

LES LIAISONS ÉCONOMIQUES INTERNATIONALES ET L'ÉVOLUTION DE L'ENDETTEMENT INTERNATIONAL

Peter Dittus, Paul S. O'Brien et Hanâ J. Blommestein

TABLE DES MATIÈRES

Introduction	152
I. La crise de la dette dans les années 80	153
A. Le plan Baker	155
B. Réduction de la dette et perspectives	158
II. Gestion de la crise: attentes et résultats. 1983-86	159
A. Un scénario fictif pour 1983-86	161
B. Quelles ont été les erreurs de prévision?	164
III. Nouveaux apports financiers et ajustement structurel	169
A. Le cadre de référence des simulations	169
B. Accroissement des flux financiers nets	171
C. Réduction de la dette et du service de la dette	174
IV. Déséquilibres macro-économiques et endettement	175
A. Scénario fictif pour 1981-86	176
B. Ajustement budgétaire des États-Unis et endettement	179
V. Conclusion.....	183
Appendice : DEMOD —Des modèles macro-économiques pour l'Amérique latine	186
A. Le bloc de la production.....	188
B. Le bloc des échanges	189
C. Le bloc de la dette	190
Bibliographie.....	191

Le présent article est fondé sur un projet de recherche international qui a été financé par une contribution spéciale du gouvernement norvégien. Les auteurs adressent tous leurs remerciements à Laure Meuro pour le précieux concours qu'elle leur a apporté en qualité d'assistante de recherche. Le présent article doit également beaucoup aux échanges de vue que les auteurs ont eus avec Jeffrey Shafer, Val Koromzay, Andrew Dean, Pete Richardson et d'autres de leurs collègues du Département des Affaires économiques et statistiques. Pour leur part, les représentants des pays Membres de l'OCDE ont formulé des commentaires très pertinents lors d'une réunion d'experts du Comité de Politique économique qui s'est tenue en septembre 1990 et était consacrée à l'examen des liaisons économiques internationales.

INTRODUCTION

La ((gestion de la crise de la dette)) est un thème qui n'a cessé de hanter les relations économiques internationales tout au long des années 80. Le règlement des suites de cette crise demeure, dans les années 90, une gageure aussi bien pour les pays créanciers de l'OCDE que pour les pays débiteurs eux-mêmes.

Dans les années 80, après la crise des paiements survenue au Mexique en août 1982, divers « plans » et « stratégies » ont été mis en place, mais globalement les améliorations obtenues ont été lentes ; une des principales réussites de ces diverses initiatives vient toutefois de ce qu'elles ont permis d'éviter un effondrement du système bancaire. Le présent article rend compte d'une étude qui visait à fournir une analyse des relations entre l'évolution macro-économique des pays de l'OCDE et celle des pays débiteurs'. Les informations qui en découlent en ce qui concerne l'interaction des liaisons internationales, notamment entre les politiques macro-économiques des pays de l'OCDE et la situation des pays débiteurs, nous permettent de mieux comprendre pourquoi bon nombre des espoirs et des attentes que l'on avait fondés sur ces initiatives n'ont pu se matérialiser.

Pour analyser les relations entre l'environnement macro-économique, la dette et la performance économique, on a construit, pour l'Amérique latine, de petits modèles macro-économétriques (DEMOM) qui ont été utilisés dans des simulations parallèlement au modèle de l'économie mondiale du Secrétariat de l'OCDE, INTERLINK². Ces modèles, dont la structure générale est résumée dans l'appendice et dont on trouvera une description plus détaillée dans Dittus et O'Brien (1990), utilisent de nombreuses variables d'INTERLINK, en analysent les conséquences pour l'Amérique latine et leurs résultats sont ensuite réinjectés dans le système de base. De cette façon, on exploite les atouts d'INTERLINK – son caractère global, le fait qu'il fournit une modélisation explicite des liaisons internationales par le biais des échanges en volume, des prix, des taux d'intérêt et des taux de change, et qu'il s'attache à préserver la cohérence du système à l'échelon mondial – tout en se donnant la possibilité de bénéficier d'informations plus détaillées sur les pays débiteurs d'Amérique latine.

La section ci-après retrace brièvement l'évolution de la crise de la dette au cours des années 80. Viennent ensuite trois autres sections qui étudient différents aspects de la relation entre l'évolution de l'endettement et celle de la

situation macro-économique. On examinera d'abord l'influence que la situation de l'économie mondiale et les politiques nationales ont eu sur l'évolution de la crise de la dette de 1982 à 1986 ; on s'efforcera ensuite de déterminer dans quelles conditions de nouveaux apports financiers peuvent être bénéfiques et de voir comment les programmes de réduction de la dette s'intègrent dans ces schémas ; ensuite, on analysera l'effet que les déséquilibres macro-économiques – autre thème récurrent des années 80 – peuvent avoir sur les résultats économiques et l'endettement de l'Amérique latine. La dernière section, enfin, énoncera certaines conclusions.

I. LA CRISE DE LA DETTE DANS LES ANNÉES 80

La crise des paiements au Mexique survenue en août 1982 a soulevé dans la communauté financière internationale une vague d'inquiétude devant l'importance de l'encours de la dette extérieure dans un certain nombre de pays en développement à revenus intermédiaires. Cette appréciation a suscité la crainte générale de voir de nombreux déposants retirer leurs fonds des banques surengagées. En d'autres termes, les milieux financiers internationaux estimaient qu'à la fin de 1982 les engagements des banques commerciales de la zone de l'OCDE sur des débiteurs à revenus intermédiaires étaient suffisamment importants pour déclencher une crise bancaire internationale grave et généralisée. C'est donc la menace

Tableau 1. Indicateurs macro-économiques mondiaux
1970-82

Indicateurs	1970-79	1979	1980	1981	1982
Prix réels des produits de base ¹	99	97	100	88	76
Prix du pétrole	43	64	100	116	111
Libor ²	8.0	12.1	14.4	16.5	13.1
Inflation ³	8.6	9.0	11.7	9.9	7.4
Croissance de la zone de l'OCDE ⁴	3.4	3.5	1.3	1.6	-0.1

1. Prix des produits de base ajustés en fonction des prix à l'exportation des produits manufacturés des pays de l'OCDE.

2. Taux d'intérêt à court terme des dépôts en dollar (taux interbancaire offert sur la place de Londres (pourcentage)).

3. Variation des prix à la consommation des pays de l'OCDE (pourcentage).

4. Variation de la production des pays de l'OCDE (pourcentage).

Source: Banque de données analytiques de l'OCDE.

directe pesant sur la stabilité du système financier international qui a d'abord sollicité l'attention des décideurs dans les pays de l'OCDE.

Il ressort clairement du tableau 1 que les pays débiteurs ont été confrontés à de sérieux chocs extérieurs au cours de la période 1979-82. Dans une optique de retour à l'équilibre, les pays surendettés auraient dû réduire leur demande intérieure et leur déficit courant, mais aussi laisser leurs taux de change réels baisser. Cependant, tous les gouvernements concernés n'ont pas réagi de manière efficace à ces chocs mondiaux. Dans une récente étude du NBER, Dornbusch (1989) a analysé les réactions du Brésil, du Mexique, de l'Argentine, du Chili et de la Corée à l'évolution de l'environnement international au cours de la période 1978-82. Sa conclusion est la suivante : « ... les facteurs externes n'ont nullement été le seul élément de la crise d'endettement. En fait, les politiques nationales ont joué un rôle important, et souvent prépondérant, dans l'accumulation massive de la dette. Les facteurs externes ont accentué les répercussions de cet endettement en 1981-82 par le biais du choc de taux d'intérêt » (Dornbusch, 1989, p. 342, et Sachs, 1989). Ainsi, au cours de la période 1979-82, les chocs extérieurs comme les erreurs de stratégie des pays débiteurs ont fortement contrarié la performance économique des pays éprouvant des difficultés à assurer le service de leur dette.

Néanmoins, la plupart des analystes pensaient alors que les gros débiteurs auraient de nouveau un libre accès au marché des capitaux en 1986 ou 1987. Le modèle analytique de traitement de la crise d'endettement extérieur au cours de la première phase de gestion de la dette, dans les années 1982-85, était fondé sur l'idée qu'un débiteur peut accroître simultanément sa dette extérieure et sa solvabilité. Si des indicateurs comme le rapport de la dette au PNB ou aux exportations sont utilisés pour dénoter les variations de la solvabilité³, leur dénominateur doit alors croître plus vite que la dette, qui figure au numérateur. Cline (1983), notamment, a mis au point des scénarios montrant que, sous réserve de certaines hypothèses apparemment raisonnables concernant l'évolution de l'économie mondiale et de mesures suffisantes d'ajustement au plan intérieur, la plupart des pays débiteurs pouvaient espérer voir diminuer le rapport entre leur dette et leurs exportations après 1982.

Au cours des premières années, la gestion internationale de la crise d'endettement a reposé sur ces ((hypothèses de travail » (FMI, 1982). Cette analyse a conduit à estimer que, pour la plupart des pays, les problèmes de service de la dette pouvaient être considérés comme des phénomènes temporaires, ou des problèmes de liquidité. Les projections établies par Cline impliquaient que les problèmes d'endettement s'atténueraient sans réforme profonde des politiques des pays de l'OCDE ou des pays débiteurs, à condition que la croissance de la zone de l'OCDE ne soit pas inférieure à 3 pour cent. On supposait que les apports d'argent frais sous forme de prêts concertés par les banques commerciales et les

institutions financières internationales seraient suffisants pour permettre aux débiteurs de surmonter leurs problèmes de liquidité temporaires. De plus, on pensait que grâce à cette action en coopération, les pays endettés retrouveraient assez rapidement un accès normal aux marchés de capitaux privés.

En l'occurrence, cette stratégie n'a été qu'une demi-réussite. La crise bancaire internationale a été évitée. En revanche, la plupart des pays n'ont pas amélioré leur solvabilité. Comme l'indique le tableau 2, en **1985**, non seulement les indicateurs des dix-sept pays les plus lourdement endettés ne s'étaient pas améliorés, mais ils s'étaient même détériorés par rapport à **1982**.

Tableau 2. Indicateurs de la dette des **17** pays les plus fortement endettés, **1978-85**

En pourcentage

	1978	1982	1983	1984	1985
Dette totale/Exportations	203	259	295	211	296
Dette totale/PIB	31	45	57	57	59
Intérêts/Exportations	10.2	13.8	14.5	14.7	16.1

Source: Banque Mondiale (1990), World Debt Tables.

A. Le plan Baker

Dès **1985**, non seulement les indicateurs de la dette s'étaient détériorés, mais en outre le processus de prêts concertés s'était heurté à des difficultés. En l'absence d'une amélioration des indicateurs de la dette, les banques, qui avaient quelque peu redressé leur situation grâce à des provisions accrues, étaient de moins en moins disposées à participer à des montages prévoyant l'apport de capitaux frais ; la « lassitude de la dette » s'était installée.

Pour les pays débiteurs, les perspectives n'apparaissaient pas plus favorables. Les dix-sept pays les plus lourdement endettés étaient parvenus à opérer un redressement spectaculaire de leur balance courante, dont le déficit de **52** milliards de dollars en **1982** avait fait place à un léger excédent en **1984** et **1985**. Toutefois, comme la compression de la demande intérieure avait surtout touché l'investissement, les perspectives de croissance à moyen terme de ces économies se trouvaient compromises. Le tableau 3 montre, pour le Brésil et le Mexique, que l'ajustement de la balance des opérations courantes hors intérêts (autrement dit le transfert de ressources) s'était accompagné d'une diminution de l'investissement. Entre les années **1975-82** et **1983-86**, le Mexique a augmenté le transfert de

Tableau 3. Transferts de ressources et investissement

En pourcentage du PIB

	1975-82	1983-86	Variation
Mexique			
Investissement intérieur brut	24.0	16.9	-7.1
Transfert de ressources réel	-0.8	7.0	+7.8
Brésil			
Investissement intérieur brut	23.1	16.2	-6.9
Transfert de ressources réel	-3.7	3.6	+7.3

Note: Le taux d'investissement a été calculé à l'aide de données en volume exprimées en dollars de 1980. Le transfert de ressources réel est défini comme l'excédent courant hors intérêts en dollars constants de 1980. Les chiffres représentent des moyennes arithmétiques.

Source: Banque Mondiale (1990), World Tables.

ressources en faveur du reste du monde à raison de **7.8** points de PIB; entre ces deux périodes, le taux d'investissement a diminué d'un montant presque équivalent, soit **7.1** pour cent du PIB. Au Brésil, un accroissement du transfert de ressources de **7.3** points de PIB a été obtenu par une compression du taux d'investissement de **6.9** pour cent du PIB⁴.

Malgré cet ajustement spectaculaire, en **1985** les pays endettés commençaient à estimer qu'un rétablissement des prêts volontaires n'était pas envisageable à moyen terme. Aussi, du point de vue des pays débiteurs, le maintien des paiements au titre du service de la dette (aux conditions du marché) apparaissait moins justifié qu'en **1982-83**, lorsque l'assimilation de la crise à un problème de liquidité passager avait fait miroiter une reprise des crédits volontaires dans un avenir assez rapproché.

L'initiative Baker visait à renforcer la stratégie appliquée en matière de gestion de la dette, le rétablissement de la solvabilité des pays débiteurs étant, lui, considéré comme un problème à plus long terme. Le plan reposait sur une approche coordonnée de la part des banques commerciales, des institutions financières internationales et des gouvernements de manière à fournir de nouveaux crédits aux pays débiteurs, en procédant cas par cas; l'objectif déclaré était de réduire les sorties nettes en provenance des pays endettés. Reconnaissant que bon nombre des ajustements à court terme entrepris par les débiteurs avaient une incidence négative pour la croissance, l'initiative Baker cherchait par ailleurs explicitement à concilier croissance et ajustement. Elle appelait donc à des réformes structurelles de grande ampleur dans les trois domaines suivants: libéralisation des échanges, libéralisation des politiques de l'investissement direct étranger et

réforme du secteur des entreprises publiques. Les apports financiers et les réformes devaient se renforcer mutuellement. Les capitaux frais contribueraient à la mise en œuvre des réformes en évitant de fortes réductions d'investissement comme celles des années **1982-83**; d'autre part, la mise en route de réformes structurelles sérieuses paraissait justifier l'octroi de nouveaux crédits à ces pays.

Cette approche a été efficace dans la mesure où plusieurs pays débiteurs ont entrepris de restructurer leurs économies. Elle a aussi permis de renforcer le système financier international. Les banques ont levé de nouvelles ressources et augmenté considérablement leurs provisions en **1987** et les années suivantes. En conséquence, les engagements des banques des États-Unis sur les pays endettés ont diminué (voir tableau 4). En mars **1989**, au cours d'une déclaration devant le Comité de la banque, des finances et des affaires urbaines de la Chambre des Représentants des États-Unis, le Président de la Federal Deposit Insurance Corporation a indiqué que, même si la totalité de la dette des pays d'Amérique latine était annulée, aucune grande banque américaine ne se trouverait en situation de défaillance⁵ (FMI, **1989**, p. **19**).

Tableau 4. Engagements des banques des États-Unis
1982-88

	1982	1986	1988
Neuf premières banques des États-Unis ¹			
Ensemble des pays en développement	287.7	153.9	108.0
Amérique latine	176.5	110.2	83.6
Total des autres banques des États-Unis ¹			
Ensemble des pays en développement	116.0	55.0	32.2
Amérique latine	78.6	39.7	21.8

1. Prêts aux pays en développement et à l'Amérique latine en pourcentage des fonds propres (engagements), données en fin d'exercice.

Source: Federal Financial Institutions Examination Council (1987, 1989).

L'initiative Baker a été moins efficace en ce qui concerne les indicateurs de solvabilité. Ces derniers se sont d'abord dégradés, en **1986** et **1987**, avant de se redresser en **1988** (voir tableau 5). Ce n'est qu'à la fin de **1989** que les indicateurs de solvabilité des pays surendettés ont retrouvé leur niveau de **1985**. Par ailleurs, l'initiative n'a pas non plus permis de réduire suffisamment les transferts nets des pays surendettés, car les nouveaux concours des banques

commerciales et des prêteurs officiels ont été très inférieurs aux montants attendus. En outre, malgré toutes les bonnes intentions affichées au départ, la mise en œuvre de programmes de réformes structurelles dans les pays débiteurs a été inégale, seul le Chili, et plus tard le Mexique, ayant déployé des efforts résolus pour restructurer leur économie; et après 1986 la croissance de la production a été médiocre. Aussi, l'amélioration des indicateurs de la dette dénotait-elle moins un ajustement réussi et une sortie de l'endettement qu'un équilibre réalisé au prix d'une croissance faible et de transferts élevés. Les pays débiteurs semblaient voués à sortir de la crise dans un état de stagnation.

Tableau 5. Indicateurs de la dette des 17 pays surendettés (HIC17) (1985-89)

En pourcentage

	1985	1986	1987	1988	1989
Dettes totales/Exportations	296	353	358	321	300
Dettes totales/PIB	59	62	63	61	59
Intérêts/Exportations	16.7	18.1	15.5	20.8	19.4

Source: Banque Mondiale (1990).

B. Réduction de la dette et perspectives

La menace pesant sur le système financier mondial étant maîtrisée, la stratégie de gestion de la dette a mis l'accent sur les conséquences de la crise d'endettement pour la croissance à moyen terme des pays débiteurs. Dès 1988, la plupart des observateurs ont estimé que la démarche associant les apports de capitaux frais et les réformes structurelles ne produisait pas les effets escomptés sur la situation économique des pays endettés, et en mars 1989 les décideurs des pays de l'OCDE ont reconnu explicitement que la stratégie de gestion de la dette devait être renforcée. On estimait que bon nombre de pays débiteurs avaient peu de chances de résorber leur endettement. Même s'ils étaient disposés à entreprendre d'importantes réformes structurelles, ils pourraient décider de ne pas le faire si la plupart des gains devaient en revenir aux créanciers étrangers. Avec l'hypothèse du « surendettement », il est apparu que, pour tirer les pays débiteurs de leur situation de faible croissance persistante, la stratégie de réduction de la dette et du service de la dette était plus prometteuse que l'apport de nouveaux crédits.

Les arguments théoriques en faveur de la réduction de la dette s'appuient essentiellement sur des effets d'incitation et de confiance qui ne sont pas aisément quantifiables ou modélisables. C'est ainsi qu'il s'est avéré impossible, dans la construction des modèles utilisés pour la présente étude, de mettre en évidence de façon convaincante le rôle du niveau excessif d'endettement (voir Claessens *et al.*, 1990). Les montages de réduction de la dette se sont d'ailleurs révélés tout aussi difficiles à mettre au point que les arrangements antérieurs de rééchelonnement; le montant des dettes qui ont été effectivement annulées a en général été largement inférieur à ce que pouvaient au départ escompter les pays débiteurs. Il n'en reste pas moins qu'un certain nombre d'accords de réduction de la dette sont actuellement en place même si, compte tenu de leur caractère, il est encore trop tôt pour dire s'ils seront couronnés de succès.

II. GESTION DE LA CRISE : ATTENTES ET RÉSULTATS, 1983-86

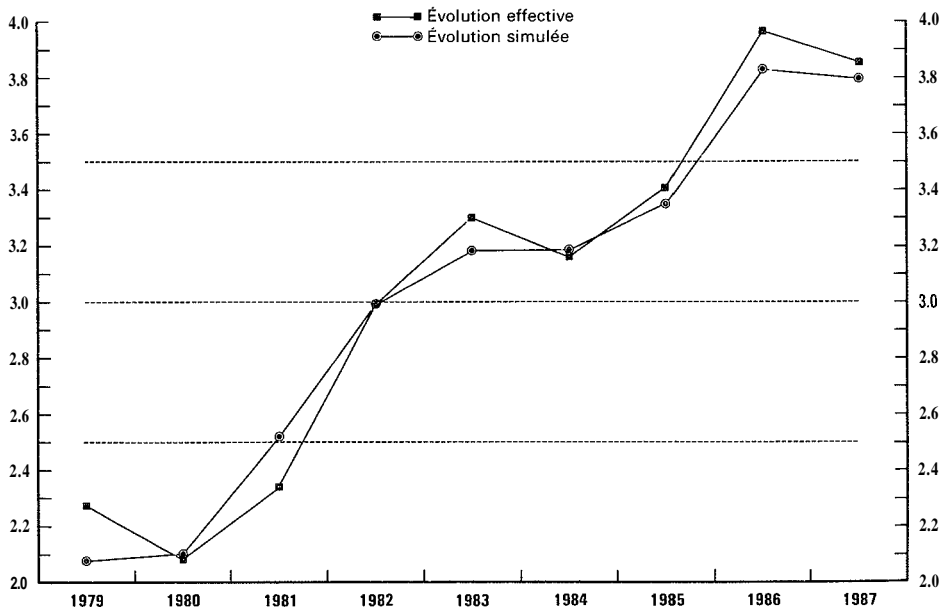
Au début de la crise d'endettement, la plupart des analystes pensaient que les pays débiteurs résorberaient leur dette grâce à la reprise de la croissance dans la zone de l'OCDE et à la détente des taux d'intérêt. Cette prévision ne s'est pas réalisée. L'endettement s'est au contraire aggravé. Dans la présente section on s'efforce de quantifier la part de l'environnement macro-économique mondial dans cet échec, à l'aide de simulations utilisant les modèles DEMOD parallèlement à INTERLINK. On évalue aussi de façon indirecte le rôle des politiques nationales dans ce contexte. La méthodologie est très simple : dans un premier temps on se demande ce qui se serait produit si les prévisions largement répandues en 1982-83 s'étaient concrétisées, puis on remplace, pour chaque paramètre, la valeur attendue par la valeur effective. On obtient ainsi une décomposition de l'écart entre le profil d'évolution attendu de l'indicateur dette/exportations et son profil effectif.

Ce genre d'analyse comporte certaines limites qu'il convient de ne pas perdre de vue. Premièrement, et cette limite est la plus importante, la décomposition de la variation du rapport dette nette/exportations est évaluée par rapport à un chiffre de référence qui n'est autre que le jugement des observateurs en 1982. Par conséquent les résultats obtenus permettent uniquement d'apprécier le bien-fondé des prévisions formulées en 1982 et ne donnent aucune information sur l'influence proprement dite des variables externes ou internes. Deuxièmement, la période considérée couvre les années comprises entre 1983 et 1985-86. Or, depuis lors, le Mexique a lancé un vaste programme de réformes structurelles qui a mis un terme à la fuite des capitaux et même inversé le mouvement en 1989, tandis que la situation économique du Brésil s'est, elle, détériorée avec une

intensification des sorties de capitaux (OCDE, 1990, pp. 43-45). Il s'agit bien sûr d'évolutions récentes, qui ne s'étaient pas encore concrétisées pendant la période considérée. Troisièmement, on n'examine pas tous les facteurs qui pourraient expliquer la différence entre l'évolution prévue et l'évolution effective du ratio dette/exportations mais on s'intéresse uniquement à ceux qui peuvent être étudiés au moyen de DEMOD. Les variables analysées sont les suivantes : croissance intérieure, croissance de la zone de l'OCDE, LIBOR, exportations de capitaux, prix des matières premières, des produits manufacturés et de l'énergie, réévaluation de la dette due à la variation du taux de change effectif du dollar, investissements directs nets de l'étranger, volume des échanges de pétrole. La plupart de ces éléments font partie intégrante de l'environnement économique international. Certains sont toutefois plus étroitement liés aux politiques intérieures des pays endettés : les exportations de capitaux et les flux d'investissements directs nets de l'étranger sont utilisés comme indicateurs indirects de la qualité du cadre de l'action économique intérieure.

La fiabilité de l'analyse est fonction de la qualité de l'ajustement que fournit DEMOD pour l'évolution du rapport dette/exportations. Le graphique 1 compare

GRAPHIQUE 1
RATIO DETTE/EXPORTATIONS DE L'ENSEMBLE DE L'AMÉRIQUE LATINE
 Évolution effective et évolution simulée sur la période 1979-87



l'évolution simulée et l'évolution effective de ce rapport sur la période **1979 à 1987** pour l'ensemble de l'Amérique latine. Il montre que le modèle rend bien compte de l'évolution du rapport dette/exportations, l'erreur quadratique moyenne de la simulation étant de 4.3 pour l'ensemble de l'Amérique latine, de 9.5 pour le Brésil et de 3.5 pour le Mexique.

A. Scénario fictif pour 1983-86

Un exemple représentatif des attentes formulées par la plupart des analystes en **1982** sur l'évolution macro-économique mondiale est fourni par l'étude de Cline (**1983**), dont les hypothèses relatives à l'économie mondiale sont reproduites dans le tableau 6. La croissance de la zone de l'OCDE devait se maintenir à un rythme annuel constant de **3** pour cent, et les taux d'intérêt à court terme des dépôts en dollar s'abaisser jusqu'à **8** pour cent; le dollar était, pour sa part, censé accuser une légère dépréciation. Le prix du pétrole devait d'abord diminuer avant de remonter en **1986**. Le profil d'évolution des prix des matières premières était représenté par l'inflation des prix mondiaux à l'exportation augmentée de la dépréciation du dollar. Compte tenu de ces prévisions concernant l'économie mondiale, et d'hypothèses auxiliaires relatives aux pays endettés (voir ci-après), les simulations de Cline pour les principaux pays débiteurs indiquaient une diminution des ratios dette/exportations. Cette baisse apparaissait même pour différents autres scénarios, à condition que la croissance des pays de l'OCDE atteigne ou dépasse **3** pour cent. C'est ce que l'on a appelé le ((sentier étroit» de sortie de la crise d'endettement.

Dans le tableau 6, les hypothèses posées par Cline pour son scénario de base sont comparées aux valeurs effectives. La croissance de la zone de l'OCDE s'est révélée encore plus forte que prévu, tandis que la prévision touchant la baisse des taux d'intérêt a été relativement exacte. **Si** l'on s'en tient à ces deux variables, les conditions d'une sortie par le ((sentier étroit» ont été remplies. Par ailleurs, les prévisions concernant les prix du pétrole sont voisines des valeurs effectives jusqu'en **1986**, année où le prix du pétrole a baissé de moitié pour tomber à **15** dollars le baril. Les prévisions relatives au taux de change du dollar se sont, elles, révélées très éloignées de la réalité, et **il** en a été de même, par conséquent, des prix des exportations hors pétrole (le tableau 6 indique les prix effectifs des matières premières à titre de comparaison). En effet, le dollar a continué de s'apprécier jusqu'en **1985**, et les prix nominaux des exportations hors pétrole ont reculé de **11** pour cent entre **1982** et **1986**, au lieu d'augmenter de **39** pour cent comme prévu dans le scénario de référence. Indépendamment de cet effet général dû à l'inflation mondiale, les termes de l'échange de l'Amérique latine se sont quelque peu détériorés.

Tableau 6. Le contexte macro-économique mondial, 1983-86
Hypothèse de Cline et évolution effective

	1983	1984	1985	1986
Croissance de la zone de l'OCDE				
Prévisions	1.5	3.0	3.0	3.0
Résultats	2.7	4.8	3.4	2.6
Prix du pétrole (\$/baril)				
Prévisions	34.0	29.0	29.0	34.0
Résultats	30.0	29.0	21.5	15.0
Taux d'intérêt (LIBOR)				
Prévisions	10.0	9.0	8.0	8.0
Résultats	9.6	10.8	8.3	6.9
Taux de change du dollar (1982 = 100)				
Prévisions	95	81	81	87
Résultats	105	110	113	96
Prix des matières premières (1982 = 100)				
Prévisions	110	121	133	139
Résultats	101	99	92	89

Source: Cline (1983) et Banque de données analytiques de l'OCDE.

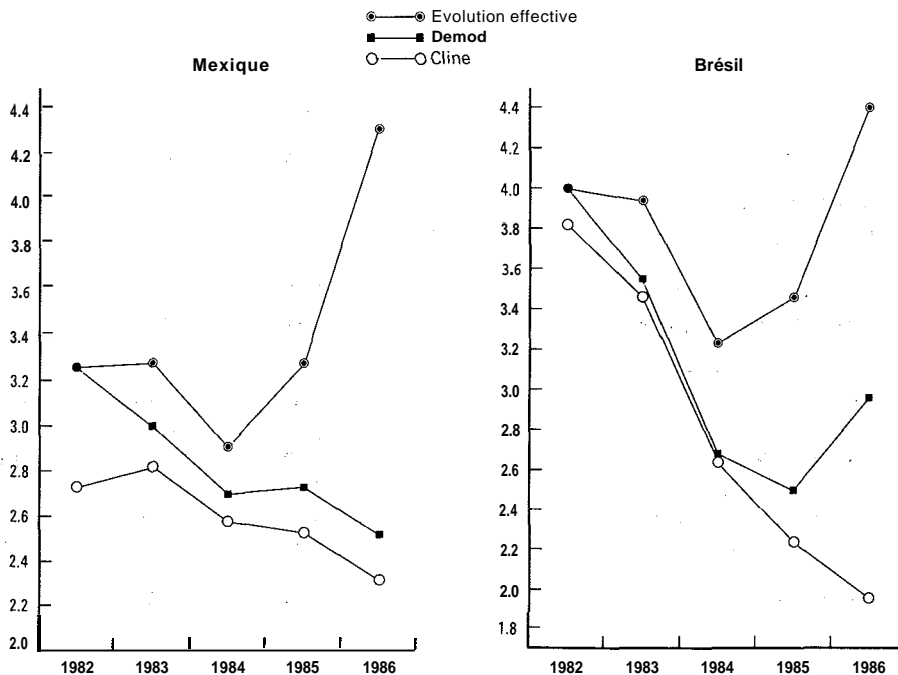
Les hypothèses concernant les variables intérieures sont également empruntées à Cline (1983). Elles portent sur les quatre éléments suivants : *i*) taux de croissance du PIB réel, *ii*) exportations de capitaux, *iii*) investissements directs nets de l'étranger, et *iv*) volume des échanges d'énergie. Après la baisse de 2 pour cent du PIB en 1983, Cline présumait une croissance de 6 pour cent par an au Brésil et de 4.5 pour cent au Mexique. Les prévisions de Cline impliquent l'absence d'exportations de capitaux ; les estimations faites au cours de l'élaboration de DEMOD montrent que les exportations de capitaux cumulées au cours de la période 1983-86 ont été de l'ordre de 20 milliards de dollars pour le Mexique et de 10 milliards pour le Brésil. Ces chiffres doivent être maniés avec prudence, étant donné la difficulté qu'il y a à définir et à mesurer les exportations de capitaux, mais ils montrent incontestablement que ces opérations doivent être prises en compte dans les prévisions relatives à la dette. Cline supposait, en 1982, une croissance annuelle de 3 pour cent en termes réels des entrées nettes d'investissements directs étrangers ; en réalité, celles-ci ont fortement baissé. Les exportations et importations d'énergie étaient présumées constantes à leurs

niveaux de 1982 ; les valeurs observées s'écartent de cette hypothèse, surtout dans le cas du Brésil, où les mesures de remplacement des importations ont permis de réduire les achats de pétrole.

Ces hypothèses, de même que les hypothèses relatives à l'économie mondiale ayant été incorporées au modèle DEMOD, on a ensuite fait tourner les modèles DEMOD du Brésil et du Mexique pour la période 1983-86 afin de connaître les profils d'évolution possibles des variables endogènes. L'indicateur de solvabilité utilisé ici est le ratio dette nette/exportations⁶, ce qui facilite la comparaison avec les simulations de Cline. On obtient des résultats similaires avec des indicateurs qui prennent en compte l'endettement brut.

Le graphique 2 indique pour le Brésil et le Mexique les valeurs effectives du ratio dette nette/exportations et les résultats des simulations sur DEMOD. Les prévisions de Cline sont également reproduites à titre de comparaison. Sur la base de ces simulations, complétées par une analyse de sensibilité, la sortie de la crise par la « voie étroite » apparaît non seulement faisable, mais même probable. Il

GRAPHIQUE 2
RATIO DETTE NETTE/EXPORTATIONS, 1982-86
Évolution effective et évolution simulée



convient de noter que ce type de simulation bénéficie de l'optique rétrospective : les paramètres de DEMOD intègrent des informations sur la relation effective entre les variables au cours de cette période ; en outre, les données pour **1982** sont à présent connues. A l'inverse, les prévisions faites en **1982-83** se fondaient sur des données estimées pour **1982** et sur des extrapolations concernant la valeur probable des paramètres pour la période **1983-86**.

B. Quelles ont été les erreurs de prévision ?

L'analyse ci-après vise à quantifier le rôle de l'écart entre les valeurs supposées et les valeurs effectives de différentes variables dans l'évolution du ratio dette nette/exportations. Ces calculs doivent être interprétés avec beaucoup de prudence. Les contributions présentées dans les tableaux 7 et 8 ont été estimées par rapport au « sentier étroit » résultant des simulations. Les valeurs supposées des différentes variables ont été remplacées, l'une après l'autre, par les valeurs effectives. Grâce à cette méthode, les chiffres indiqués dans le tableau sont directement comparables. Toutefois, en raison de phénomènes de non-linéarité, la somme des contributions n'égale pas la différence totale entre le « sentier étroit » et la valeur effective du ratio dette nette/exportations.

Tableau 7. Ratio dette **nette**/exportations du Brésil, 1983-86
« Sentier étroit » prévu et évolution effective

	1983	1984	1985	1986
((Sentier étroit) prévu	3.55	2.68	2.50	2.96
Contribution des principaux facteurs:				
Exportations de capitaux	0.03	0.13	0.27	0.42
Prix des matières premières	0.14	0.39	0.68	1.00
Prix des produits manufacturés	0.27	0.43	0.43	0.38
Volume des importations de pétrole	-0.01	-0.14	-0.22	-0.37
Contribution des autres facteurs:				
Croissance intérieure	-0.04	-0.07	-0.10	-0.10
Prix du pétrole	0.03	0.04	0.04	-0.04
Réévaluation de la dette	-0.10	-0.20	-0.23	-0.17
Croissance de la zone de l'OCDE	-0.02	-0.25	-0.28	-0.32
Investissements directs nets de l'étranger	0.05	0.09	0.15	0.28
Taux d'intérêt aux États-Unis	-0.01	0.04	0.05	0.03
Profil d'évolution effectif	3.94	3.23	3.46	4.40

Source: OCDE.

Tableau 8. Ratio dette nette/exportations du Mexique, 1983-86

« Sentier étroit » prévu et évolution effective

	1983	1984	1985	1986
« Sentier étroit » prévu	3.02	2.70	2.73	2.52
Contribution des principaux facteurs:				
Exportations de capitaux	0.45	0.59	0.87	0.80
Croissance intérieure	-0.20	-0.37	-0.55	-0.98
Prix du pétrole	0.03	0.05	0.12	1.40
Contribution des autres facteurs:				
Prix des matières premières	0.03	0.08	0.10	0.10
Prix des produits manufacturés	0.04	-0.00	-0.12	-0.23
Réévaluation de la dette	-0.10	-0.23	-0.27	-0.14
Croissance de la zone de l'OCDE	-0.01	-0.14	-0.18	-0.18
Investissements directs nets de l'étranger	0.05	0.10	0.15	0.17
Taux d'intérêt aux États-Unis	-0.02	-0.05	-0.06	0.03
Volume des exportations de pétrole	-0.10	-0.18	-0.08	0.31
Profil dévolution effectif	3.28	2.91	3.28	4.32

Source: OCDE.

Il convient de souligner le caractère mécanique de la décomposition des variations du ratio dette nette/exportations indiquées dans ces tableaux. Les effets présentés ici comme séparés ne sont valides du point de vue économique que s'ils sont considérés dans leur ensemble. Ainsi, les prix des matières premières dépendent en partie de l'activité économique dans la zone de l'OCDE et du taux de change du dollar; si un cours du dollar plus bas est utilisé pour les simulations sur INTERLINK, les prix des matières premières augmentent de ce fait. Dans les tableaux, on présente séparément ces effets connexes afin d'indiquer leur importance respective ; lorsqu'on interprète les chiffres, il convient donc de garder à l'esprit le caractère quelque peu arbitraire de cette décomposition.

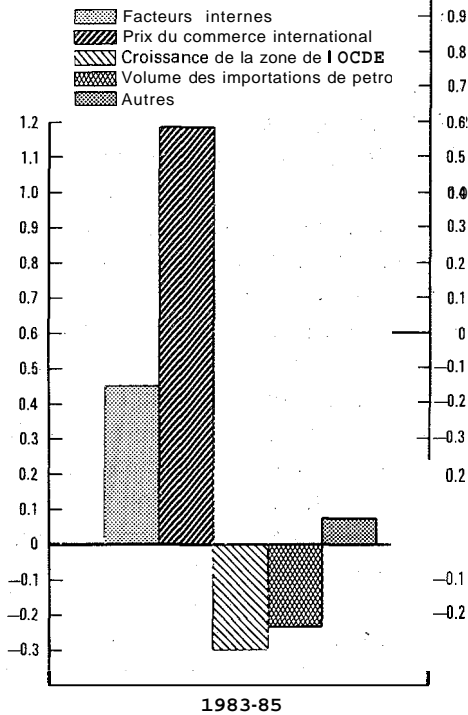
Le tableau 7 ventile la différence entre le ((sentier étroit)) prévu par DEMOD et le profil observé pour l'évolution du ratio dette nette/exportations dans le cas du Brésil. Les facteurs qui ont contribué le plus à cette différence en 1985 sont présentés séparément dans le tableau et repris pour plus de commodité dans le graphique 3. Il est également utile de classer ces facteurs en deux catégories, à savoir les chocs extérieurs et les variables davantage déterminées par les politiques intérieures. Cela permet de comparer l'incidence du contexte macro-économique mondial avec celle des variables qui sont plus facilement influencées par des mesures intérieures. Les variables qui reflètent la qualité du contexte de la

politique économique intérieure sont les exportations de capitaux et les flux nets d'investissements directs étrangers ; ce sont ces variables qui expriment essentiellement la « réaction du portefeuille ». La performance en matière de croissance intérieure est également indiquée.

La principale contribution du contexte macro-économique mondial a l'écart entre la valeur prévue et la valeur effective du ratio dette nette/exportations vient de la surestimation de la hausse des prix du commerce international. La surestimation des prix des matières premières et des produits manufacturés représente à elle seule un écart de 111 points de pourcentage entre l'évolution effective et le ((sentier étroit) simulé du ratio dette nette/exportations en 1985. Une inflation mondiale plus faible que prévu influe de deux manières sur le ratio dette/exportations. D'une part, des prix à l'exportation plus bas réduisent immédiatement la valeur des exportations et élèvent donc le ratio. D'autre part, si le niveau des prix est plus réduit, l'excédent commercial se trouve diminué, d'où une augmentation

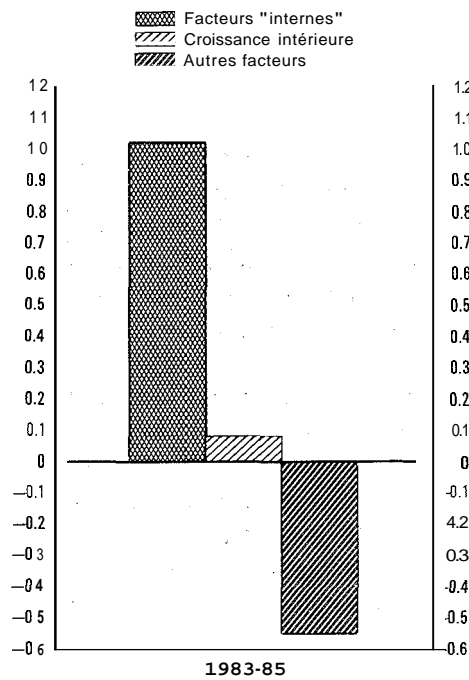
GRAPHIQUE 3

VENTILATION DE LA VARIATION DU RATIO DETTE/EXPORTATIONS DU BRÉSIL



GRAPHIQUE 4

VENTILATION DE LA VARIATION DU RATIO DETTE/EXPORTATIONS DU MEXIQUE



du déficit courant et donc de l'encours de la dette, ce qui aggrave encore le ratio dette/exportations. Il convient de ne pas confondre ces effets avec l'incidence des termes de l'échange ; de fait, les termes de l'échange du Brésil n'ont pratiquement pas varié entre 1982 et 1985, avant d'afficher une amélioration remarquable en 1986 grâce à la baisse du prix du pétrole.

Les évolutions externes au cours de la période 1983-86 ont notablement contribué à l'aggravation de l'endettement du Brésil, mais les politiques intérieures ont aussi joué un rôle important. Si l'on considère que les exportations de capitaux et les investissements directs nets de l'étranger sont influencés principalement par la politique économique intérieure, cette dernière apparaît comme le second déterminant (après la variation des prix des matières premières et des produits manufacturés) de l'évolution effective du ratio dette/exportations. La sous-estimation des exportations de capitaux et la surestimation des investissements directs nets de l'étranger représentent ensemble un écart de 42 points entre le profil effectif et le profil étroit simulé de l'évolution du ratio dette nette/exportations. La politique de remplacement des importations transparaît dans la contribution négative du volume des achats de pétrole : les importations de pétrole en volume ont fortement baissé au cours de la période examinée, ce qui a amélioré le ratio dette nette/exportations par le biais d'une réduction du déficit courant, et donc de l'endettement. Les autres facteurs ont été moins importants. Le niveau plus élevé que prévu de la croissance dans les pays de l'OCDE s'est traduit par une contribution positive à l'abaissement du ratio dette/exportations, et il en a été de même de l'appréciation du dollar (qui a réduit la contre-valeur en dollars de la fraction de la dette libellée en d'autres monnaies).

Le tableau 8 présente l'analyse effectuée pour le Mexique, tandis que le graphique 4 illustre l'incidence des principaux facteurs. La situation du Mexique est très différente de celle du Brésil. Tandis qu'au Brésil l'évolution macro-économique mondiale a revêtu une importance déterminante, au Mexique les facteurs internes sont la principale cause du niveau plus élevé que prévu du ratio dette/exportations – jusqu'à fin 1985. En 1986, le prix du pétrole a baissé de moitié, ce qui a augmenté de 140 points le ratio dette nette/exportations du Mexique.

Au sujet de l'évolution intérieure du Mexique, il convient de noter les deux points suivants. Tout d'abord, la croissance beaucoup plus faible que prévu a donné lieu à des importations plus réduites et contribué ainsi à l'amélioration des indicateurs de la dette. Cet effet a été d'autant plus marqué que les importations du Mexique sont étroitement liées aux investissements : non seulement la croissance a été plus faible qu'on ne l'escomptait, mais en outre le taux d'investissement a accusé une baisse spectaculaire. Au cours de la période 1975-82, le rapport de l'investissement au PIB a atteint 24 pour cent ; avec une série chronologique plus longue on aurait peut-être pu s'attendre à un taux de l'ordre de 20 pour cent durant les années 80 (telle est l'hypothèse posée pour la prévision

d'un ((sentier étroit)). Le taux d'investissement effectif pour 1983-86 a été de 17 pour cent seulement, ce qui a réduit encore plus les importations et l'encours de la dette. La croissance intérieure plus faible que prévu a donc contribué à améliorer le ratio dette nette/exportations, de 55 points en 1985 et de 98 points en 1986 (du fait de la récession liée au choc pétrolier).

Pour avoir une idée de l'orientation de la politique économique intérieure durant cette période marquée par une croissance plus faible que prévu et une réduction spectaculaire du taux d'investissement, on peut aussi étudier les exportations de capitaux et les investissements directs nets de l'étranger. A en juger par ces indicateurs indirects, les mesures intérieures semblent avoir notablement contribué à l'évolution plus négative que prévu du ratio dette/exportations. Les exportations de capitaux supérieures aux prévisions et les investissements étrangers directs nets inférieurs au niveau escompté ont représenté 102 points de l'écart en 1985 et 97 points en 1986. Il ressort du tableau que le Mexique aurait pu réaliser de biens meilleurs résultats qu'il ne l'a fait. Avec une politique intérieure plus appropriée, les exportations de capitaux auraient été plus faibles et l'investissement étranger plus important. Cela aurait permis des taux d'investissement plus élevés, une croissance plus forte et des importations accrues, tandis que l'évolution du ratio dette/exportations aurait été moins défavorable.

Quels enseignements peut-on tirer de cette analyse en ce qui concerne l'importance de l'environnement macro-économique pour l'évolution de l'endettement entre 1982 et 1986? Trois grandes conclusions se dégagent. Premièrement, aucune variable ne permet à elle seule d'expliquer les événements observés dans les deux pays considérés. Au Brésil, l'orientation inattendue de la conjoncture macro-économique mondiale semble avoir été le principal facteur de l'évolution plus négative que prévu des indicateurs de la dette; le fait que la politique économique intérieure a été différente de ce qui était attendu n'a apparemment joué qu'un rôle secondaire. A l'inverse, au Mexique, ce sont les facteurs internes qui expliquent avant tout l'évolution plus défavorable que prévu de la solvabilité, les exportations de capitaux jouant un rôle particulièrement important jusqu'à fin 1985. Avec l'effondrement des prix du pétrole en 1986, les facteurs externes sont naturellement passés au premier plan.

Deuxièmement, compte tenu de ces différences marquées entre les deux principaux pays d'Amérique latine, il est difficile de tirer des conclusions générales applicables aux autres pays. Il est clair toutefois que la structure des exportations du Brésil est plus comparable à celle de la plupart des pays d'Amérique latine que celle du Mexique, en particulier avant 1986, les matières premières et les produits manufacturés représentant les principales catégories d'exportations. La vigueur du dollar et le niveau plus faible que prévu des prix du commerce international (le second facteur étant manifestement lié au premier) ont sans doute été des causes importantes (et peut-être déterminantes) de la faible amélioration de la solvabilité de l'Amérique latine au cours des quatre années 1983 à 1986 incluses.

Troisièmement, à en juger par des indices indirects – DEMQD n'étant pas conçu pour analyser directement l'impact des mesures intérieures – les politiques nationales semblent être le second facteur par ordre d'importance de l'écart entre l'évolution effective et l'évolution prévue des indicateurs de la dette. Les exportations de capitaux ont été importantes, surtout au Mexique, alors qu'elles étaient supposées nulles dans les prévisions faites en **1982-83**. De plus, les investissements directs nets de l'étranger ont été beaucoup plus faibles qu'escompté, ce qui a aussi contribué au niveau plus élevé que prévu du ratio dette/exportations. Des exportations de capitaux supérieures aux prévisions et des investissements étrangers plus faibles que prévu sont le signe que les politiques macro-économiques et structurelles n'ont pas convaincu les épargnants nationaux et étrangers d'investir dans le pays autant qu'on le prévoyait en **1982-83**.

III. NOUVEAUX APPORTS FINANCIERS ET AJUSTEMENT STRUCTUREL

Durant les années de l'initiative Baker, la question essentielle était de savoir quelle devait être l'ampleur de l'ajustement des pays endettés qui permettrait, en association avec des apports d'argent frais, d'améliorer les indicateurs de solvabilité. Le problème n'était pas nécessairement posé sous cette forme à l'époque, et de nombreux analystes continuaient de s'appuyer sur des scénarios du type de ceux de Cline pour démontrer que l'apport d'argent frais serait compatible avec une amélioration de la solvabilité. Mais l'initiative Baker reposait sur l'idée implicite qu'une augmentation des flux financiers en faveur des pays endettés provoquerait l'accroissement nécessaire des exportations. Le plan Brady en faveur de la réduction de la dette reconnaît qu'il avait peut-être été irréaliste d'attendre de nouveaux concours et que la réduction de la dette est un moyen plus facile d'obtenir une simple amélioration comptable des indicateurs classiques de la solvabilité. Cependant, l'accent y est toujours mis en priorité sur l'ajustement structurel.

Dans la présente section, on analyse l'impact des nouveaux prêts sur la performance et la solvabilité de l'Amérique latine et on examine l'ajustement structurel du point de vue de l'amélioration nécessaire des résultats à l'exportation, indispensable pour éviter une détérioration des indicateurs de solvabilité. On fournit également une comparaison des flux financiers nets et de la diminution de l'endettement.

A. Cadre de référence des simulations

Les simulations présentées dans cette section et dans la suivante se fondent sur des prévisions de référence pour la zone de l'OCDE et l'Amérique latine

portant sur les années 1990 à 1994. La croissance de la zone de l'OCDE est supposée être régulière, à 2.9 pour cent comme dans les années 80. Le taux d'utilisation des capacités dans la zone demeure élevé tandis que l'inflation atteint son point culminant, avec 4.6 pour cent en 1990, et décroît ensuite pour s'établir à 3.6 pour cent en 1994. Parallèlement, le taux d'intérêt à court terme revient de 9.2 pour cent en 1990 à 7.6 pour cent en 1994. Les déséquilibres de balance courante trilatéraux entre les États-Unis, le Japon et l'Allemagne demeurent à peu près constants en pourcentage du PIB. Ainsi, il n'y a guère d'ajustement, mais pas non plus de crise. On suppose que ces déséquilibres peuvent être financés assez aisément sans modifications importantes des taux de change ou des taux d'intérêt.

Le scénario de référence pour l'Amérique latine est modérément optimiste. A l'environnement extérieur généralement favorable s'ajoutent une croissance lente des flux nets ainsi que des exportations de capitaux réduites. Cela implique que les pays d'Amérique latine réalisent quelques progrès dans la voie de la stabilisation macro-économique et des réformes structurelles. Leur déficit courant global se maintient aux alentours de 10 milliards de dollars. Compte tenu de la progression satisfaisante des exportations, cela devrait permettre une reprise de la croissance. La plupart des variables ont été extrapolées à l'aide du modèle DEMOD. On s'est assuré que les valeurs obtenues pour la croissance de la production étaient compatibles avec elles qui ressortent du projet LINK et des projections de la Banque mondiale, et l'estimation a été faite essentiellement au moyen de facteurs auxiliaires intégrés aux équations d'investissement. La croissance de la production en Amérique latine est estimée à 4.1 pour cent en moyenne, le chiffre minimum étant de 1.1 pour cent en Argentine et le maximum de 5.2 pour cent au Chili. Les importations globales augmentent de 9.6 pour cent, ce qui implique une élasticité de 2.3. La croissance relativement rapide des exportations et du PIB permet aux indicateurs de la dette de s'améliorer au fil du temps. A titre d'exemple, le ratio dette/exportations doit baisser de 25 pour cent: la dette totale augmente pour frôler les 500 milliards de dollars en 1994.

Il convient de souligner que ce scénario peut être jugé optimiste sur trois points. Tout d'abord, il existe manifestement des risques concernant la production et les taux d'intérêt dans la zone de l'OCDE, risques qui, s'ils se matérialisaient, assombriraient considérablement les perspectives de l'Amérique latine. Deuxièmement, il se peut que les politiques macro-économiques appliquées en Amérique latine ne s'améliorent pas beaucoup et que les fragiles tentatives de réforme en cours soient mises en échec. Dans ce cas, il y aurait lieu de prévoir des exportations de capitaux beaucoup plus importantes, et un investissement et une croissance plus faibles. Troisièmement, le cadre de référence utilisé ici ne prend pas en compte les développements récents en Europe centrale et orientale.

Bien que ces différents facteurs soient susceptibles de rendre la situation moins favorable qu'on ne le suppose dans le cas de référence, ils ont moins

d'incidence sur les résultats d'une évaluation visant à déterminer comment tel ou tel facteur peut influencer sur l'évolution de la situation. Ce qui nous intéresse ici ce sont les écarts par rapport à la situation de référence. Pour ce genre de simulations, il faut poser des hypothèses concernant la réaction des politiques économiques à tout changement des conditions sous-jacentes. On a donc supposé que les dépenses publiques resteraient constantes en termes réels dans les pays de l'OCDE et que la politique monétaire y aurait un caractère de non accompagnement de manière que le niveau des grands agrégats monétaires reste inchangé par rapport à sa valeur de référence.

B. Accroissement des flux financiers nets

Le tableau 9 présente les résultats d'une simulation, effectuée au moyen des modèles DEMOD et INTERLINK, qui rend compte des effets d'un accroissement des flux nets. Les apports financiers nets à l'Amérique latine y ont été majorés d'un montant équivalant aux versements d'intérêts qu'aurait permis d'économiser une réduction de 15 pour cent de la dette. Ce chiffre a été retenu parce qu'il s'inscrit dans la fourchette prévue par les accords conclus dans le cadre du plan Brady. L'augmentation des entrées de capitaux entraîne un accroissement de l'investissement et des importations ; le déficit courant se dégrade sensiblement par rapport aux données de référence, ce qui, conjugué à la dynamique de l'endettement, se traduit par des indicateurs de la dette de plus en plus défavorables. La détérioration est quelque peu atténuée par l'augmentation des exportations vers la zone de l'OCDE due à l'accroissement de la demande d'importations de la zone résultant d'une progression du PIB des pays de l'OCDE, due elle-même à l'accroissement des exportations vers l'Amérique latine. Sans cet effet en retour, le déficit courant de l'Amérique latine en 1994 serait plus élevé de **13** pour cent que ne l'indique le tableau 9. L'incidence de l'accroissement des apports financiers sur le PIB et l'investissement est sensible mais non spectaculaire. Au bout de cinq ans, le taux d'investissement s'en trouve augmenté de 0.4 points et le PIB a progressé de 0.8 pour cent par rapport à son niveau de référence, soit une accélération temporaire de moins de 0.2 pour cent du taux de croissance du PIB pour les années considérées.

Ces simulations sous-estiment peut-être l'effet positif d'un accroissement des apports financiers nets. Certains pays d'Amérique latine comme le Chili et le Mexique ont déjà mis en place un programme rapide de changement structurel prévoyant, notamment, une grande vague de privatisations et une amélioration des incitations grâce à la fixation du taux de change et d'autres prix à un niveau plus réaliste. Plus nombreux encore sont les pays qui satisfont maintenant aux conditions fondamentales requises pour assurer la stabilité macro-économique. Or, ces évolutions récentes ne sont pas prises en compte dans les équations qui

Tableau 9. Effet pour l'Amérique latine d'un accroissement des apports financiers nets équivalant à une réduction de 15 pour cent du service de la dette

Variation en points de pourcentage par rapport au cas de référence

	1990	1991	1992	1993	1994
PIB	0.3	0.7	0.8	0.8	0.8
Investissement/PIB	0.3	0.5	0.4	0.4	0.4
Solde de la balance courante (en millions de dollars)	-1 827	-3 915	-4 351	-4 837	-5 319
Dette/exportations	0.9	2.4	3.8	5.6	1.2
Intérêts/exportations	0.0	0.1	0.2	0.4	0.5
Dette/PIB	0.1	0.3	0.6	0.9	1.2

Source: OCDE.

ont été utilisées pour les simulations. Dans la mesure où les réformes structurelles sont en passe de permettre, ou ont déjà permis dans certains cas, une amélioration de la réaction de l'offre, un accroissement des entrées nettes de capitaux est susceptible de provoquer une augmentation de l'investissement, de la croissance et des exportations plus importante que ne l'indiquent les simulations, d'où une détérioration moins marquée des indicateurs de solvabilité.

Pour leur part, les répercussions d'un accroissement des concours à l'Amérique latine pour la zone de l'OCDE sont peu sensibles. La progression qui en résulte de l'investissement, de la croissance et des revenus en Amérique latine se traduit par une augmentation de 0.2 point des exportations de la zone de l'OCDE. Cet accroissement de la demande entraîne une augmentation temporaire du PIB, mais celle-ci est limitée. Même cette faible hausse n'est pas durable. Les économies de l'OCDE tournant pratiquement à pleine capacité, et la politique monétaire étant supposée restrictive, la demande d'exportations additionnelle déclenche une hausse des taux d'intérêt qui déprime l'investissement et la production à moyen terme. L'inflation progresse de 0.1 point de pourcentage. La hausse temporaire du PIB gonfle passagèrement les importations, de sorte que l'Amérique latine bénéficie d'un effet en retour positif supplémentaire.

Les simulations sur DEMOD ne permettent pas de montrer directement l'influence des réformes structurelles, mais elles donnent néanmoins une certaine idée de l'ampleur des phénomènes. La démarche consiste à partir du scénario des nouveaux apports financiers puis à se demander dans quelles proportions la performance de l'économie devrait s'améliorer pour que les indicateurs de la dette ne s'aggravent pas. D'un point de vue micro-économique, les investissements

financés par les capitaux frais doivent avoir un taux de rendement au moins égal au taux d'intérêt de la dette. D'un point de vue macro-économique, les politiques intérieures doivent apporter les incitations appropriées au transfert de ressources en faveur du secteur travaillant pour l'exportation, de manière à accroître les exportations nettes requises pour assurer le service de la dette additionnelle. Dans ce contexte, une des conditions logiques d'un endettement extérieur supportable est que les indicateurs de solvabilité s'améliorent ou, à tout le moins, ne se dégradent pas. On peut donc avoir une idée indirecte de l'incidence requise des réformes structurelles en calculant l'augmentation de la croissance des exportations indispensable pour empêcher une détérioration des indicateurs de la dette.

Le tableau 10 présente les résultats des simulations faites sur le scénario prévoyant des apports d'argent frais, dans le cas où la croissance des exportations augmente de telle sorte que le ratio dette/PIB se stabilise et que les autres indicateurs s'améliorent. Le déficit courant est beaucoup plus réduit que dans le scénario présenté dans le tableau 9, qui prévoit des apports d'argent frais d'un même montant mais aucune réaction des exportations. L'augmentation des exportations se traduit par une croissance du PIB plus forte et le taux d'investissement s'accroît aussi légèrement par rapport au scénario fondé uniquement sur des apports financiers nouveaux. L'augmentation supplémentaire du taux de croissance des exportations nécessaire pour éviter une dégradation des indicateurs de la dette est de 0.9 point de pourcentage. Étant donné que dans le scénario de référence les exportations progressent à un rythme annuel de 6.3 pour cent, les réformes structurelles devraient porter ce taux à 7.2 pour cent par an au cours de la période examinée⁷.

Tableau 10. Augmentation des flux nets et ajustement structurel, les exportations progressant de manière à maintenir constant le rapport dette/PIB
Variation par rapport au scénario de référence, en points de pourcentage

	1990	1991	1992	1993	1994
PIB	0.6	1.4	1.8	2.2	2.6
Investissement/PIB	0.3	0.6	0.6	0.6	0.6
Solde de la balance courante (en millions de dollars)	-1 271	-2 822	-2 410	-1 873	-1 014
Dette/exportations	-1.3	-2.2	-3.3	-4.0	-5.2
Intérêts/exportations	-0.1	-0.2	-0.3	-0.3	-0.3
Dette/PIB	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0

Source: OCDE.

Une telle amélioration des résultats à l'exportation paraît réalisable, à condition que des réformes structurelles énergiques soient effectivement mises en œuvre. Néanmoins, une stratégie fondée sur l'apport d'argent frais comme celle qui a été appliquée entre 1986 et 1988 dans le cadre de l'initiative Baker apparaîtrait risquée. Des dérapages dans l'application des programmes de réforme, ou des baisses imprévues du niveau des termes de l'échange ou des prix du commerce international en général, pourraient déstabiliser rapidement cette stratégie tout juste viable et l'engager dans une impasse.

C. Réduction de la dette et du service de la dette

L'analyse montre qu'une réduction de la dette est probablement un moyen plus sûr d'améliorer les perspectives de croissance de l'Amérique latine. Une réduction de 15 pour cent de la dette aurait un effet immédiat sur les indicateurs de solvabilité. Le ratio dette/exportation s'en trouverait diminué de 44 points et le ratio dette/PIB de 7 points. D'un autre côté, si une réduction de la dette entraînerait bien un redressement des indicateurs de solvabilité, ses effets sur la croissance et l'investissement sont moins évidents. Ils varient selon que le service de la dette est actuellement assuré ou non et, dans la négative, selon que les paiements d'intérêts sont ou non supposés reprendre à l'avenir. Le scénario prévoyant des apports d'argent frais s'interprète plus facilement comme impliquant que le service de la dette est intégralement assuré ; pour comparer les deux scénarios, peut-être convient-il donc de se fonder sur cette hypothèse. Cependant il nous faut bien centrer notre attention sur la situation des pays qui ont accumulé du retard dans leurs paiements puisque c'est ce qui motive les arrangements de restructuration de la dette actuellement mis en place. La différence entre ces deux hypothèses résulte pour l'essentiel des différences de comportement dont DEMOD rend mal compte, comme d'ailleurs tout autre modèle macro-économétrique.

Les effets à prendre en considération sont au nombre de deux. Une réduction de la dette peut ne pas provoquer en elle-même un accroissement des ressources dont dispose le pays débiteur. Tel est le cas si le service de la dette n'a pas été assuré pendant un certain temps et si des titres de la dette publique ont été placés au-dessous du pair sur les marchés secondaires. Dans ces conditions, une annulation pure et simple d'une partie de la dette nominale n'influe absolument pas sur la valeur réelle de la dette; elle ne fait qu'entraîner une augmentation correspondante des prix sur les marchés secondaires, mais toujours avec une décote par rapport à la valeur nominale. L'opération ne réduit pas le montant du service de la dette puisque la partie de la dette qui a été annulée sur le papier n'avait auparavant donné lieu à aucun paiement d'intérêts. Une réduction de la dette améliore les indicateurs de solvabilité mais n'atténue en rien les contraintes financières. Dans la mesure où les obligations financières sont irrévocables, une

réduction de la dette n'a donc aucune incidence sur l'investissement et la croissance. Il en va de même pour les apports d'argent frais s'ils sont opérés dans des conditions semblables.

Il n'en reste pas moins que, même si un allègement de la dette ne contribue pas à atténuer les contraintes financières dans l'immédiat, il peut avoir des répercussions sur les incitations, et donc sur la performance économique, dès lors que les résidents et les investisseurs pensent que le pays recommencera à l'avenir à assurer le service de sa dette. Cela s'explique par la théorie dite « du fardeau virtuel de la dette »), qui veut qu'un niveau élevé d'endettement extérieur décourage l'investissement car il peut être assimilé, sous réserve de certaines hypothèses, à l'application d'un taux marginal élevé d'imposition sur l'investissement intérieur (Krugman, 1988). Si cet effet de transfert est important, une réduction du montant nominal de la dette extérieure est susceptible d'avoir une grande incidence sur l'investissement et la croissance intérieurs car elle modifie la structure des incitations même si elle ne change rien à la contrainte financière extérieure.

Les conséquences d'un allègement de la dette sur la performance économique sont donc fonction de l'importance relative des deux effets décrits ci-avant. Si les obligations financières extérieures sont irrévocables dans l'immédiat, la réduction de la dette n'aura aucune influence sur la performance de l'économie intérieure; par contre, elle en aura une si le principal problème vient de l'effet de découragement induit par l'endettement. L'observation montre que, sur le plan extérieur, la contrainte financière est le principal élément déterminant de la performance économique de la plupart des pays d'Amérique latine (voir Claessens *et al.*, 1990). Dans ces conditions, il apparaît souhaitable de combiner une réduction de la dette et du service de la dette avec des apports d'argent frais. Une telle action contribuerait à améliorer la performance intérieure sans provoquer de dégradation des indicateurs de solvabilité, en particulier si elle s'accompagne d'un programme volontariste de réforme structurelle'.

IV. DÉSÉQUILIBRES MACRO-ÉCONOMIQUES ET ENDETTEMENT

Les déséquilibres macro-économiques ont d'emblée joué un rôle important dans l'évolution de l'endettement. Le mouvement des taux d'épargne privée et publique aux États-Unis au début des années 80 et, plus récemment, les modifications induites dans la demande d'épargne par les réformes en Europe centrale et orientale ont affecté l'équilibre épargne/investissement au plan mondial. Dans cette section, le problème des déséquilibres macro-économiques, et en particulier, des fluctuations de l'épargne publique et de l'épargne privée, est exploré de façon

détaillée, et l'ampleur des phénomènes est quantifiée, sur la base de deux scénarios largement symétriques. Le premier est un scénario fictif qui examine quelles auraient été les conséquences pour l'Amérique latine si l'épargne aux États-Unis durant la période 1981-86 n'avait pas baissé comme elle l'a fait effectivement, des hypothèses appropriées étant posées en ce qui concerne les profils d'évolution plausibles des taux de change et des taux d'intérêt dans la zone de l'OCDE. Le second scénario évalue l'impact sur l'Amérique latine dans l'hypothèse où les objectifs d'assainissement de la situation budgétaire des États-Unis au cours de la première moitié des années 90 ne seraient pas atteints.

A. Scénario fictif, 1981-86

La période 1981-86, indépendamment de l'évolution de la crise d'endettement, a été caractérisée par une modification radicale de la structure des flux financiers internationaux dans la zone de l'OCDE. En particulier, aux États-Unis cette période a vu une contraction du taux d'épargne du secteur privé et un alourdissement important du déficit budgétaire du secteur public, deux facteurs qui, pris ensemble, ont permis une croissance réelle relativement rapide et entraîné un fort accroissement du besoin de financement total des États-Unis. La nécessité d'éviter la monétisation des déficits budgétaires a aussi conduit à maintenir les taux d'intérêt à un niveau relativement élevé. Les entrées de capitaux qui en ont résulté ont provoqué un creusement rapide du déficit courant et, dans les premières années, une vive hausse du dollar.

Les hypothèses utilisées pour la simulation en contre-épreuve sont empruntées à une étude de Shafer (1988), où sont examinées les conséquences pour les pays de l'OCDE des principales évolutions macro-économiques observées aux États-Unis pendant la première moitié des années 80. La méthode appliquée dans cette étude a consisté à construire un scénario fictif pour la période 1981-86 dans lequel on fait varier certains aspects du comportement de l'économie des États-Unis. Plus précisément, on suppose que le taux d'épargne des ménages n'a pas baissé (il est, en fait, revenu de 7 pour cent environ en 1981 à un peu plus de 3 pour cent en 1986), mais est resté grosso modo constant; la politique budgétaire est censée avoir empêché la forte augmentation du déficit du secteur public et le dollar des États-Unis est présumé ne pas avoir augmenté fortement de 1981 à 1985 avant de retomber, mais s'être apprécié régulièrement et lentement tout au long de la période considérée.

Le scénario intègre des taux d'intérêt plus bas en raison du niveau plus élevé de l'épargne aux États-Unis et des politiques monétaires restrictives adoptées par les autres pays de l'OCDE face à la demande relativement plus faible des États-Unis. Aux États-Unis, les taux d'intérêt s'établissent au départ à des niveaux supérieurs à ceux qu'ils atteignaient effectivement en 1981 et 1982 : une

vigoureuse action monétaire déflationniste (visant à compenser l'effet du cours beaucoup plus faible du dollar qui, en l'absence d'une telle action, impliquerait une accélération de l'inflation) est ensuite supposée avoir sur les anticipations inflationnistes une incidence suffisante pour que les taux d'intérêt baissent aux États-Unis après **1982**. Ces diverses hypothèses sont retenues dans le scénario dont les résultats sont présentés ici.

Le tableau 11 présente sous forme résumée les différences entre l'évolution découlant de ce scénario et celle qu'ont effectivement connue les pays de l'OCDE au cours de la période **1981-86**, qui sert de ((base de référence). Aux États-Unis, le PIB est beaucoup plus faible, et l'inflation un peu plus élevée (encore qu'elle suive une trajectoire descendante tout au long de la période); en revanche, la situation des finances publiques est bien meilleure, de même que le solde de la balance courante. Dans les autres pays, le niveau plus bas des taux d'intérêt et des taux de change se serait traduit par un PIB beaucoup plus élevé, sans qu'apparaissent des problèmes d'inflation. La contrepartie du redressement de la balance courante aux États-Unis se retrouverait pour l'essentiel en Europe, mais aussi en partie au Japon.

Ce scénario présente une configuration complexe d'événements extérieurs à l'Amérique latine – forte variation des taux de change, taux d'intérêt initialement assez élevés puis nettement plus bas que dans le cas de référence, et profonde transformation de la structure globale de la demande et de la production. Il n'entre

Tableau 11. Scénario fictif: évolution de diverses variables dans certains pays de l'OCDE
1981-86

	Taux d'intérêt ¹	Solde budgétaire ²	Volume du PIB ^{1,3}		Déflateur du PIB ³	Solde de la balance courante ⁴	Taux de change effectif ⁴	Déflateur des exportations du LAT ³
OCDE	-1.3		+0.1	-0.1	-0.0	t 2 8		t 2.6
États-Unis	-0.4	t 1.5	-1.8	-0.7	t 0.8	t 1 4 2	-18	
Europe	-2.2	+1.0*	+1.0	t 0.2	-0.1	-100	+12**	
Japon	-2.5	t 1.2	t 1.7	t 0.5	-0.1	-25	t 9	

1. Écart par rapport au niveau de référence, moyenne pour 1981-86.

2. Écart par rapport au niveau de référence en pourcentage du PIB, 1986.

3. Écart par rapport au taux de croissance de référence, moyenne pour 1981-86.

4. Écart par rapport au niveau de référence, 1986.

* Quatre grands pays.

** Allemagne.

Source: OCDE.

pas dans notre propos de sous-entendre que ce scénario aurait été nécessairement souhaitable, ou qu'il aurait pu découler de décisions particulières des pouvoirs publics. Mais étant donné qu'il représente un autre profil d'évolution que la zone de l'OCDE aurait pu suivre et qui a déjà été analysé, il est intéressant d'utiliser le modèle DEMOD pour examiner comment les indicateurs de la dette auraient pu évoluer au cours de cette période de la crise d'endettement si ce scénario s'était concrétisé.

Le tableau 12 montre comment ces évolutions auraient affecté l'économie de l'Amérique latine. Il est frappant de constater que les effets sur le PIB global auraient été relativement faibles (la réaction est variable, le Chili et le Brésil affichant des gains de PIB plus élevés que la moyenne). Pendant toute la période, la balance courante de l'Amérique latine aurait été relativement plus solide, surtout à partir de 1983. Jusqu'en 1983, les recettes d'exportation accrues – du fait en partie d'une augmentation en volume, mais surtout de prix en dollars plus élevés par suite de la baisse du dollar – suffisent à peine à compenser une certaine hausse des versements d'intérêts au titre de la dette. Mais après 1983, les taux américains sont inférieurs aux niveaux de référence, et l'amélioration des termes de l'échange commence à se faire sentir. Le redressement de la balance courante de l'Amérique latine stimule ultérieurement les importations, qui en 1986 dépassent de plusieurs points de pourcentage le niveau de référence, tandis que le volume des exportations ne progresse plus. Cet accroissement du volume des importations suffit pour faire descendre le solde commercial au-dessous du niveau de référence en 1986, en dépit d'une augmentation des gains sur les termes de l'échange de près de 4 pour cent en 1986. Les répercussions de cette évolution sur la balance courante sont plus que compensées par la diminution des versements d'intérêts.

Tableau 12. Scénario fictif : conséquences pour l'Amérique latine, 1981-86

Variation en points de pourcentage par rapport au cas de référence

	1981	1982	1983	1984	1985	1986
PIB	-0.1	-0.4	-1.1	0.0	-0.1	0.3
Investissement/PIB	-0.2	-0.6	-0.5	0.1	0.3	0.9
Solde de la balance courante (en millions de dollars)	-358	534	5 939	12 610	12 209	9 475
Dette/exportations	-7.3	-29.5	-39.9	-53.1	-69.1	-66.8
Intérêts/exportations	-1.4	4.6	-2.6	-6.8	-7.3	-9.1
Dette/PIB	1.9	3.2	3.7	1.8	-0.2	-5.7

Source: OCDE.

Sur le plan intérieur, l'amélioration de la position extérieure permet d'accroître l'investissement. Après une baisse initiale, la part de l'investissement dans le PIB augmente, encore qu'elle n'ait progressé que de 1 point en fin de période. Naturellement, c'est en partie cette hausse de l'investissement qui explique l'augmentation du volume des importations. Étant donné la baisse du taux d'investissement en 1981-83, il est peu probable que le potentiel productif aurait été sensiblement plus élevé en 1986, mais il se serait orienté dans le sens de la reprise.

Malgré cette incidence relativement faible sur l'économie intérieure, l'effet sur les indicateurs de la dette est très prononcé, encore que la situation varie d'un indicateur à l'autre. Celui qui présente l'amélioration la plus marquée est le ratio versements d'intérêts/exportations. Cette évolution est imputable à trois facteurs : la hausse des recettes d'exportation (qui est due davantage à l'augmentation des prix en dollars qu'à une progression en volume), la baisse des taux d'intérêt et la diminution de l'encours de la dette. Les deux premiers sont plus importants que le troisième. On peut le constater en examinant le ratio dette/exportations, qui s'améliore de près de 70 points – mais à partir d'un niveau de plus de 300 pour cent en 1986 – alors que le ratio intérêts/exportations baisse de près de 10 points, mais à partir d'un niveau de référence de 20 pour cent environ en 1986. Le ratio dette/PIB enregistre une amélioration encore plus faible : une baisse d'à peine 6 points en 1986 par rapport à un niveau de référence de plus de 60 pour cent.

B. Ajustement budgétaire des États-Unis et endettement

L'un des objectifs importants de la politique macro-économique des États-Unis, défini par la Loi Gramm-Rudman-Hollings, demeure de supprimer le déficit budgétaire dans les prochaines années. Au cours de cette même période les pays d'Europe de l'Est engagés dans la voie de la libéralisation devraient attirer une importante épargne des pays de l'OCDE en vue de financer une augmentation des niveaux d'investissement, de sorte que l'évolution de l'épargne et de l'investissement est susceptible d'être aussi importante entre 1990 et 1994 que durant les années 1981-86. Les évolutions en Europe de l'Est ne sont pas examinées ici de manière explicite. Mais si les objectifs de réduction du déficit budgétaire des États-Unis ne parviennent pas à être concrétisés d'ici 1994, comme cela a été le cas ces dernières années, les États-Unis, toutes choses étant égales par ailleurs, absorberont une plus grande fraction de l'épargne mondiale qu'ils ne l'auraient fait autrement.

Les simulations présentées dans cette section ont été réalisées avant le vote du budget de 1991. Les chiffres annuels concernant la réduction convenue du déficit n'étant toujours pas disponibles au moment de la rédaction du présent

article, nous avons conservé ceux que nous avons utilisés dans notre analyse antérieure. Rien ne permet de penser que les nouveaux accords conclus risquent de modifier sensiblement les effets macro-économiques d'une correction donnée du déficit. Grosso modo, les réductions convenues dans le cadre des nouveaux accords budgétaires représentent un choc supérieur d'un cinquième à ceux qui sont présentés ici, mais avec un déficit plus élevé au départ et une action qui ne débute qu'en **1991**. Si les États-Unis atteignent les objectifs (révisés) de la Loi Gramm-Rudman-Hollings, tels qu'ils étaient définis en **1990**, le déficit budgétaire devrait revenir de **152** milliards de dollars pour l'exercice **1989** au niveau zéro en **1993**. Dans le scénario présenté ici, qui prévoit une croissance un peu plus rapide des dépenses publiques, le déficit budgétaire reste à peu près constant en termes nominaux à partir de **1990**, et s'écarte donc de plus en plus du niveau de référence, la différence atteignant **130** milliards de dollars en **1994**.

L'impact de cette variation de la politique budgétaire dépend de la réaction de la politique monétaire, aussi bien aux États-Unis que dans le reste de la zone de l'OCDE. Dans la simulation présentée ici, on examine les conséquences d'une politique monétaire non-accommodante aux États-Unis, selon laquelle les taux d'intérêt à court terme sont ajustés de manière à maintenir la masse monétaire de définition large à son niveau de référence. Cette politique est appliquée non seulement aux États-Unis, mais aussi dans les autres grandes économies de l'OCDE. En conséquence, les effets de la modification de la politique budgétaire sont fortement atténués par rapport aux résultats d'une politique accommodante, encore qu'ils ne soient pas négligeables, comme le montre le tableau **13**.

Tableau 13. **Non-réalisation des objectifs de la loi Gramm-Rudman-Hollings, 1990-94**
Évolution de diverses variables dans différents pays de l'OCDE

	Taux d'intérêt ¹	Solde budgétaire ²	Volume du PIB ³		Déflateur du PIB ³	Solde de la balance courante ⁴	Taux de change effectif ⁴	Déflateur des exportations du LAT ³
OCDE	t 1.1		t 0.2	-0.3	t 0.4	+11		t 0.6
États-Unis	+2.2	-1.8	t 0.7	-0.5	+1.1	t 2	-4	
Europe	t 0.9	0.0*	t 0.1	-0.1	t 0.1	t 8	+1**	
Japon	t 0.2	-0.1	t 0.1	-0.1	-0.1	-10	+1	

1. Écart par rapport au niveau de référence, moyenne 1990-94.
2. Écart par rapport au niveau de référence en pourcentage du PIB, 1994.
3. Écart par rapport au taux de croissance de référence, moyenne 1990-94.
4. Écart par rapport au niveau de référence, 1994.

Quatre grands pays.

** Allemagne.

Source: OCDE.

La hausse initiale de la demande intérieure aux États-Unis tend à accroître la production et le taux d'inflation. Les importations augmentent et la balance des paiements se dégrade. Les taux d'intérêt augmentent de 3 points au bout de deux ans, modérant ainsi considérablement la croissance de la production et de l'inflation. Dans les autres pays de l'OCDE, la demande réelle s'accroît également un peu au cours des premières années, d'où une hausse des taux d'intérêt. Comme aux États-Unis, la production est initialement un peu plus forte, mais dans la dernière année de la période elle tombe au-dessous du niveau de référence en raison des pressions exercées par les taux d'intérêt sur la demande et la production.

Les positions de balance courante ne varient guère. La baisse de l'épargne publique aux États-Unis doit être compensée par un accroissement de l'épargne ailleurs. Ces ressources ne sont pas fournies par les épargnants d'autres pays (avec pour contrepartie un déficit de balance courante aux États-Unis), mais découlent d'une hausse des taux d'intérêt qui accroît l'épargne privée américaine, de manière à compenser plus ou moins la variation du besoin de financement du secteur public.

Pour les débiteurs d'Amérique latine, ce scénario comporte des retombées bénéfiques mais aussi des répercussions négatives. Les taux d'intérêt mondiaux sont nettement plus élevés, en particulier ceux des actifs en dollars, les plus importants pour l'Amérique latine. En revanche, l'inflation plus forte dans les pays de l'OCDE se traduit par une croissance relativement plus rapide des prix à l'exportation pour l'Amérique latine. Tandis que l'activité économique de la zone de l'OCDE est plus faible en **1994** qu'elle ne l'aurait été autrement, l'activité moyenne au cours de la période est plus soutenue, particulièrement aux États-Unis, principal marché d'exportation. Le tableau **14** présente les résultats d'une utilisation combinée de DEMOD et d'INTERLINK avec ce scénario.

L'effet de la hausse des taux d'intérêt apparaît immédiatement sous forme d'une dégradation de la balance des revenus d'investissements ; il en résulte une diminution des investissements et, par voie de conséquence, des importations. Initialement, la demande plus élevée de la zone de l'OCDE permet aux exportations d'Amérique latine d'augmenter en volume, et l'on constate une nette amélioration de la balance commerciale. Mais ce redressement ne suffit pas pour compenser l'alourdissement des paiements d'intérêts au titre de la dette, c'est ainsi que la balance courante se dégrade. Au départ, la détérioration n'est pas très importante, mais la demande des pays de l'OCDE, après son augmentation initiale, se ralentit, entraînant un repli des exportations de l'Amérique latine ; les prix à l'exportation et les prix à l'importation augmentent, et les termes de l'échange se détériorent quelque peu.

Au total, dans ce scénario, tous les facteurs externes contribuent à une dégradation des indicateurs de la dette. Lorsque les pays de l'OCDE appliquent une politique monétaire restrictive, le gain initial éventuel pour l'Amérique latine

Tableau 14. Incidences de la non-réalisation des objectifs de la loi
Gramm-Rudman-Hollings pour l'Amérique latine, 1990-94

Écart en points de pourcentage par rapport au cas de référence

	1990	1991	1992	1993	1994
PIB	0.9	1.6	1.2	-0.2	-3.1
Investissement/PIB	0.0	-0.2	-0.5	-0.6	-0.8
Solde de la balance courante (en millions de dollars)	-657	-3 628	-7 358	-10 124	-12 291
Dettes/exportations	-7.3	-13.5	-9.6	0.4	16.7
Intérêts/exportations	1.1	3.6	5.3	5.5	4.2
Dettes/PIB	-0.4	-0.3	0.6	2.0	3.8

Source: OCDE.

déoulant d'une augmentation de la demande réelle est plus que compensé, d'une part par l'effet direct de la hausse des taux d'intérêt requise pour contenir l'inflation dans la zone de l'OCDE, et d'autre part par l'effet d'« éviction » que ces taux élevés exercent sur la demande, après un certain temps. En dépit de l'augmentation initiale du PIB, le ratio dette/PIB pour l'Amérique latine dans son ensemble dépasse de 4 points son niveau de référence en 1994, l'aggravation étant plus marquée dans les petits pays. Le rapport des versements d'intérêts aux exportations se dégrade lui aussi.

Tandis que deux des indicateurs de la dette se dégradent incontestablement, il est intéressant de noter que le ratio dette/exportations s'améliore très fortement dans un premier temps. Cela s'explique par l'effet de l'augmentation du volume des exportations, renforcé par la hausse des prix à l'exportation découlant des pressions inflationnistes initiales aux États-Unis. Cet indicateur ne reflète pas le fait que les taux d'intérêt plus élevés alourdissent le service de la dette, alors que ce facteur est prédominant dans le ratio versements d'intérêts/exportations. Cependant, lorsque le niveau de la dette augmente, après l'aggravation de la position de balance courante, la baisse du ratio dette/exportations se trouve ralentie. Ultérieurement, le volume des exportations commence à décroître, et cet indicateur accuse lui aussi une dégradation rapide.

Le tableau 14 indique que, avec ce scénario, en 1994, l'investissement serait plus faible de près de 1 point du PIB ; cet effet est plus marqué au Mexique et au Chili, qui accusent des baisses respectives de 1.4 et 1.5 points de PIB. Du fait en partie de la contraction des investissements, mais aussi du repli des

exportations dans les années suivantes, le PIB global atteint un niveau sensiblement plus bas en 1994, après avoir dépassé quelque peu le niveau de référence dans les deux premières années. Cette évolution est également plus marquée au Mexique, où le PIB est inférieur de 3.5 pour cent au niveau de référence en 1994, et au Chili (-3.0 pour cent).

V. CONCLUSION

Le présent article fournit une analyse du rôle que l'environnement macro-économique international a pu jouer dans l'évolution de la crise de la dette. Pour ce faire, on s'est fondé sur les résultats de simulations réalisées au moyen à la fois du système INTERLINK de l'OCDE et des modèles DEMOD construits spécialement pour l'Amérique latine. Le principal enseignement qui en ressort est que l'environnement international a une grande incidence sur l'évolution de l'endettement. L'aggravation de la situation, après 1982, est de toute évidence liée aux développements qui ont été observés au plan macro-économique dans l'économie mondiale, encore que l'évolution de l'économie intérieure des pays concernés joue également un rôle important, et parfois même plus important. L'équilibre entre l'épargne et l'investissement au niveau mondial demeurera un problème crucial pour l'Amérique latine, et d'autant plus crucial même que l'on assistera indubitablement à un accroissement de la demande de moyens destinés à financer la reconstruction de l'Europe centrale et orientale.

Les résultats obtenus tendent à souligner que, si les indicateurs de la dette sont très sensibles à certaines évolutions dans la zone de l'OCDE, et plus particulièrement à celles qui touchent à la politique monétaire et à l'équilibre entre épargne et investissement, l'incidence de ces changements sur les indicateurs intérieurs de l'Amérique latine comme l'investissement et la croissance du PIB est beaucoup plus réduite. On pourrait soutenir, par exemple, que, selon un scénario fondé sur des hypothèses tout à fait plausibles, l'Amérique latine aurait pu atteindre une position d'endettement un peu meilleure en 1986 qu'elle ne l'était en 1982. Cependant, la capacité productive sous-jacente des économies n'aurait pas beaucoup varié, de sorte que leur vulnérabilité à l'égard des évolutions extérieures défavorables n'aurait pas disparu.

La présente analyse a surtout porté sur le rôle de l'environnement international, mais elle s'est également intéressée à celui des politiques nationales et a mis en évidence, de façon indirecte, l'importance du cadre fixé à la politique intérieure. Il serait souhaitable d'élargir l'analyse des politiques intérieures en incorporant des variables permettant de rendre compte des instruments de la politique intérieure dans le bloc de l'économie nationale des modèles DEMOD et en enrichissant de

manière générale la structure grâce, notamment, à une modélisation des liens entre la politique budgétaire et l'endettement suivant les grandes lignes que fournit Reisen (1989). Cela permettrait d'étudier les relations entre la performance économique, la réforme structurelle et l'environnement extérieur. Il serait ainsi possible de mieux rendre compte du rôle de l'ajustement structurel. Il serait également souhaitable, pour affiner les travaux présentés ici, de modéliser les effets du ((fardeau virtuel de la dette)) sur les incitations de manière à pouvoir obtenir des comparaisons chiffrées entre le scénario prévoyant un apport d'argent frais et celui reposant sur une réduction de la dette.

NOTES

1. Dans le présent article, on s'intéresse au cas des pays endettés à revenu intermédiaire, et en particulier à ceux d'Amérique latine (à savoir le Brésil, le Mexique, l'Argentine, le Chili et un groupe de 15 autres petits pays). La crise de la dette est peut-être encore plus aigüe dans de nombreux petits pays africains et asiatiques. Si on a choisi de concentrer les recherches sur l'Amérique latine c'est parce que l'ensemble des pays endettés de cette région est plus important pour l'économie mondiale que n'importe quel autre groupe de pays débiteurs, et non parce que les problèmes d'endettement y seraient plus graves qu'ailleurs.
2. Pour une description du modèle INTERLINK, voir Richardson (1988).
3. On sait fort bien qu'il n'est pas toujours évident d'assimiler les variations du rapport dette/exportations aux variations de la solvabilité. Ainsi, le rapport dette/exportations peut s'améliorer simplement parce que le pays n'est pas en mesure d'obtenir de nouveaux prêts, autrement dit parce qu'il n'est pas solvable. Néanmoins, la plupart des analystes sont d'avis que le rapport dette/exportations constitue le plus souvent un indicateur satisfaisant des variations de la solvabilité, à condition d'être interprété avec prudence.
4. A propos de la relation entre la dette extérieure et la performance macro-économique en général, se reporter à Fischer (1990).
5. Cette déclaration peut également être comprise comme une reconnaissance implicite de l'ampleur des dangers que la situation présentait auparavant pour de nombreuses banques. Qui plus est, le fait qu'il n'y ait aucun risque de défaillance technique ne signifie pas pour autant que toutes les banques concernées auraient conservé un niveau de rentabilité commercialement satisfaisant si une telle annulation avait été opérée.
6. La dette nette/exportations est définie ici comme la différence entre la dette extérieure brute et les réserves officielles. Les actifs financiers détenus à l'étranger par des particuliers en sont exclus. Il convient toutefois de noter que le montant des actifs privés détenus à l'étranger est généralement élevé dans les pays d'Amérique latine, puisqu'il dépasse parfois celui de la dette officielle. La crise de la dette est donc une crise qui frappe davantage le secteur public que l'ensemble de l'économie des pays concernés (voir Reisen, 1989).
7. On trouvera une analyse des relations entre l'endettement, la croissance et la solvabilité dans Selowsky et van der Tak (1986).
8. Les effets de la réduction de la dette sur l'activité économique sont examinés par Dooley et al. (1990).

Appendice

DEMOD : DES MODÈLES MACRO-ÉCONOMIQUES POUR L'AMÉRIQUE LATINE

La présente section ne fournit qu'un aperçu de la structure de DEMOD; elle décrit les principaux mécanismes d'interaction entre pays de l'OCDE et pays endettés et indique la structure des blocs représentatifs de l'économie intérieure de ces derniers. Pour une description plus complète, fournissant une liste détaillée des équations et des informations sur les procédures d'estimation et les propriétés en mode simulations, on se reportera au document de Dittus et O'Brien (1990). On trouvera d'autre part une présentation du modèle INTERLINK dans Richardson (1988).

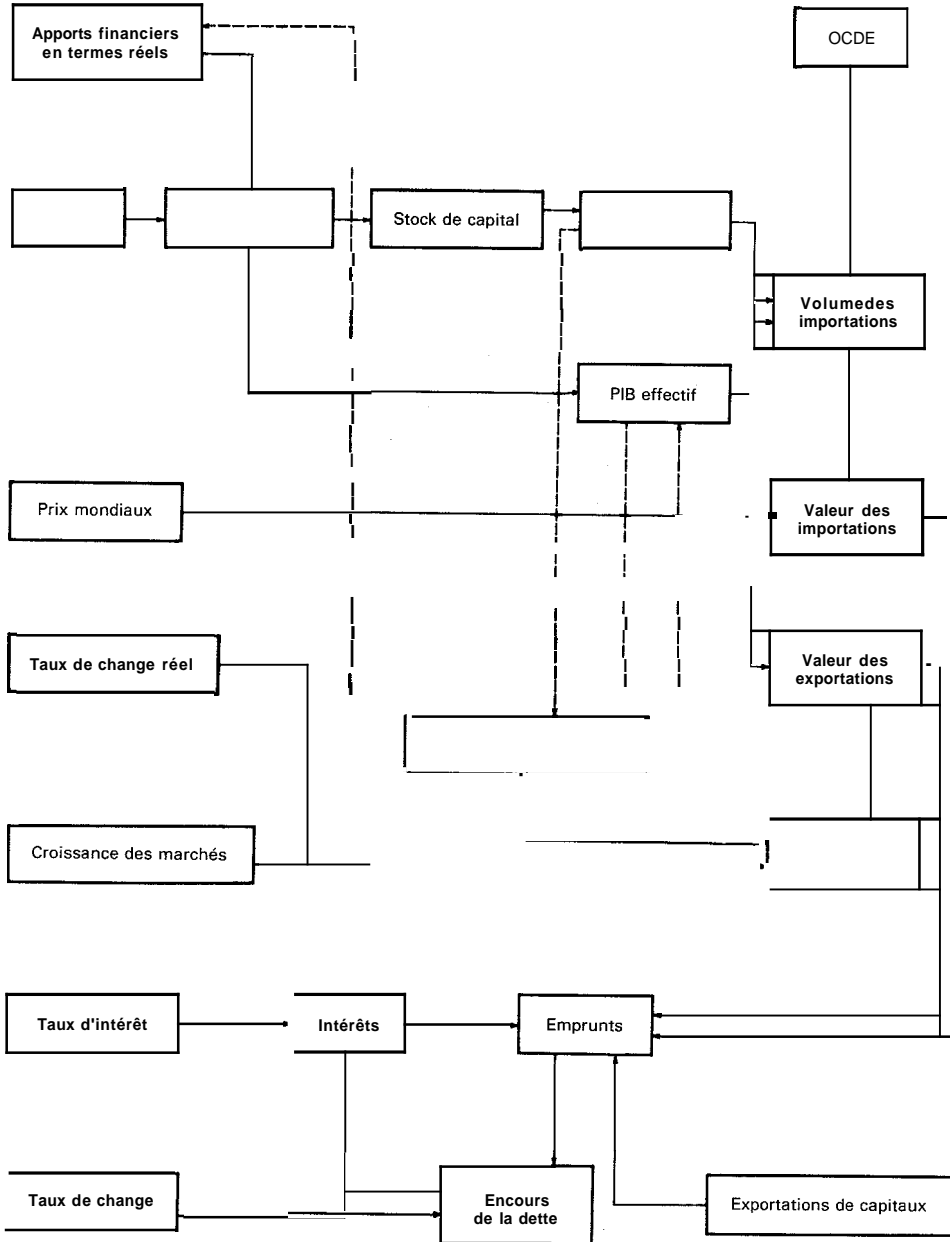
Le principal objectif de DEMOD est l'analyse de l'impact des politiques économiques des pays de l'OCDE sur les pays endettés à revenus intermédiaires, et la quantification des liaisons macro-économiques. A cet effet, il a fallu élaborer des modèles qui présentent les caractéristiques suivantes : *i)* ils reposent sur des données nationales pour certaines grandes économies d'Amérique latine et comportent des représentations simples, mais utiles, des liaisons macro-économiques internes, *ii)* ils sont conçus de manière à correspondre à la structure des liaisons commerciales internationales d'INTERLINK, ce qui permet une interaction directe des deux séries de modèles, *iii)* ils se fondent sur une analyse des données par pays sur la structure de la dette plus précise que celle utilisée pour la construction des équations de revenus d'investissements du modèle INTERLINK.

Il a été décidé de ne pas traiter l'Amérique latine (région qui exclut ici le Venezuela, lequel est considéré comme un membre de l'OPEP dans INTERLINK) comme un seul pays, mais de construire des modèles nationaux, de les faire tourner séparément et d'agrèger les résultats obtenus. Cette approche présente des avantages manifestes. Elle permet de prendre en compte les différences d'un pays à l'autre, notamment en ce qui concerne leur capacité d'utiliser les ressources externes supplémentaires pour améliorer la croissance du revenu. L'approche par pays est également indispensable pour associer les données nationales au comportement macro-économique de l'Amérique latine dans son ensemble, cette possibilité constituant un avantage dans le contexte des prévisions périodiques de l'OCDE.

DEMOD comprend donc cinq modèles nationaux – un pour le Brésil, un pour le Mexique, un pour le Chili, un pour l'Argentine et un pour un groupe de 15 petits pays – dont chacun possède la même structure de base (voir graphique 5). Les variables exogènes des modèles nationaux figurent dans le membre de gauche des équations. Elles comprennent les variables représentatives de l'« environnement économique » que DEMOD emprunte directement à INTERLINK : prix des importations et des exportations, croissance du marché de l'Amérique latine, taux d'intérêt à court terme aux États-Unis et taux de change effectif nominal du dollar des États-Unis. Au nombre des autres variables exogènes figurent le taux d'inflation et le taux de change réel vis-à-vis du dollar des États-Unis. Après résolution du modèle, la valeur obtenue pour la demande d'importation est intégrée au modèle INTERLINK.

GRAPHIQUE 5

DIAGRAMME DE LA STRUCTURE DES MODÈLES DEMOD



Il s'agissait en principe de construire un modèle macro-économique détaillé de chaque pays débiteur. Le caractère limité des ressources a toutefois conduit à adopter un objectif moins ambitieux. Ainsi, dans les modèles DEMOD la production est déterminée de manière endogène, mais le bloc de la production reste peu développé, son rôle étant de rendre compte de quelques aspects essentiels de l'effet des chocs extérieurs sur la croissance intérieure. Le secteur financier intérieur n'est pas pris en considération. Les modèles DEMOD se composent donc de trois blocs : un pour la production, un pour les échanges et un pour la dette. On a construit en outre des modèles simples de comptabilisation de la dette pour un certain nombre d'autres pays endettés (désignés par le sigle HIC, pour pays surendettés – « Highly indebted countries »), dont tous ne se situent pas en Amérique latine; ces modèles utilisent des informations sur la balance des paiements provenant de DEMOD et d'INTERLINK pour donner une estimation de l'incidence des scénarios envisagés dans les simulations sur le ratio dette/exportations de chacun de ces autres pays.

A. Le bloc de la production

Le bloc de la production est destiné au calcul du PIB potentiel et effectif; c'est dans ce bloc que sont incorporées les principales liaisons macro-économiques intérieures. La production potentielle est fonction du stock de capital et d'une tendance temporelle (représentant à la fois l'accroissement de la population active et le progrès technique). La production effective, au lieu d'être estimée, comme dans le modèle INTERLINK, par la somme des composantes de la dépense, est déterminée directement, par une équation de forme semi-réduite de l'investissement et des exportations.

Parmi les composantes de la demande intérieure, seul l'investissement est déterminé de manière endogène, ce qui permet une variation endogène du stock de capital et de la production potentielle. Outre les flux extérieurs nets, l'inflation est une importante variable déterminante de l'équation d'investissement, dans laquelle elle rend compte du cadre macro-économique. Cette version de DEMOD présente une sérieuse faiblesse, à savoir l'absence de toute variable représentative de l'action gouvernementale, exception faite du taux d'inflation. Le manque de données adéquates et aisément accessibles n'a pas permis à ce stade d'utiliser une mesure directe de la politique budgétaire ou de la politique monétaire. Le taux d'inflation n'a pas été utilisé dans le but d'étudier l'effet des modifications de l'action des pouvoirs publics, mais comme variable déterminante, permettant en tant que telle d'améliorer les estimations des autres paramètres de l'équation. D'autres analystes ont également jugé que le taux d'inflation se révèle utile comme variable supplétive représentative du cadre de l'action gouvernementale dans les pays en développement (voir, par exemple, Kormendi et McGuire, 1985).

Les apports financiers extérieurs nets en termes réels sont représentés par les entrées de capitaux à long terme déduction faite de l'amortissement et des paiements d'intérêts, tous ces éléments étant exprimés en dollars constants. Ils comportent donc à la fois un élément exogène et un élément endogène : la valeur des flux nets est en effet une donnée exogène, tandis que les versements d'intérêts sont déterminés de façon endogène à l'aide de DEMOD. Ainsi, l'investissement dépend indirectement des taux d'intérêt étrangers, du fait que ceux-ci influent sur les financements disponibles. Le Brésil constitue une exception sur ce point : il n'a pas été possible de détecter une corrélation positive entre les ressources extérieures et l'investissement intérieur. Toutefois, au Brésil, le ratio dette/PIB présente une forte corrélation négative avec l'investissement, et a donc été intégré à l'équation ; on peut estimer que cela confirme l'hypothèse du surendettement, encore que cette corrélation puisse également s'expliquer par des variables qui

ne sont pas prises en compte dans le modèle, comme les plans de stabilisation dont la mise en œuvre est directement imputable à l'endettement.

Ce bloc de l'offre – en dépit de sa forme simplifiée et de ses insuffisances – permet à la conjoncture macro-économique mondiale d'influer directement sur les résultats économiques des pays endettés. Les variables clefs de cette liaison sont : *i)* le taux d'intérêt à court terme aux États-Unis, *ii)* la croissance de la production de la zone de l'OCDE et *iii)* les transferts nets aux pays débiteurs.

Le lien entre la capacité de financement en termes réels et l'investissement est une caractéristique essentielle du bloc de la production. En gros, l'approche adoptée ici repose sur l'hypothèse que l'Amérique latine est soumise à une contrainte financière. Il s'agit toutefois d'une ((contrainte douce)). En effet, dans DEMOD, des exportations ou des financements additionnels ne se traduisent pas automatiquement par une hausse exactement équivalente des importations. Ces ressources supplémentaires servent à financer un accroissement des importations, mais une partie d'entre elles peut aussi être utilisée pour accroître les réserves officielles ou d'autres actifs extérieurs.

A cet égard, une autre option de modélisation peut se révéler intéressante. On s'accorde à penser que la réduction des concours réels intervenue en 1981-82 a été un facteur clef de la baisse de l'investissement et du ralentissement de la croissance qui s'en est suivi. Les avis sont plus partagés en ce qui concerne le mécanisme de transmission de ce choc. La réduction des concours nets a peut-être entraîné une contraction des importations, qui a elle-même provoqué une baisse de l'investissement. Mais il se peut aussi que la diminution des concours nets ait déclenché l'annulation de certains projets d'investissement, laquelle a provoqué à son tour un tassement des importations. Il est très probable que ces deux processus ont joué simultanément, mais les données ne permettent pas de tenir compte des deux à la fois dans le modèle. Dans DEMOD, on a préféré utiliser les concours nets réels comme déterminant l'investissement, en particulier parce que cette technique fournit une représentation plus exacte de l'évolution observée. Un modèle fondé sur l'autre approche évoquée ci-avant aboutirait à des variations à peu près identiques de la balance courante pour un choc déterminé affectant le financement externe.

B. Le bloc des échanges

Dans DEMOD, les échanges sont ventilés en quatre catégories : produits manufacturés, matières premières et denrées alimentaires, énergie, et services hors facteurs (comme dans INTERLINK à la différence qu'INTERLINK sépare les denrées alimentaires des autres matières premières). Le volume des exportations dépend essentiellement de la croissance des marchés, corrigée par le taux d'utilisation des capacités intérieures. Le Brésil est le seul pays pour lequel on a pu mettre en évidence un effet de compétitivité statistiquement significatif sur les exportations, par le biais du taux de change réel. Les importations sont ventilées entre les mêmes catégories de produits que les exportations. Dans chaque catégorie, le volume des importations est déterminé par des variables représentatives de l'activité intérieure et par le taux d'utilisation des capacités. Comme dans le cas des exportations, il s'est avéré impossible de détecter des effets de compétitivité significatifs.

Les prix du commerce international sont déterminés dans INTERLINK, et par conséquent identiques (dans chaque catégorie de produits échangés) pour chacun des pays analysés par DEMOD; ils sont utilisés pour calculer la valeur en dollars des importations et des exportations.

C. Le bloc de la dette¹

Fondamentalement, le bloc de la dette est un modèle type de comptabilisation de la dette. Il permet de retracer l'évolution de l'encours de la dette et du montant des actifs au cours du temps et, à partir de ces données, d'estimer les paiements au titre des services facteurs. Les indicateurs de solvabilité tels que les ratios dette/PIB, dette/exportations et intérêts/exportations, sont également calculés à l'aide de ce bloc.

Les variations de l'encours de la dette dépendent de deux éléments : les emprunts nets et la réévaluation. Celle-ci est nécessaire, car une fraction du passif extérieur n'est pas libellée en dollars des États-Unis, alors que toutes les variables de DEMOD sont mesurées dans cette monnaie. À partir des variations du taux de change nominal effectif du dollar des États-Unis vis-à-vis des autres monnaies (EXCHE d'INTERLINK) et d'un pourcentage présumé de la dette libellée en monnaies autres que le dollar, on calcule la réévaluation à appliquer à l'encours de la dette exprimé en dollars des États-Unis.

On ne dispose de (presque) aucune donnée sur les exportations de capitaux, mais on peut les calculer ex post par différence dès lors que l'on connaît la variation de l'encours de la dette corrigée des réévaluations, le montant des investissements directs nets de l'étranger, la variation des réserves et le solde de la balance courante. Le chiffre ainsi obtenu ne doit pas être considéré comme représentant seulement les fuites de capitaux. Il inclut, entre autres, le poste ((Erreurs et omissions) de la balance des paiements, les exportations « légales » de capitaux, notamment au titre du financement des échanges, et les erreurs dans l'estimation de la part de la dette libellée en monnaies autres que le dollar. Néanmoins, comme on pouvait s'y attendre, l'évolution de cette variable présente une certaine ressemblance avec le profil que d'autres études ont pu mettre en évidence pour les fuites de capitaux.

Les paiements et encaissements au titre des revenus d'investissements sont donnés par le produit des taux d'intérêt estimés et de l'encours, respectivement, des actifs et des passifs. Les débits au titre des services facteurs comprennent essentiellement les versements d'intérêts sur la dette extérieure, et les crédits sont supposés englober que les intérêts perçus sur les réserves. Le taux d'intérêt moyen sur la dette comme des actifs est fonction des taux d'intérêt des avoirs en dollars, compte tenu des informations disponibles sur les parts respectives de la dette à long terme et de la dette à court terme dans le total, et sur la fraction de la dette qui est assortie de taux d'intérêt fixes (celle-ci était encore très élevée dans la seconde moitié des années 70).

NOTE

1. Les travaux présentés ici s'inspirent de ceux de Saunders et Dean (1986).

BIBLIOGRAPHIE

- Banque Mondiale (1990), *World Tables*, Washington, D.C.
- Banque Mondiale (1990), *World Debt Tables 1989-90*, Washington, D.C.
- Claessens, S., I. Diwan, K.A. Froot, et P.R. Krugman (1990), « Market-based debt reduction : principles and prospects », document non publié de la Banque Mondiale.
- Cline, W.R. (1983), « International debt and the stability of the world economy », Washington, D.C.
- Dittus, P. et P. S. O'Brien (1990). « A macroeconomic model for debt analysis of the Latin America region and debt accounting modules for the highly indebted countries », Document de travail n° 91 du Département des Affaires Économiques et Statistiques de l'OCDE.
- Dooley, P.M. et al. (1990), « Debt reduction and economic activity », Occasional Paper, n° 68 du FMI.
- Dornbusch, R. (1989), « Debt problems and the world macroeconomy », pp. 331-357, dans : J. Sachs, *Developing Country Debt and Economic Performance*, vol. 1, The International Financial System, Chicago.
- Federal Financial Institutions Examination Council (1989), *Country Exposure Lending Survey*, 24 avril.
- Federal Financial Institutions Examination Council (1987), *Country Exposure Lending Survey*, 12 avril.
- Fischer, B. (1990), « Causes and consequences of inflationary policies in Latin American countries in the 1980s », *Konjunkturpolitik*, 36, pp. 43-62.
- FMI (1982), *Perspectives de l'économie mondiale*, Washington, D.C.
- FMI (1989), *Bulletin du FMI*, 20 mars.
- Kormendi et McGuire (1985), « Macroeconomic determinants of growth : cross country evidence », *Journal of Monetary Economics*, 16, pp. 141-163.
- Krugman, P. (1988), « Market-based debt reduction schemes », *NBER Working Paper*, n° 2587.
- OCDE (1990), *Perspectives économiques de l'OCDE*, n° 47.
- Reisen, H. (1989), « Public debt, external competitiveness, and fiscal discipline in developing countries », *Princeton Studies in International Finance*, n° 66.
- Richardson, P. (1988), « Structure et propriétés variantielles du modèle INTERLINK de l'OCDE », *Revue économique de l'OCDE*, n° 10, pp. 65-136.
- Sachs, J.D. (éd.) (1989). *Developing Country Debt and Economic Performance*, Chicago.
- Saunders, P. et A. Dean (1986), « Endettement international et liaisons économiques entre les pays en développement et la zone de l'OCDE », *Revue économique de l'OCDE*, n° 7, pp. 169-222.

Selowsky, M. et H.G. van der TAK (1986), «The debt problem and growth», *World Development*, 14, pp. 1107-1124.

Shafer, J.R. (1988), ((Quelle a été la portée pour les autres pays de l'OCDE du déficit de la balance courante des États-Unis dans les années 80? », *Revue économique de l'OCDE*, n° 10, pp. 165-204.