudentielle ne doit pas seulement tenir compte des risques micro-économiques mais aussi des risques macro-économiques et systémiques, tout comme ceux qui peuvent dériver des asymétries entre les devises et de l'accumulation de dettes à court terme en devises étrangères (Ocampo, 2003). En tout état de cause, confier aux seuls pays récipiendaires l'entière responsabilité de cette régulation prudentielle revient à leur imposer un lourd fardeau.

Les expériences des crises ne laissent aucun doute quant à l'incompatibilité entre les taux de change fixe et la volatilité des flux de capitaux. Comme je l'ai indiqué plus haut, le FMI a certes tenu compte de cette expérience, alors qu'en ce qui concerne le régime de change, le débat reste ouvert quant aux possibilités et aux bénéfices de l'intervention sur le marché des changes, même si tous s'accordent sur le critère de flexibilité. Le FMI est en faveur d'un flottement pur et dur avec comme point d'ancrage la politique monétaire qui assume toute la responsabilité de la stabilité des prix et du taux de change. Malgré cela, les pays ont, pour la plupart, adopté des régimes intermédiaires, où la flexibilité est administrée et où sont prévues diverses modalités d'intervention de l'autorité monétaire sur le marché des changes.

L'analyse comparée des accessions à l'intégration fait également ressortir d'autres «mesures de prévention des crises» centrées sur la régulation des entrées de capitaux durant les épisodes de dynamisme. Ces réglementations de l'afflux de capital sont fondées sur les

expériences du Chili et de la Colombie durant la première moitié de la décennie 1990, ainsi que sur les réglementations maintenues par certaines économies asiatiques comme Taiwan (Agosin, 2001).

La flexibilité du taux de change suffit, à elle seule, à décourager certains flux de capitaux à court terme, alors que le flottement libre dans des contextes de volatilité des flux de capitaux peut entraîner une volatilité intolérable des taux de change nominal et réel. L'application de contrôles directs ou l'obligation de provisions non rémunérées (*encaje*) sur les entrées de capitaux, comme au Chili et en Colombie, peut contribuer à la stabilité du marché des changes et de l'afflux de capitaux, ainsi qu'à modifier le profil temporaire des capitaux entrants, tout en décourageant les capitaux à court terme. Au-delà de son rôle stabilisateur à court terme, la politique de régulation a pour objet de lisser les entrées de capitaux afin que leur comportement soit le plus stable et le plus prévisible possible. La CEPALC a été l'une des premières à encourager cette perspective et cette orientation de politique (CEPALC, 2002).

Le FMI s'est opposé à la régulation des flux de capitaux, même s'il s'agissait de réglementations prudentielles durant les périodes d'essor. Cette institution a ainsi précisément adopté une position qui va dans la direction opposée et a tenté d'imposer aux pays membres la dérégulation totale du compte de capital. Dans ce domaine, tout comme dans celui du régime de change, le FMI a adopté des positions extrêmes plus fondées sur la croyance dans les vertus auto-stabilisatrices des marchés que sur un bilan précis des expériences.

Les «mesures de prévention des crises» synthétisent les enseignements laissés par l'expérience régionale mais les recommandations qui en résultent sont applicables aux périodes d'expansion des flux de capitaux. D'autres aspects sont à inscrire à l'agenda régional et mondial.

IV

L'intégration segmentée et les pièges du financement

1. Les pièges du financement extérieur¹²

Les pays de la région qui ont évolué vers une plus grande vulnérabilité sont généralement tombés dans des pièges financiers. Ceci est parfaitement illustré par la situation de l'Argentine au cours de la période 1998-2001. Les pays peuvent se trouver bloqués dans le piège de financement même après avoir traversé et résolu une crise. Par exemple, le Brésil a corrigé, en 1999, les principales caractéristiques du schéma de politiques économiques appliquées au préalable. Cependant, le changement n'a pas suffi à modifier l'héritage structurel résultant de sa trajectoire antérieure. Les pièges financiers sont associés à deux types de rapports entre l'économie et le marché financier international. Le premier est déterminé par un grand volume de besoins de financement. Le refinancement des échéances de la dette et le financement de profonds déficits structurels sur le compte des opérations courantes sont au cœur du rapport existant entre le pays et le marché financier international. Il s'agit d'une situation très vulnérable aux effets de contagion ou à toute autre source de volatilité. Cet état de choses favorise également les prophéties auto-réalisatrices. Le marché évalue ces situations et réagit en imposant des taux plus élevés de risque pays. Le pays perd une certaine marge d'autonomie dans sa politique économique.

Le deuxième rapport tient aux effets produits sur les taux d'intérêt et sur les prix des actifs financiers. Une prime élevée de risque pays renchérit le financement extérieur, ce qui contribue encore à aggraver les indicateurs d'endettement. Par ailleurs, la somme du taux international plus la prime de risque pays détermine le plancher du taux réel d'intérêt local. L'intégration du marché émergent au marché financier international se produit de façon segmentée, avec un taux d'intérêt local significativement plus élevé que le taux international. Les effets négatifs des taux d'intérêt élevés sur la croissance et la fragilité financière intérieure et extérieure ont déjà été analysés en détail

plus haut. Cet élément a déjà été signalé comme partie intégrante de la dynamique qui conduit à la crise. Ici l'accent est mis sur le phénomène d'intégration segmentée, au-delà de la crise sur laquelle il peut déboucher.

2. L'intégration segmentée

L'existence de primes de risque pays qui restent élevées est une conséquence inattendue de la mondialisation financière. Les tenants de la mondialisation ont, d'emblée, présenté l'intégration totale entre les systèmes financiers locaux et le système international comme l'issue finale idéale du processus. L'intégration totale implique un système d'intermédiation mondiale dans lequel, d'une part, la rentabilité des actifs du public et, d'autre part, le coût du capital pour les débiteurs sont à égalité pour des transactions économiquement équivalentes, indépendamment de la localisation géographique des épargnants et des investisseurs.

Selon ces arguments, l'intégration totale devait réduire les coûts d'intermédiation ainsi que le coût du capital dans les pays développés. À mesure que la situation relative des pays en développement allait offrir davantage d'opportunités d'affaires, ces pays allaient recevoir des flux d'investissement et de financement qui tendrait à combler l'écart de développement.

La convergence du processus de mondialisation vers l'intégration totale aurait entraîné une réduction persistante des primes de risque pays. Cela n'a toutefois pas été le cas. Au contraire, l'expérience accumulée après la crise asiatique indique que la mondialisation a favorisé l'émergence d'un système d'intégration segmentée dans lequel le coût du capital dans les économies de marché émergentes est souvent systématiquement supérieur à celui des pays développés.

On pourrait penser qu'il suffirait de parvenir à un équilibre budgétaire et se dispenser de nouveaux placements de titres publics pour stériliser les effets de risque pays. On pourrait affirmer, comme le font beaucoup, que le problème réside exclusivement dans

¹² Voir Frenkel (2003).

les finances du secteur public. Ceci est faux. Les finances d'un pays peuvent être parfaitement équilibrées, voire excédentaires; ceci ne garantit pas que son économie dispose des ressources en devises étrangères nécessaires pour assurer le service et l'amortissement de la dette en dollars. De plus, même si le gouvernement disposait des ressources nécessaires en devises étrangères pour répondre à ses propres besoins, ceci n'est pas pour autant le cas de l'ensemble de l'économie; par conséquent, les devises nécessaires pour assurer le service de la dette extérieure privée pourraient venir à manquer (Frenkel, 2003). Dans un tel environnement, les autorités peuvent se voir dans l'obligation –ou peuvent décider explicitement– de suspendre la convertibilité de la devise locale –ou encore de cesser les paiements à l'extérieur, dans le cas d'une économie dollarisée– et de manquer délibérément au respect de leurs obligations contractuelles. La souveraineté permet cette faculté. Le risque pays l'emporte sur le risque d'insolvabilité budgétaire.

Il semble difficile d'échapper aux pièges du financement ou, d'une manière plus générale, de mettre en place un contexte international susceptible d'éviter l'intégration segmentée sans faire intervenir un effort important de coopération internationale. La mondialisation a déterminé la mise en place d'un système dépourvu d'une grande partie des institutions qui avaient été construites au fil du temps pour améliorer le fonctionnement et assurer la stabilité des systèmes nationaux (Eatwell et Taylor, 2000; Stiglitz, 2002).

Jusqu'il y a peu, la situation semblait s'être améliorée. L'ampleur et les conséquences des crises

asiatique et russe ont poussé les pays du centre à adopter certaines mesures visant à la mise en place d'institutions internationales de supervision, de prévention et de prise en charge organisée des crises. L'idée d'une responsabilité partagée entre les débiteurs et les créanciers ainsi que d'une répartition des coûts de l'ajustement semblait avoir gagné du terrain. Cependant, ces initiatives ont peu à peu faibli et, à la faveur d'une certaine complaisance en 1999 et 2000, les conceptions contraires à l'intervention publique semblent avoir repris les devants. Les programmes de renflouement massif lancés à l'instigation du FMI représentent la seule initiative de politique internationale dans ce domaine. Ils ont en fait contribué, dans la plupart des cas, à éviter l'inexécution des obligations de paiement. L'existence de cet instrument n'a toutefois pas empêché l'irruption de nouvelles crises et, en particulier après la crise russe, il n'a pas non plus évité la persistance de niveaux élevés de risque pays ni l'apparition de pièges financiers.

La situation s'est aggravée. Les programmes de renflouement jouent désormais un rôle nettement plus discret. Pour sa part, l'initiative du FMI visait à la réalisation d'une réforme internationale qui avait uniquement pour but de faciliter les négociations postérieures à l'inexécution des obligations de paiement (l'initiative Krueger). Mais même cette modeste initiative n'a pas prospéré et les perspectives des pays mal notés en termes de risque pays ne sont guère encourageantes.

(Traduit de l'espagnol)

Bibliographie

- Agosin, M. (2001): «Corea y Taiwán ante la crisis financiera asiática», R. Ffrench-Davis (comp.), *Crisis financieras en países "exitosos"*, Santiago du Chili, McGraw-Hill Interamericana/CEPALC.
- Arellano, J.P. (1983): De la liberalización a la intervención. El mercado de capitales en Chile, 1974-83, *Colección Estudios CIEPLAN*, n° 11, Santiago du Chili.
- Calvo, G., L. Leiderman et C. Reinhart (1996): «Inflows of capital to developing countries in the 1990s», *The Journal of Economic Perspectives*, vol. 10, n° 2, Nashville, American Economic Association.
- CEPALC (Commission économique pour l'Amérique latine et les Caraïbes) (2002): *Growth with Stability. Financing for Development in the New International Context*, LC/G.2171-P, Santiago du Chili. Publication des Nations Unies, n° de vente: E.02.II.G.20.
- D'Arista, J. (2002): «Financial regulation in a liberalized global environment», J. Eatwell et L. Taylor (comps.), *International Capital Markets. Systems in Transition*, Oxford, Oxford University Press.
- Damill, M., J. Fanelli et alii (1993): «Crecimiento económico en América Latina: experiencia reciente y perspectivas», *Desarrollo económico*, vol. 33, n° 130, Buenos Aires, Instituto de Desarrollo Económico y Social (IDES), juillet-septembre.
- Damill, M. et R. Frenkel (1987): «De la apertura a la crisis financiera. Un análisis de la experiencia argentina de 1977 a 1982», *Ensayos económicos*, n° 37, Buenos Aires, Banco Central de la República Argentina (BCRA).
- _____ (2003): *Argentina: Macroeconomic Performance and Crisis*, document préparé pour l'IPD Macroeconomics Task Force Meeting (Barcelone, Espagne, 2 et 3 juin).
- Díaz Alejandro, C. (1985): «Good-bye financial repression, hello financial crash», *Journal of Development Economics*, vol. 19, n° 1, North-Holland, Elsevier.
- Eatwell, J. (1997): *International Financial Liberalization: The Impact on World Development*, Office of Development Studies

- Discussion Papers Series, n° 12, New York, Programme des Nations Unies pour le développement (PNUD).
- Eatwell, J. et L. Taylor (2000): *Global Finance at Risk: The Case for International Regulation*, New York, The New Press.
- Edwards, S. (1986): «The order of economic liberalization of the current and capital account of the balance of payments», M.A. Choksi et D. Papageorgiou (comps.), *Economic Liberalization in Developing Countries*, Oxford, Basil Blackwell.
- Fanelli, J.M. et R. Frenkel (1993): «On gradualism, shock treatment and sequencing», *International Monetary and Financial Issues for the 1990s. Research Papers for The Group of Twenty-four*, vol. 2, UNCTAD/GID/G.24/2, New York, Nations Unies.
- Ffrench-Davis, R. (comp.) (2001): *Crisis financieras en países "exitosos"*, Santiago du Chili, McGraw-Hill Interamericana/CEPALC.
- Ffrench-Davis, R. et J.P. Arellano (1983): «Apertura financiera externa: la experiencia chilena entre 1973-1980», R. Ffrench-Davis (comp.), *Las relaciones financieras externas. Su efecto en las economías latinoamericanas*, Mexico, Fondo de Cultura Económica.
- Fischer, S. (2001): *Exchange Rates Regimes: Is the Bipolar View Correct?*, discours prononcé à la réunion de l'American Economic Association (Nouvelle Orleans, 6 janvier 2001).
- FMI (Fonds monétaire international) (1997): *International Capital Markets. Development, Prospects, and Key Policy Issues*, World Economic and Financial Surveys, Washington, D.C., septembre.
- Frenkel, R. (1980): «El desarrollo reciente del mercado de capitales en la Argentina», *Desarrollo económico*, vol. 20, n° 78, Buenos Aires, Instituto de Desarrollo Económico y Social (IDES), juillet-septembre.
- _____ (1983a): «Mercado financiero, expectativas cambiarias y movimientos de capital», *El trimestre económico*, vol. 50(4), n° 200, Mexico, Fondo de Cultura Económica, octobre-décembre.
- _____ (1983b): «Apertura financiera externa: el caso argentino», R. Ffrench-Davis (comp.), *Relaciones financieras externas y su impacto en las economías latinoamericanas*, Mexico, Fondo de Cultura Económica.
- _____ (1995): *Macroeconomic Sustainability and Development Prospects: Latin American Performance in the 1990s*, UNCTAD Discussion Paper, n° 100, UNCTAD/OSG/DP/100, Genève, août.
- _____ (2002): «Capital market liberalization and economic performance in Latin America», J. Eatwell et L. Taylor (comps.), *International Capital Markets. Systems in Transition*, Oxford, Oxford University Press.
- _____ (2003): *From the Boom in Capital Inflows to Financial Traps*, document préparé pour l'IPD Capital Market Liberalization Task Force Meeting (Barcelone, Espagne, 2 et 3 juin).
- Krueger, A. (1986): «Problems of liberalization», M.A. Choksi et D. Papageorgiou (comps.), *Economic Liberalization in Developing Countries*, Oxford, Basil Blackwell.
- Minsky, H.P. (1975): *John Maynard Keynes*, New York, Columbia University Press.
- Mussa, M. (2002): *Argentina and the Fund: From Triumph to Tragedy*, Washington, D.C., Institute for International Economics.
- Ocampo, J.A. (2003): *Capital-account and Counter-cyclical Prudential Regulations in Developing Countries*, serie Informes y estudios especiales, n°6, LC/L.1820-P, Santiago du Chili, CEPALC. Publication des Nations Unies, n° de vente: E.03.II.G.23.
- Robichek, W. (1981): «Some reflections about external public debt management», *Estudios monetarios VII*, Santiago du Chili, Banque centrale du Chile.
- Stiglitz, J. (2002): *Globalization and Its Discontents*, New York, W.W. Norton.
- Taylor, L. (1991): *Income Distribution, Inflation, and Growth. Lectures on Structuralist Macroeconomic Theory*, Cambridge, Massachusetts, The MIT Press.
- _____ (1998): *Public Sector and Destabilizing Private Sector: Origins of Capital Market Crises*, CEPA Working Papers, n° 11, New York, Centro de Análisis de Políticas Económicas (CEPA).
- Williamson, J. (1983): *Open Economy and the World Economy: A Textbook in International Economics*, New York, Basic Book