

L'AMÉRIQUE LATINE DANS LA GLOBALISATION FINANCIÈRE : A-T-ON APPRIS DES CRISES PASSÉES ?

GILLES DUFRÉNOT*

Depuis quelques années, dans les pays d'Amérique latine (LATAM pour *Latin America* dans la suite de l'article), nous assistons à la montée des critiques contre la globalisation financière. Comme le souligne Edwards (2008), on reproche à la globalisation financière, et à ce qu'elle a impliqué en termes de libéralisation des marchés, de ne pas avoir tenu ses promesses. Le processus d'ouverture aux marchés de capitaux entamé en 1970 avait, jusqu'à la crise de 2008, donné aux pays LATAM des taux de croissance plutôt modestes. Le produit intérieur brut (PIB) par tête a crû seulement au rythme de 2,3 % par an en moyenne entre 1970 et 2007, c'est-à-dire en dessous du taux de croissance des pays d'Asie et du Moyen-Orient (3 %). Sur une période plus courte, entre 1998 et 2004, la croissance du PIB par tête n'aurait même été que de 1 %. Cette faiblesse est attribuée aux crises financières à répétition que le sous-continent a connues. La période de crises des dettes de 1980 à 1995 est identifiée comme celle d'une « quinzaine » perdue. Par ailleurs, entre la fin des années 1990 et le début des années 2000, les « poids lourds » de la zone ont connu de graves crises de change (Mexique, Argentine, Brésil). Enfin, alors que l'on avait cru, dans un premier temps, à l'hypothèse d'un découplage des cycles entre les pays émergents et les pays indus-

* Chercheur associé, Cepii ; professeur, Aix-Marseille Université ; membre, École d'économie de Marseille (AMSE). Contact : gilles.dufrenot@univ-amu.fr.

trialisés au plus fort de la crise financière mondiale de 2008, les phénomènes de contagion financière ont fini par affecter la bonne orientation des fondamentaux macroéconomiques qui se dessinait depuis 2003 : la croissance était élevée et tirée par le *boom* des prix des matières premières, les niveaux d'inflation étaient devenus stables et les dettes extérieures étaient stabilisées. Entre-temps, depuis 2014, de nouvelles incertitudes se dessinent à la suite du retournement du cycle des *commodities* (matières premières minérales, agricoles et hydrocarbures notamment).

Cet article donne un point de vue sur les raisons de la répétition des crises. Une hypothèse avancée par Reinhart et Rogoff (2008) est que les pays souffriraient du syndrome « cette fois-ci, les choses sont différentes des autres fois » (*this time is different*). L'idée est que les pays n'apprennent pas des crises passées parce que les gouvernements sont myopes et ne se rappellent pas de l'enchaînement des crises, une fois qu'elles sont passées. Ils ne mènent donc pas les politiques adéquates. Après avoir brièvement rappelé les deux phases d'intégration financière des pays LATAM aux marchés de capitaux internationaux et les trois vagues de crises financières qu'ils ont connues, une première partie explique en quoi ce syndrome peut expliquer la longue période de crises à répétition qui marqua les années de la quinzaine perdue. Puis nous montrons que si les gouvernements ont retenu quelques leçons des crises passées (notamment sur le choix du régime de change dans la lutte contre l'inflation), deux défis subsistent, à savoir, d'une part, la malédiction des ressources et, d'autre part, un dilemme entre la surévaluation des taux de change et la lutte contre la formation de bulles financières. Nous pointons également les risques de la politique de ciblage de l'inflation lorsque les banques centrales doivent tenir compte de la contrainte de change et du niveau de la dette extérieure.

*DEUX PHASES D'INTÉGRATION FINANCIÈRE
AUX MARCHÉS DE CAPITAUX INTERNATIONAUX
DEPUIS LES ANNÉES 1970*

L'intégration des pays LATAM aux marchés financiers internationaux s'est faite en deux phases. Dans les années 1970, on assiste d'abord à une forte progression des engagements des banques américaines et européennes auprès des secteurs privé et public de ces pays. Selon Ocampo et Martin (2009), entre 1973 et 1981, ces pays concentraient 50 % du total de la dette des pays en développement à l'égard du secteur bancaire privé international. Les pays exportateurs de pétrole ont en effet profité des deux chocs pétroliers de 1973 et 1979 pour engager de vastes programmes d'industrialisation financés par des emprunts extérieurs. De leur côté, les pays non pétroliers ont connu une chute des

termes de l'échange qui les a également conduits à recourir à des emprunts bancaires extérieurs, faute d'avoir une épargne domestique suffisante pour financer leurs dépenses. Les prêts étaient consentis à des conditions très avantageuses : les *spreads* de taux étaient faibles, les banques occidentales avaient un grand appétit pour le risque et les taux d'intérêt réels étaient négatifs. Les gros emprunteurs du sous-continent étaient alors le Brésil, l'Argentine, le Mexique, le Venezuela, le Chili, le Pérou et l'Uruguay.

La deuxième phase de leur globalisation financière date des années 1990, après une longue période de quinze années de crises de dettes. Alors que leur première intégration financière avait été réalisée grâce à une plus forte intermédiation bancaire internationale, celle des années 1990 a été caractérisée par un *boom* de flux entrants d'investissements directs à l'étranger (IDE) et d'investissements de portefeuille. Les émissions obligataires publiques ont fortement augmenté en passant de 1 Md\$ en 1990 à 53 Md\$ en 1997 ; un vaste marché de prêts syndiqués basés sur les obligations Brady comme collatéraux s'est développé permettant aux entreprises d'accéder à leur tour aux marchés de capitaux internationaux. Fostel et Kaminsky (2007) chiffrent le volume de liquidités sur ce marché à 54 Md\$ en 1997. Les flux entrants de capitaux privés qui n'étaient que de 45 Md\$ au début des années 1980 ont augmenté de plus de 130 %, en passant à 105 Md\$ au milieu des années 1990. Les investisseurs sous-estimaient les risques inhérents à ce *boom* car l'idée qui prévalait était qu'en cas de nouvelle crise de dettes, les institutions financières internationales (IFI) interviendraient comme elles l'avaient fait au cours des crises des années 1980. Par ailleurs, il était admis que les marchés internationaux disciplinaient les politiques économiques des pays emprunteurs dont les crises étaient analysées comme la conséquence d'une mauvaise gestion macroéconomique (Krugman, 1979 ; Obstfeld et Rogoff, 1994).

Ces deux phases d'ouverture financière se distinguent donc par la nature des capitaux entrant dans les pays et expliquent que les crises des années 1980 ont été moins violentes que celles de la décennie 1990, même si leur durée a été plus longue. D'une part, elles ont été causées par un arrêt des financements extérieurs auprès des banques internationales et, d'autre part, elles ont été provoquées par un phénomène de *sudden stop*, caractérisé par des reflux importants de capitaux.

TROIS VAGUES DE CRISES FINANCIÈRES

La première crise financière des pays LATAM date des années 1980 et débute par la crise de dettes mexicaine d'août 1982. Trois ans plus tôt, la Federal Reserve (Fed) américaine avait relevé son taux directeur pour contrer les pressions inflationnistes dues au second choc pétrolier,

ce qui a fait progressivement augmenter le service de la dette des pays LATAM, qui empruntaient aux banques internationales à des taux d'intérêt variables. Selon Bertola et Ocampo (2012), le taux d'intérêt réel effectif sur la dette, qui oscillait entre -1% et 2% entre 1975 et 1980, passa à 6% en 1981 et demeura autour de 10% pendant la décennie des années 1990. En outre, les pays LATAM ont dû faire face à la détérioration des termes de l'échange causée par la baisse des prix des matières premières et au ralentissement de la demande dans les pays industrialisés induit par les chocs pétroliers. Enfin l'annonce du défaut mexicain fut en lui-même un choc, au sens où le signal d'un défaut partiel provoqua une rétractation des prêts bancaires aux autres pays de la sous-région.

Les mécanismes par lesquels cette crise est née sont connus. Au départ, il y a les déséquilibres internes occasionnés par les emprunts massifs auprès des banques étrangères. Ces emprunts ont permis de financer une stratégie offensive d'industrialisation. L'investissement public massif a généré des déficits budgétaires financés par la création monétaire. Une inflation endémique est donc apparue, ce qui est l'un des marqueurs de cette période de quinzaine perdue qui s'étale de 1982 à 1997. Par exemple, à la fin des années 1980, l'inflation atteignait $3\,000\%$ en Argentine et au Brésil. Elle a alors entraîné une perte de compétitivité, une baisse des réserves de change et une dépréciation forte des devises nationales. Les ratios de dettes, en pourcentage du PIB et des exportations, ont alors grimpé en flèche (ils ont plus que doublé entre 1970 et le milieu des années 1980, avec un pic atteint en 1986 autour de 400%). La situation a ensuite mué en une crise de balance des paiements : les pays ont commencé à accumuler des arriérés dans les remboursements dus aux banques internationales, ce qui les a mis dans une situation de défaut de paiement.

La deuxième vague de crises financières s'étend de la crise de la dette mexicaine de 1994-1995 à la crise de change argentine de 2002. Elle a démarré par une crise de liquidité au Mexique. En effet, les flux de capitaux entrants avaient alimenté un *boom* du crédit ($+25\%$ entre 1990 et 1993) qui a mené à un creusement des déficits extérieurs couverts par des financements d'IDE et des investissements de portefeuille de court terme. D'un côté, la forte demande domestique alimentait une inflation qui érodait la compétitivité extérieure. D'un autre côté, la remontée des taux d'intérêt nécessaire pour garder les capitaux dans le pays alourdissait le service de la dette constituée principalement d'engagements à court terme. Dans ce contexte, la remise en cause de la crédibilité de l'arrimage du peso au dollar a entraîné un reflux des capitaux, puis un abandon du régime de taux de change fixe. La crise mexicaine a eu deux effets sur les autres pays

LATAM. Comme le rappelait Maymat (1995), les pays les moins touchés sont ceux qui ont combiné trois politiques : un taux de change flexible, des investissements de long terme et une épargne domestique consécutive aux réformes des systèmes de protection sociale (par exemple, le Chili, la Colombie et le Pérou). En revanche, la contagion a été plus forte dans les pays à taux de change fixe et ayant bénéficié d'entrées de capitaux au caractère plus volatil comme les investissements de portefeuille (notamment l'Argentine et le Brésil).

Au mois de novembre 1997, les taux du marché monétaire au Brésil passent de 20 % à 45 %. Au mois d'avril 1998, ils sont encore à 35 %. Cette remontée des taux sera insuffisante pour enrayer les sorties de capitaux, alors que le pays amenuise ses réserves de change pour défendre la parité fixe de sa monnaie par rapport au dollar (au cours de l'année 1998, les réserves de change diminuent de moitié). Malgré les mesures d'austérité et de réformes budgétaires et l'aide financière apportée par le FMI, le Brésil n'échappe pas au phénomène de *sudden stop*, qui entraînera finalement une dévaluation de sa monnaie.

Un autre épisode fort de la seconde vague de crises des pays LATAM fut la crise de change argentine. Depuis 1992, les autorités argentines avaient créé une nouvelle monnaie, le peso, ancrée sur le dollar dans le cadre d'une caisse d'émission (*currency board*). Le dollar argentin s'échangeait contre 1 dollar américain entre 1992 et 2001. Cette stratégie obligeait le gouvernement à renoncer à monétiser ses déficits publics pour faire baisser un taux d'inflation qui dépassait 1 000 % au début des années 1990. Ce régime semblait plus adapté qu'un régime de change flottant, qui s'était révélé inefficace pour faire redémarrer la croissance économique au cours des années 1980 et avait été, de surcroît, à l'origine d'une hyperinflation. L'Argentine attira les capitaux extérieurs et eut une croissance économique forte jusqu'en 1997. Mais, à partir de 1998, la situation macroéconomique se dégrada. Le pays connut une forte remontée de l'endettement international, le service de la dette publique doubla, passant de 4,1 % du produit national brut (PNB) en 1990 à 9,1 % à la fin de 1999 face aux recettes fiscales insuffisantes (phénomène dû à une évasion fiscale massive permis par l'absence de tout contrôle des changes). Le dollar s'apprécia par rapport à l'euro à partir du second semestre de 1998, tandis que les autres monnaies latino-américaines se dépréciaient (au Brésil, le réal fut dévalué de 40 % en février 1999). Les crises asiatique et brésilienne eurent pour effet de renchérir le coût de la dette argentine. La défense de la parité conduisit progressivement à vider ses réserves de change et à accumuler des arriérés externes. Le point culminant de la crise fut une dévaluation qui intervint en 2002, puis la fin de la caisse d'émission.

Le troisième choc financier est plus récent et remonte à la crise des *subprimes* de 2007-2008. Ses manifestations dans les pays LATAM ont été les suivantes : effondrement des valeurs boursières, dépréciations monétaires face au dollar et dégradation des comptes courants. Cependant une différence avec les crises précédentes est que celle-ci a été d'une ampleur plus faible, que le secteur bancaire a montré une certaine résilience et que les effets de la crise liés directement au volet financier ont été moins persistants.

Cette plus grande résilience aux chocs financiers internationaux a été expliquée par divers facteurs : la faible dépendance des banques aux capitaux étrangers (Kamil et Rai, 2010), la diminution du *currency mismatch*, une accumulation des réserves de change adossée à un régime de semi-flexibilité du taux de change, des situations macroéconomiques initiales ayant permis des politiques budgétaires et monétaires contracycliques (Ocampo, 2009), le développement de marchés de titres domestiques (Jara *et al.*, 2009). Durant les années 2000, les pays ont bénéficié d'un contexte macroéconomique particulièrement favorable (forte croissance en Chine, hausses des cours des matières premières, taux d'intérêt bas permettant une abondante liquidité internationale). Une différence supplémentaire entre la crise de 2007-2008 et les crises des décennies 1980 et 1990 est qu'elle a été provoquée par l'instabilité du système financier international, avec un épïcêtre dans les pays industrialisés. Les marchés en ont eu conscience : même si l'on a assisté à un tarissement, puis à un reflux des capitaux de court terme, les sorties de capitaux ont été plus faibles.

*LA DURÉE DES CRISES DE LA QUINZAINÉ PERDUE
A ÉTÉ LA CONSÉQUENCE D'ERREURS DE DIAGNOSTIC
SUR LEUR NATURE*

La littérature s'intéressant aux effets de la globalisation financière sur les crises financières des pays LATAM souligne très souvent les effets déstabilisants d'une ouverture excessive aux marchés de capitaux internationaux, notamment la forte volatilité des agrégats économiques et financiers liée aux phénomènes de *sudden stop* (voir, par exemple, Edwards, 2008 ; Grugel *et al.*, 2008 ; Salama, 2009). Or il nous semble que deux facteurs, parfois passés inaperçus, ont joué un rôle moteur dans le déclenchement et la durée des crises financières. Tout d'abord, les cycles financiers des pays LATAM sont calés sur un cycle d'endettement international caractérisé par des phases de *boom* et de raréfaction du crédit international. Ce cycle international est lui-même corrélé à celui des prix des *commodities* exportées par les pays LATAM. Or la volatilité de ces prix permet d'expliquer la profondeur des creux des cycles financiers et le fait que les phases de *boom* du crédit puissent être

très courtes. L'autre facteur dont il convient de tenir compte est le caractère multidimensionnel des crises financières : crises bancaires, bulles financières, crises de dettes. Une conséquence est qu'une bonne gestion macroéconomique ne suffit pas pour absorber tous ces chocs financiers.

Nous proposons une première relecture des crises des années 1980 et 1990 à la lumière de ces éléments.

Lorsque éclatèrent les crises de dettes des années 1980, les banques internationales restreignirent l'accès des banques des pays LATAM à leur financement. Pour ces pays, cela signifiait la fin d'une phase d'expansion du crédit international. Au surendettement lié aux emprunts excessifs des années 1970 s'ajouta donc un étranglement par la dette (*debt overhang*) dû à une crise de liquidité (forte remontée des taux, restrictions des lignes de crédit). C'est la raison pour laquelle les premières mesures face à l'arrêt des financements extérieurs avaient consisté à instaurer un contrôle des prix et des capitaux, ainsi qu'à substituer la monnaie domestique aux financements externes pour financer les dépenses publiques (plan austral en Argentine, plan Cruzado au Brésil, plan Inti au Pérou). Mais ces politiques étaient inappropriées car on répondait à une crise de liquidité par un contrôle du compte de capital. Par ailleurs, le retournement du cycle ascendant du crédit des années 1970 entraînait une dévalorisation des bilans des banques européennes et américaines prêteuses. La dette privée était très concentrée sur les grandes économies d'Amérique latine : les deux tiers provenaient du Brésil, de l'Argentine et du Mexique. En ajoutant le Venezuela, la Colombie, le Chili et le Pérou, on aboutissait à 90 % de la dette totale. La crise de dettes localisée au sous-continent risquait donc de se propager en crise bancaire internationale.

Dans ce contexte, le plan Brady de 1989 a eu pour principal objet de couper ce canal de diffusion en faisant redémarrer le marché des prêts aux pays LATAM. L'échange de titres proposé par ce plan avait deux avantages. D'une part, le réaménagement des dettes a permis de réduire le montant des dettes dues par les pays LATAM. D'autre part, en créant un marché secondaire des anciennes dettes, on permettait aux banques internationales de « nettoyer » leur bilan bancaire. Les plans d'ajustement structurel (PAS), contrepartie du programme de réaménagement des dettes, furent un moyen de réduire l'aversion au risque des banques internationales pour les prêts des pays LATAM, la bonne gestion macroéconomique garantissant le caractère soutenable des dettes futures. Il ne faut donc pas s'étonner du fait que, au cours des années qui ont suivi l'adoption du plan Brady, les capitaux ont recommencé à affluer vers les pays LATAM. Les résultats économiques semblaient au rendez-vous. Au début des années 1990, le Chili,

l'Argentine et le Pérou renouaient avec des taux de croissance avoisinant 6 % (la moyenne des pays LATAM étant autour de 3,5 %). En moyenne, l'inflation chuta de 890 % en 1989-1990 à 124 % en 1993-1994 (Edwards, 2008). Les afflux massifs de capitaux vinrent financer les opérations de privatisation de grande envergure en cours dans les économies. Après une phase descendante qui dura de 1985 à 1989, le cycle du crédit international enclencha donc une nouvelle phase haussière.

Les entrées de capitaux ont entraîné un nouveau *boom* des crédits domestiques pour financer la production de biens et de services non échangeables. La hausse induite des salaires et l'explosion des prix dans le secteur du BTP ont nourri de nouvelles hausses de prix. Surtout les taux d'intérêt élevés des banques centrales pour défendre l'ancrage des monnaies domestiques au dollar ont été un élément défavorable à la croissance (surévaluation des taux de change réels et politiques monétaires restrictives). La phase ascendante du cycle du crédit international a donc entraîné une stagflation dans les pays LATAM. La situation était donc paradoxale, puisque en ciblant les équilibres budgétaires et l'inflation, les PAS n'ont pas empêché l'émergence de déséquilibres globaux. Mais, pire, le ralentissement de la croissance diminuait les ressources fiscales, ce qui rendait les politiques budgétaires peu crédibles, en dépit des efforts entrepris pour viser les équilibres budgétaires.

La stagflation dégénéra en crises bancaires dans la plupart des pays LATAM (le Venezuela en 1994, l'Argentine, le Mexique et le Paraguay en 1995, le Brésil, l'Équateur et la Colombie en 1998 et 1999 dans le sillage de la crise asiatique). Durant les années de reprise du cycle du crédit international, entre 1990 et 1994, les banques domestiques avaient accru leur exposition au risque de crédit en augmentant la proportion de leur portefeuille de créances improductives. Tout cela explique que les primes de risque aient donc naturellement augmenté tout au long des années 1990 et jusqu'au début des années 2000.

Il a donc fallu du temps pour sortir de la crise des dettes qui s'était amorcée au début des années 1980 parce que l'on n'avait pas entièrement compris son caractère multidimensionnel. Selon l'expression de Reinhart et Rogoff, pour l'avoir sous-estimé, les gouvernements ont fait preuve de myopie en pensant que « cette fois-ci, les choses sont différentes ». Pourtant, comme le montrent Fostel et Kaminsky (2007), aussi loin que l'on remonte dans le temps, les phases de *boom* financier dans les pays LATAM se sont toujours terminées par des crises financières et même, souvent, par un défaut sur leur dette. En ouvrant leurs économies aux marchés de capitaux internationaux, les économies sont confrontées à un cycle financier caractérisé par l'alternance de phases de *boom* du crédit, d'expansion forte de la liquidité, de baisse des *spreads*,

de formation de bulles, puis de phases fortement baissières où les excès de la phase haussière sont corrigés : les bulles qui se sont formées éclatent, les taux d'intérêt retrouvent leur niveau d'équilibre, la liquidité excessive est absorbée. Au moment où s'amorce une nouvelle phase haussière, les investisseurs et les régulateurs pensent toujours que, cette fois-ci, le cycle se comportera de manière différente des années passées. Pourtant le dénouement de la crise est souvent le même : fortes poussées inflationnistes, crises de change, crises bancaires et crises des dettes publiques et privées. C'est ce syndrome de myopie durant les années de la quinzaine perdue que décrivent les travaux de Reinhart et Rogoff (2008 et 2009).

A-T-ON APPRIS DES CRISES FINANCIÈRES PASSÉES ?

Des facteurs de résilience fragilisés par la malédiction des ressources

Une fois passées les crises des années 1980 et 1990, la décennie 2000 a semblé un nouveau départ pour les pays LATAM. Le cycle ascendant des prix des *commodities*, fortement orientés à la hausse entre 2003 et 2014, a été à l'origine de ce que l'on a qualifié de « miracle du développement du sous-continent ». Comme le montre le tableau 1, les taux de croissance ont grimpé à des niveaux rarement atteints au cours des deux décennies précédentes et les pays ont accumulé des montants colossaux de réserves de change.

Tableau 1
Taux de croissance et réserves de change des pays LATAM
avant la chute des prix des *commodities* (en % du PIB)

	2001-2005		2006-2010		2011-2013	
Argentine	2,4 %	9,1 %	5,7 %	12,3 %	4,1 %	6,8 %
Brésil	2,8 %	7,4 %	4,5 %	12,2 %	2,1 %	15,6 %
Colombie	3,6 %	11 %	4,6 %	10 %	5,1 %	10,3 %
Chili	4,2 %	18,3 %	3,5 %	12,5 %	5,1 %	15,7 %
Mexique	1,7 %	7,6 %	2 %	9,5 %	3 %	13,7 %
Pérou	4,3 %	18,1 %	6,9 %	26 %	6,1 %	31,5 %
Venezuela	3,2 %	17,8 %	3,8 %	13,2 %	3,7 %	7 %

Source : Banque mondiale.

Dans ce contexte très favorable, la crise financière internationale de 2008 semble avoir été un simple trou d'air. Une vaste littérature a souligné la résilience des pays LATAM à cette crise. Outre les réserves en devises accumulées, les pays en ont profité pour se désendetter (la dette extérieure nette à court terme est passée sous la barre des 10 % à partir de 2011), les déficits budgétaires ont été limités en dépit de la

hausse des dépenses à caractère social et, en moyenne, les ratios de dettes ont été inférieurs à 60 % du PIB (Cartapanis, 2013 ; de Gregorio, 2013 ; Banque mondiale, 2015 ; Isidro Luna, 2015). En outre, des réformes financières ont été entreprises pour assurer la stabilité financière : les banques étrangères ont accru leurs prêts en monnaie locale, les marchés obligataires domestiques ont connu un essor, une partie des excédents commerciaux ont servi à réaliser des investissements à l'étranger qui ont pu être rapatriés lorsque la crise est survenue (FMI, 2016). Ces facteurs ont coupé certains circuits qui avaient alimenté les crises précédentes, notamment l'excès d'endettement extérieur et le phénomène d'« étranglement par la dette ». Enfin la politique monétaire est restée accommodante, les taux d'intérêt évoluant en dessous ou proches du taux d'intérêt décrit par la règle de Taylor (Magud et Tsounta, 2012).

Pourtant on doit avoir présent à l'esprit que la hausse des prix des *commodities* était elle-même une conséquence, au-delà de la demande chinoise, de l'augmentation des capitaux spéculatifs sur les marchés financiers des *commodities* très liées aux marchés financiers pétroliers. La chute des prix du baril de pétrole, à partir du milieu de 2014, a donc signifié la fin de la phase ascendante des années 2000. Pour les pays LATAM, on peut parler d'un choc très négatif des termes de l'échange. Selon le FMI (2015), le Brésil et le Chili ont subi une perte des deux tiers des gains des termes de l'échange réalisés lors de la phase de *boom* du cycle, la perte s'élevant à un quart pour un pays comme le Pérou. Pertes des termes de l'échange donc, intervenues en très peu de temps. Par exemple, entre août et février 2015, elles ont représenté 4 % du PIB en Colombie et au Venezuela. Les facteurs de résilience qui avaient permis de passer à travers la crise de 2008 n'ont pas permis d'éviter les sorties de capitaux qui ont entraîné des dépréciations fortes : entre mai 2013 et mars 2014, elles ont été de 18 % en Argentine, 16 % au Chili, 7 % au Mexique et au Pérou. Entre la mi-août 2014 et le début de 2015, les taux de change ont été en moyenne dépréciés de 20 % (FMI, 2015). Ces dépréciations se sont accompagnées de tensions inflationnistes (effet de *pass-through*), d'une hausse des rendements sur les obligations, et les Bourses se sont orientées à la baisse. Les projections de croissance du FMI pour 2016 sont nettement inférieures à celles de la décennie 2000 : -1,8 % en Argentine, 3,3 % au Brésil, 2,1 % au Mexique, 1,7 % au Chili, 2,2 % en Colombie, -2,3 % en Équateur et -10 % au Venezuela.

L'une des faiblesses des pays LATAM est la malédiction des ressources. En dehors du Mexique, du Brésil ou de la Colombie, la structure productive demeure concentrée autour des services (biens non échangeables) et de l'agriculture. Cette polarité a entraîné une forme de

désindustrialisation, voire de re-primarisation des économies (OECD-UN-CAF, 2014), et les pays de la région n'ayant pas profité des dix années de *boom* entre 2003 et 2013 pour amorcer une montée en gamme industrielle restant, par ce fait même, très dépendants de la croissance chinoise, gourmande en matières premières, et de l'offre chinoise de biens manufacturés importés à faible coût. Le syndrome hollandais est d'autant plus inquiétant qu'il apparaît comme un phénomène persistant. En témoigne, par exemple, le rebond spectaculaire du réal brésilien depuis le début de 2016, qui a déjà remonté la moitié de sa chute par rapport à son plus haut de 2011 face au dollar américain. Cette situation n'est pas une bonne nouvelle pour l'économie qui aurait besoin d'un taux de change durablement sous-évalué, afin de consolider la production de biens échangeables non agricoles et gagner des parts de marché. La Colombie est un autre pays souffrant du même syndrome.

Le dilemme entre appréciation monétaire et bulles financières

L'une des choses que les pays LATAM ont apprises des crises financières passées est que les crises sont d'autant plus profondes que les excès ont été importants durant les phases de *boom* des cycles financiers. La question de la stabilité financière, pour retarder la survenue des crises, trouve ainsi tout son intérêt. Que peut-on faire pour limiter la surévaluation des taux de change et la formation de bulles financières lors des périodes où les capitaux affluent dans l'économie ?

Les travaux empiriques récents montrent que les flux de capitaux entrant dans les pays émergents, dont ceux d'Amérique latine, sont majoritairement constitués d'IDE, d'investissements de portefeuille et de dépôts bancaires (Blanchard *et al.*, 2016). Les effets sur l'économie sont doubles. D'une part, ils entraînent une appréciation du taux de change (ce qui freine l'activité). D'autre part, les entrées de capitaux augmentent la liquidité financière, provoquant un *boom* du crédit à l'origine des cycles financiers et des bulles financières (Reinhart et Rogoff, 2009). Le cycle financier génère alors un cycle de l'activité caractérisé par des phases d'expansion fortes, accompagnées de tensions inflationnistes, et des phases de récession.

L'appréciation du taux de change et les *booms* du crédit ont tous les deux des effets négatifs, le premier sur l'activité en réduisant les exportations nettes, le second au moment de l'éclatement des bulles. Il y a donc là un dilemme à résoudre. Blanchard *et al.* (2016) font remarquer que les banques centrales des pays émergents ont habituellement trois instruments à leur disposition : une intervention sur le marché des changes pour stériliser les effets des entrées de capitaux, un contrôle des capitaux à l'entrée et leur taux d'intérêt directeur. Aucun de ces instruments ne permettant d'atteindre simultanément la stabilisation du

taux de change et celle du cycle financier, le recours à l'un ou l'autre repose sur une hiérarchisation des objectifs. Ces trois instruments permettent de stabiliser le taux de change, mais ont des effets différents pour ce qui est de contrer la formation de bulles financières. Si l'on cherche à tout prix à éviter que ces dernières apparaissent, le taux d'intérêt est l'instrument le plus adapté parce qu'il détermine les taux de rendement des actifs. La hausse du taux directeur conduit à une hausse du coût du crédit sur les marchés financiers, ce qui freine la hausse du crédit. Mais, en contrepartie, les entrées de capitaux provoquent une appréciation de la devise nationale (sauf en situation de dominance budgétaire, lorsque le niveau de la dette extérieure est très élevé ; cf. *infra*).

Si l'on va plus loin, il convient de distinguer les titres dont le rendement dépend du taux d'intérêt directeur de la banque centrale (les obligations, par exemple) des autres titres dont les taux de rendement sont déterminés par les marchés (investissements de portefeuille, IDE, autres actifs). Si les entrées de capitaux se portent en priorité vers l'achat de bons du Trésor ou d'obligations d'État, la devise nationale s'apprécie à court terme, mais elles entraînent des anticipations de dépréciation de la monnaie à terme et de moindre soutenabilité de la dette. En effet, les détenteurs d'obligations anticipent les effets négatifs de l'appréciation du taux de change sur l'activité (parce que les exportations nettes baissent) et supposent que la réponse de la banque centrale sera de rendre la politique monétaire plus accommodante en baissant le taux d'intérêt. Ces anticipations de dépréciation de la monnaie font donc augmenter les taux longs (parce que les détenteurs d'obligations demandent une prime pour compenser le risque de change), ce qui déprime l'activité. Les anticipations de dépréciation à terme peuvent également être provoquées par un phénomène que de Bolle (2015) qualifie de « collision » entre l'objectif de ciblage d'inflation et les déficits publics (voir également Kumhof *et al.*, 2008). Lorsque ces derniers sont élevés et qu'il n'y a pas de modifications attendues du niveau des dépenses publiques et des rentrées fiscales, les marchés peuvent anticiper que la banque centrale devra baisser son taux d'intérêt pour que les finances publiques restent soutenables (c'est-à-dire réagir de façon diamétralement opposée à ce qu'elle devrait faire, surtout dans un contexte de récession).

Par contre, si les entrées de capitaux concernent des IDE, des investissements de portefeuille, des capitaux privés dans le secteur bancaire, la devise nationale s'apprécie, mais la liquidité plus abondante et le *boom* du crédit ont un effet positif sur l'activité. Il y a donc un arbitrage à faire entre les effets positifs du *boom* du crédit et les effets négatifs de l'appréciation monétaire.

On ne combat pas les crises inflationnistes par un régime de change fixe, mais en ciblant directement l'inflation

Pour venir à bout des épisodes d'hyperinflation, une option traditionnellement retenue jusqu'à la fin des années 1990 consistait à ancrer la monnaie domestique au dollar. Si elle n'a pas systématiquement conduit aux effets escomptés, c'est parce que l'un de ses fondements théoriques (le triangle d'incompatibilité de Mundell) a rarement été vérifié en pratique. On désigne par triangle d'incompatibilité l'impossibilité d'avoir simultanément une politique monétaire indépendante, une mobilité des capitaux et un taux de change fixe. Or, comme le note très justement Rey (2015), il n'y a pas de « trilemme », mais un dilemme, à savoir un arbitrage entre l'autonomie de la politique monétaire et la mobilité des capitaux. En effet, compte tenu du poids prépondérant des marchés financiers américains et du fait que les pays LATAM sont confrontés à un cycle financier dont les déterminants sont essentiellement globaux (Bruno et Shin, 2013 ; Miranda-Agrippino et Rey, 2015), les taux d'intérêt domestiques sont automatiquement subordonnés au taux américain. Par conséquent, à moins que les pays exercent un contrôle des changes, le régime de change ne doit pas être l'élément déterminant guidant la politique de lutte contre l'inflation.

Aujourd'hui, la plupart des pays LATAM ont un régime de change flottant, hormis l'Équateur et Panama, dont les économies sont intégralement dollarisées, ainsi que la Bolivie et le Venezuela, dont le taux de change est fixe par rapport au dollar. Le flottement est pur au Brésil, au Chili, en Colombie et au Mexique. Il est administré, avec l'annonce d'un sentier cible du taux de change en Argentine, au Pérou, au Paraguay et en Uruguay. Dans ce contexte, un certain nombre de pays ont opté pour un régime de ciblage de l'inflation : le Brésil et la Colombie en 1999, le Chili et le Mexique en 2000, le Pérou en 2002. La politique de ciblage d'inflation est l'une des grandes réussites des pays LATAM après les différentes crises qu'ils ont traversées (cf. tableau 2 *infra*), même s'il faut aussi souligner la contribution de la Chine à la grande modération des prix à partir des années 2000, via ses exportations de biens de consommation et d'équipement à faible coût, qui ont aussi contribué à résoudre le problème récurrent des poussées inflationnistes dans les pays importateurs à chaque phase ascendante de leurs cycles domestiques. Les prévisions d'inflation pour 2016 des pays ayant adopté ce régime demeurent faibles ou modérées, en dépit des dévaluations récentes de leur monnaie.

Après la crise financière de 2008, les banques centrales avaient fait preuve de pragmatisme en ne se conformant pas à un régime strict de ciblage d'inflation. Au lieu d'un flottement pur de leur devise, elles ont préféré un flottement administré, en intervenant sur le marché des

changes de façon à prévenir toute crise de liquidité. Les mesures importantes ont été (1) une baisse des taux de réserves obligatoires sur les comptes en devises des banques, un cas emblématique étant celui du Pérou où il est passé de 50 % en octobre 2008 à 6 % en mars 2009, (2) des interventions diversifiées par le biais de contrats de *swaps* et d'options de change, en activant des procédures d'enchères pour la fourniture de devises étrangères par la vente directe de devises. Les banques centrales ont également pu jouer leur rôle de prêteurs en dernier ressort de liquidités en devises étrangères, grâce aux accords de *swaps* en devises avec la Fed, mais aussi entre les banques centrales des pays LATAM elles-mêmes (par exemple, entre le Brésil et l'Argentine).

Tableau 2
Taux d'inflation avant et après l'instauration du ciblage d'inflation
et prévisions pour 2016

	Moyenne annuelle		Écart type		2016
	Avant	Après	Avant	Après	
Brésil	158,7 %	7,3 %	151 %	3,35 %	5,4 %
Chili	15,43 %	3,07 %	8,42 %	1,39 %	3 %
Colombie	23,32 %	6,93 %	4,34 %	2,26 %	3,2 %
Mexique	45,73 %	5,05 %	39,89 %	1,67 %	3 %
Pérou	36,96 %	2,11 %	63,18 %	1,13 %	2 %

Sources : Garcia-Solanes et Torrejon-Flores [2012]; FMI.

Cependant la politique de ciblage de l'inflation peut avoir deux inconvénients majeurs. Le premier apparaît lorsqu'un pays a un niveau élevé de dette extérieure. Pour combattre une inflation naissante, les banques centrales augmentent le taux d'intérêt directeur. Les monnaies domestiques devraient s'apprécier. Mais lorsque la dette extérieure est élevée, la hausse du taux directeur est interprétée par les investisseurs sur les marchés financiers comme un accroissement futur du risque de défaut sur la dette. Cela conduit à une hausse des primes de risque, donc à une dépréciation de la monnaie (et à de nouvelles hausses de taux d'intérêt afin d'éviter des sorties de capitaux) qui accroît les pressions inflationnistes. Il y a alors dominance budgétaire au sens où la dette contraint l'efficacité de la politique monétaire. Les travaux de la littérature ont souligné cet état de fait, par exemple pour le Brésil au début des années 2000 (Blanchard, 2004 ; Giavazzi *et al.*, 2005).

Un second inconvénient est dû à la contrainte du taux de change. Lorsqu'une récession se produit, la règle de Taylor commanderait de baisser le taux directeur. Les récessions peuvent être accompagnées de dépréciations monétaires, donc de sorties de capitaux et de pressions

inflationnistes. Si elles veulent défendre leur monnaie, les banques centrales doivent donc parfois suivre une politique monétaire procyclique en augmentant le taux directeur (et une politique budgétaire restrictive). Mais les sorties de capitaux consécutives à la dégradation macroéconomique sont faibles et temporaires, lorsque les banques centrales ont une crédibilité établie, une situation budgétaire saine et ont adopté des politiques macroprudentielles, avant que le choc négatif ne se produise. Dans ce cas, elles peuvent mettre en œuvre plus aisément leur politique contracyclique. Les travaux de Vegh et Vuletin (2012 et 2016) montrent qu'en moyenne, depuis 1998, la politique monétaire des banques centrales latino-américaines a été contracyclique, même si cette moyenne masque des disparités. Les réponses monétaires sont contracycliques au Brésil, au Chili, en Colombie et au Pérou. En revanche, elles restent procycliques en Argentine, au Mexique, en Uruguay ou au Venezuela.

Pour conclure, a-t-on appris des crises financières passées dans les pays LATAM ? La réponse est incontestablement affirmative. Les politiques monétaires et budgétaires sont dans l'ensemble plus pragmatiques et plus modérées que par le passé. Nonobstant les mauvaises performances actuelles de croissance, le choc des termes de l'échange de 2014 n'a pas entraîné de crises majeures, contrairement à ce qui s'était passé durant les décennies 1980 et 1990. La raison vient de ce que la politique économique est moins dogmatique que par le passé. Elle tient davantage compte des réalités. On peut le constater, par exemple, dans la manière dont est mené le ciblage d'inflation, qui n'empêche pas les interventions ponctuelles sur les marchés des changes. En outre, l'abandon du régime de change fixe dans bon nombre de pays a permis de desserrer la contrainte extérieure : la politique monétaire est plus facilement accommodante que par le passé. Bon nombre de gouvernements ont pris conscience que leur tâche principale est de stabiliser leur cycle financier, qui passe nécessairement par des phases de *boom* du crédit, puis par des crises signifiant un retour à l'équilibre. Dans ce contexte, le dilemme est bien entre la politique monétaire et les mouvements de capitaux. Leur globalisation financière peut néanmoins buter sur un obstacle de taille, celui du syndrome hollandais en raison de la concentration sectorielle des activités et surtout des exports.

BIBLIOGRAPHIE

BANQUE MONDIALE (2015), « Beyond Commodities: the Growth Challenge of Latin America and the Caribbean », rapport, n° 91015-LAC, <http://documents.worldbank.org/curated/en/108541468278336857/Beyond-commodities-the-growth-challenge-of-Latin-America-and-the-Caribbean>.

- BERTOLA L. et OCAMPO A. (2012), « Latin America's Debt Crisis and "Lost Decade" », Institute for the Study of the Americas, University of London, School of Advanced Study, http://ilas.sas.ac.uk/sites/default/files/files/filestore-documents/events/Papers/Bertola_and_Ocampo_paper.pdf.
- BLANCHARD O. (2004), « Fiscal Dominance and Inflation Targeting: Lessons from Brazil », National Bureau of Economic Research, *Working Paper*, n° 10389, www.nber.org/papers/w10389.
- BLANCHARD O., OSTRY J., GHOSH A. et CHAMON M. (2016), « Capital Flows: Expansionary or Contractionary? », *American Economic Review*, vol. 106, n° 5, pp. 565-569, www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/aer.p20161012.
- BRUNO V. et SHIN H. S. (2013), « Capital Flows, Cross-Border Banking and Global Liquidity », National Bureau of Economic Research, *Working Paper*, n° 19038, www.nber.org/papers/w19038.
- CARTAPANIS A. (2013), « Les défis monétaires et financiers de l'après-crise en Amérique latine », *Idées d'Amériques*, n° 4 (automne).
- DE BOLLE M. (2015), « Brazil Needs to Abandon Inflation Targeting and Yield to Fiscal Dominance », Peterson Institute for International Economics, <https://piie.com/blogs/realtime-economic-issues-watch/brazil-needs-abandon-inflation-targeting-and-yield-fiscal>.
- DE GREGORIO J. (2013), « Resilience in Latin America: Lessons from Macroeconomic Management and Financial Policies », Fonds monétaire international, *Working Paper*, n° 13/259, www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2013/wp13259.pdf.
- EDWARDS S. (2008), « Globalization, Growth and Crises: the View of Latin America », *The Australian Economic Review*, vol. 41, n° 2, pp. 123-140, www.anderson.ucla.edu/faculty/sebastian.edwards/Papers%20Files/Edwards_2008_AusER.pdf.
- FMI (Fonds monétaire international) (2015), *Western Hemisphere. Northern Spring, Southern Chills*, Regional Economic Outlook, World Economic and Financial Surveys, avril, www.imf.org/external/pubs/ft/reo/2015/whd/eng/wreo0415.htm.
- FMI (2016), *Financial Integration in Latin America*, Staff Report, mars, www.imf.org/external/np/pp/eng/2016/030416.pdf.
- FOSTEL A. et KAMINSKY G. L. (2007), « Latin America's Access to International Capital Markets: Good Behavior and Global Liquidity? », National Bureau of Economic Research, *Working Paper*, n° 13194, www.nber.org/papers/w13194.pdf.
- GARCIA-SOLANES J. et TORREJON-FLORES F. (2012), « Inflation Targeting Works Well in Latin America », Commission économique pour l'Amérique latine et les Caraïbes (CEPAL), *CEPAL Review*, n° 106, pp. 37-53, www.ub.edu/jei/papers/GARCIA-TORREJON.pdf.
- GIAVAZZI F., GOLDFEJN I. et HERRERA S. (2005), *Inflation Targeting, Debt and the Brazilian Experience, 1999 to 2003*, MIT Press.
- GRUGEL J., RIGGIROZZI P. et THIRKELL-WHITE B. (2008), « Beyond the Washington Consensus? Asia and Latin America in Search of More Autonomous Development », *International Affairs*, vol. 84, n° 3, pp. 499-517.
- ISIDRO LUNA V. M. (2015), « Foreign Exchange Reserves Accumulation in Latin America during the Current Crisis », *Economia Informa*, vol. 392, pp. 3-13.
- JARA A., MORENO R. et TOVAR C. (2009), « The Global Crisis and Latin America: Financial Impact and Policy Responses », *BIS Quarterly Review*, juin, pp. 53-68, http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt0906f.pdf.
- KAMIL H. et RAI K. (2010), « The Global Credit Crunch and Foreign Banks' Lending to Emerging Markets: Why Did Latin America Fare Better? », Fonds monétaire international, *Working Paper*, n° 10/102, www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2010/wp10102.pdf.
- KRUGMAN P. (1979), « A Model of Balance-of-Payment Crises », *Journal of Money Credit and Banking*, vol. 14, n° 3, pp. 311-325.
- KUMHOF M., NUNES R. et YAKADINA I. (2008), « Simple Monetary Policy Rules under Fiscal Dominance », Conseil des gouverneurs de la Fed, *International Finance Discussion Paper*, n° 937.
- MAGUD N. E. et TSOUNTA E. (2012), « To Cut or Not to Cut? That Is the (Central Bank's) Question. In Search of the Neutral Interest Rate in Latin America », Fonds monétaire international, *Working Paper*, n° 12/243, www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp12243.pdf.

- MAYMAT A. (1995), « Les marchés financiers en 1994 : de la hausse des taux obligataires à la détente », *Revue d'économie financière*, n° 33, pp. 275-288, www.aef.asso.fr/publications/revue-d-economie-financiere/33-la-coop-eacute-ration-dans-le-syst-egrave-me-financier-international/1311-la-coop-ration-dans-le-syst-me-financier-international.
- MIRANDA-AGRIPPINO S. et REY H. (2015), « World Asset Markets and the Global Financial Cycle », National Bureau of Economic Research, *Working Paper*, n° 21722, www.nber.org/papers/w21722.
- MONTORO C. et ROJAS-SUAREZ L. (2012), « Credit in Times at Times of Stress: Latin American Lessons from the Global Financial Crisis », *BIS Quarterly Review*, septembre, pp. 51-60, www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1209g.pdf.
- OBSTFELD M. et ROGOFF K. (1994), « The Intertemporal Approach to the Current Account », National Bureau of Economic Research, *Working Paper*, n° 4893, www.nber.org/papers/w4893.
- OCAMPO J. A. (2009), « Latin America and the Global Financial Crisis », *Cambridge Journal of Economics*, vol. 33, pp. 703-724, <http://cje.oxfordjournals.org/content/33/4/703.full>.
- OCAMPO J. A. et MARTIN J. (2009), *Globalization and Development. A Latin American and Caribbean Perspective*, Stanford University Press.
- OECD-UN-CAF (2014), *Logistics and Competitiveness for Development*, Latin American Economic Outlook 2014, <http://scioteca.caf.com/bitstream/handle/123456789/480/Outlook2014-eng.pdf?sequence=1&isAllowed=y>.
- REINHART C. et ROGOFF K. (2008), « This Time is Different: a Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises », National Bureau of Economic Research, *Working Paper*, n° 13882, www.nber.org/papers/w13882.
- REINHART C. et ROGOFF K. (2009), « The Aftermath of Financial Crises », *American Economic Review*, vol. 99, n° 2, pp. 466-472, www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/aer.99.2.466.
- REY H. (2015), « Dilemma Not Trilemma: the Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence », National Bureau of Economic Research, *Working Paper*, n° 21162.
- SALAMA P. (2009), « Argentine, Brésil, Mexique face à la crise internationale », *Revue Tiers-Monde*, n° 197, pp. 183-202, http://pierre.salama.pagesperso-orange.fr/art/argentine_bresil_mexique_face_a_la_crise_internationale@fr.pdf.
- VEGH C. et VULETIN G. (2012), « Overcoming the Fear of Free Falling: Monetary Policy Graduation in Emerging Markets », in *The Role of Central Banks in Financial Stability: How Has It Changed?*, Federal Reserve of Chicago.
- VEGH C. et VULETIN G. (2016), « To be Countercyclical or Not? That Is the Question for Latin America », Vox CEPR's Policy Portal, <http://voxeu.org/article/be-countercyclical-or-not-question-latin-america>.