

La macroéconomie de l'essor économique latino-américain

José Antonio Ocampo

Dans cet article, l'auteur affirme que l'essor récent des économies latino-américaines s'explique par la coïncidence de deux facteurs extérieurs qui ne se produisaient pas de façon simultanée depuis les années 1970, à savoir la flambée des prix des matières premières (des hydrocarbures et de produits miniers plutôt que de produits agricoles) et l'existence de conditions de financement extérieur exceptionnelles. Dans ce dernier domaine, le fait saillant a été l'entrée massive de capitaux au cours de deux périodes d'"exubérance" des marchés financiers internationaux (entre mi 2004 et avril 2006, et entre mi 2006 et mi 2007), en particulier dans cette seconde période. Il souligne également la nécessité de généraliser et de consolider les deux grandes innovations de la politique macro-économique latino-américaine de ces dernières années qui, par ailleurs, sont complémentaires: la gestion budgétaire anticyclique (qui reste concentrée dans quelques pays) et l'intervention active sur les marchés de change. Cette dernière approche doit évoluer et reconnaître que le taux de change réel doit constituer un objectif explicite de la politique macro-économique.

José Antonio Ocampo
Professeur de l'Université de
Columbia,
Ancien Secrétaire exécutif de la
CEPALC
✦ jao2128@columbia.edu

I

Introduction

En 2007, l'Amérique latine aura connu sa quatrième année consécutive de croissance dynamique (CEPALC, 2007a). Ceci constitue la période de plus forte expansion économique de la région depuis l'essor enregistré dans l'après-guerre qui s'est prolongé jusqu'à la crise de la dette (ou quelques années avant dans certains pays). Cette conjoncture se présente en outre 25 ans après ce qui a été baptisé comme la "décennie perdue" marquée par les mauvais résultats enregistrés dans les années 80 et la "demi décennie perdue" de 1998-2002, toutes deux séparées par une période de performances médiocres. La conjoncture actuelle se caractérise également par la concomitance entre une croissance rapide et un excédent substantiel du compte des opérations courantes, fait exceptionnel dans l'histoire économique latino-américaine, dans le contexte d'une amélioration des indicateurs relatifs au marché du travail, à la pauvreté et à la répartition du revenu. Les

pays ont également fait preuve d'une politique plus volontariste d'intervention sur les marchés de change et d'accroissement des avoirs extérieurs des pays et ont quelque peu corrigé la tendance à adopter des politiques macro-économiques procycliques. Dans ce dernier domaine, les progrès sont toutefois concentrés dans quelques pays seulement.

Cet article a pour but d'analyser la conjoncture macro-économique actuelle tout en cherchant à en comprendre les spécificités. Après avoir dressé un état des lieux des principaux résultats macro-économiques et leur rapport avec la conjoncture internationale (section II), l'auteur analyse plus en détail les effets des mouvements conjoncturels des marchés financiers internationaux (section III), se penche sur l'évolution des politiques macro-économiques des sept principales économies de la région (section IV) et formule quelques brèves conclusions (section V).

II

La conjoncture actuelle et le contexte international

Au cours de ces dernières années, l'Amérique latine a finalement récupéré les taux de croissance économique de la décennie 1970. Les résultats économiques des deux principales économies de l'Amérique latine (Brésil et Mexique) ayant été jusqu'à présent moins satisfaisants qu'à l'époque, les indicateurs s'avèrent encore plus positifs lorsqu'on compare les moyennes simples de la croissance du PIB des pays de la région. Dans ce cas, la conjoncture actuelle est meilleure que celle des années 1970. Et comme, en outre, le taux de croissance de la population a connu un fléchissement

notable, les résultats sont encore plus satisfaisants en termes de croissance de la production par habitant.

Cette performance obéit essentiellement aux conditions exceptionnelles de l'économie internationale au cours de ces dernières années¹. S'il est vrai, comme nous le verrons plus loin, que certains aspects de la gestion macro-économique ont été plus efficaces que dans le passé, ils ne contribuent pas nécessairement à la croissance à court terme. Au contraire, il n'est pas impossible que les politiques macro-économiques anticycliques que les pays latino-américains ont commencé à appliquer, par ailleurs de façon très inégale, sacrifient l'expansion de la demande actuelle au profit du renforcement des capacités des économies pour mieux gérer des conjonctures négatives ultérieures.

□ Une version de cet article a été présentée au quatrième Forum d'économie de la fondation Getulio Vargas le 17 septembre 2007. L'auteur remercie Rudy Loo-Kung, Julio Marichal, Mariangela Parra, Helvia Velloso et Jurgen Weller de lui avoir fourni l'information statistique nécessaire. Les échanges de vues avec Guillermo Calvo et Osvaldo Kacef ont été précieux pour préciser certaines idées présentées dans cet article.

¹ Voir à ce sujet l'article récent de Izquierdo, Romero et Talvi (2007).

Ces meilleurs résultats ne peuvent pas non plus être attribués aux réformes économiques dont les retombées sur la structure productive et la croissance économique ont fait l'objet d'une grande controverse et ont peut-être été plus négatives que positives². Néanmoins, on peut peut-être avancer, conformément au concept schumpétérien de "création destructrice", que la phase de destruction de capacités productives résultant des réformes est révolue, laissant la place dorénavant aux facteurs qui favorisent la création de nouvelles capacités exportatrices. L'absence ou la faiblesse des politiques de développement productif reste toutefois une des principales carences de la politique économique de la région.

L'essor actuel obéit donc essentiellement à la coïncidence entre deux facteurs favorables d'origine extérieure qui ne se produisaient pas de façon simultanée depuis les années 1970, à savoir l'envolée des prix des matières premières et l'existence de conditions de financement extérieur exceptionnelles. L'histoire économique de l'Amérique latine démontre que cette conjonction de facteurs engendre infailliblement un dynamisme de la croissance économique. Cependant, les mécanismes de transmission caractéristiques de la conjoncture actuelle sont légèrement différents en matière de financement extérieur, en particulier parce que les gouvernements ont eu recours à ce financement de façon beaucoup plus prudente.

Sur ces deux facteurs favorables vient se greffer un troisième, à savoir les envois de fonds considérables des migrants latino-américains vers leur pays d'origine. Cet élément a une forte incidence sur les économies les plus proches géographiquement des États-Unis et, phénomène curieux, a joué un rôle particulièrement important dans la plupart des petites économies dont les termes de l'échange se sont dégradés au cours de ces dernières années sous le coup des hausses des prix du pétrole. Par ailleurs, l'essor des échanges commerciaux internationaux a facilité la croissance des exportations de produits manufacturés et de services dont la région dépend de plus en plus, en particulier les économies du Mexique, d'Amérique centrale et des Caraïbes.

Il faut ajouter que la conjoncture extérieure est également exceptionnelle dans un autre sens, à savoir que, pour la première fois dans l'histoire économique mondiale, le PIB par habitant des pays en développement s'accroît beaucoup plus que

celui du monde développé, marquant ainsi un point d'inflexion dans la tendance divergente des niveaux de développement des deux groupes de pays caractéristique de l'histoire économique mondiale (Nations Unies, 2006). Il est toutefois encore trop tôt pour parler d'une véritable convergence à long terme de ces niveaux, hormis dans le cas de certaines économies asiatiques. Par ailleurs, l'essor actuel concerne toutes les régions du monde en développement et l'Amérique latine est, parmi celles-ci, celle qui affiche la performance la moins favorable (Nations Unies, 2007).

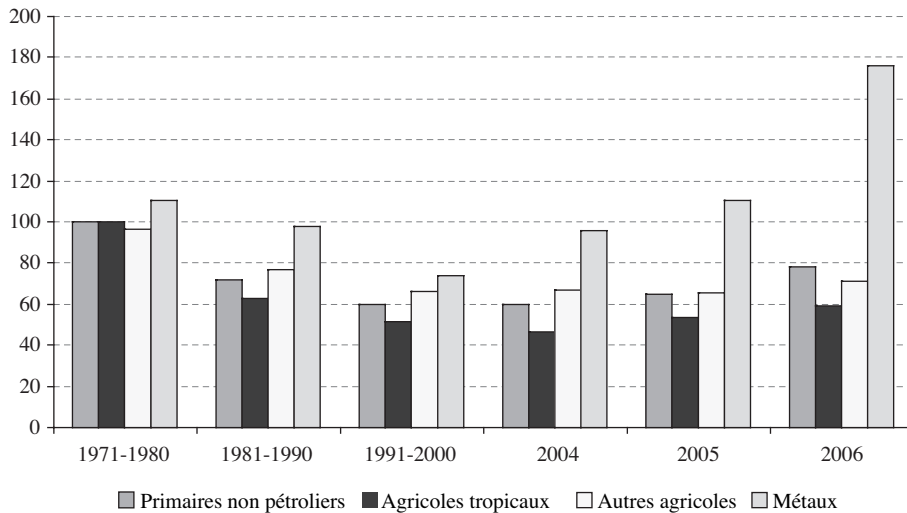
Les facteurs déterminants de ces résultats exceptionnels sont connus. Les prix élevés des matières premières s'expliquent surtout par le fait que l'économie chinoise dépend fortement des importations de produits de base. Les conditions exceptionnelles de financement rendent compte, quant à elles, de tout un éventail de facteurs: 1) la tolérance aux faibles taux d'intérêt dont ont fait preuve les autorités monétaires des principales économies du monde, dans le contexte d'une inflation mondiale très modérée; 2) les importantes innovations financières qui, conjointement à la recherche d'une plus grande rentabilité, ont multiplié la demande et la liquidité des titres financiers à plus haut risque; 3) la forte réduction des primes de risque pour ces titres découlant de cette situation, et 4) l'accumulation substantielle de réserves internationales des pays en développement rendue possible grâce à l'épargne d'excédents exceptionnels de devises ainsi qu'à l'exigence d'une "auto-garantie" apparue lors de la crise asiatique quand les pays se sont rendus compte qu'il n'existe pas de mécanisme international chargé de gérer les crises provoquées par les brusques interruptions du financement extérieur. Certaines de ces conditions, en particulier la seconde, commencent à changer. L'augmentation des envois de fonds est, quant à elle, la manifestation de l'augmentation des déplacements d'une main-d'œuvre qui émigre d'Amérique latine vers les pays industrialisés, de façon régulière et irrégulière, poussée en partie par la création très limitée d'emplois dans la région au cours de la "demi-décennie perdue".

Le graphique 1 illustre l'augmentation des prix des matières premières sur le long terme, la période de base étant 1945-1980. Les données présentées démontrent que ce processus est beaucoup moins exceptionnel qu'il n'y paraît. En fait, la chute des prix réels des matières premières non pétrolières observées durant des décennies 1980 et 1990 n'est pas encore recouverte. Qui plus est, le processus a été très hétérogène car il a surtout concerné les produits miniers, plutôt que les

² Pour consulter une évaluation ambivalente, d'un point de vue plutôt favorable aux réformes, voir Kuczynski et Williamson (2003). Pour une évaluation plus critique, voir Ocampo (2004).

GRAPHIQUE 1

Indice des prix réels des produits de base
(1945-1980=100)



Source: données originales de Ocampo y Parra (2003), actualisées sur la base de l'information par produit de la Conférence des Nations Unies sur le commerce et le développement (UNCTAD).

produits agricoles. En termes réels (déflatés par un indice des prix des produits manufacturés), les prix des métaux étaient, en 2006, supérieurs de 76% à la moyenne de 1945-1980, niveau extraordinaire qui n'avait été atteint que pendant quelques années au début du XXe siècle. Au contraire, toujours en 2006, les prix des produits agricoles tropicaux et de climats tempérés étaient inférieurs, respectivement, de 41% et 29% aux niveaux de 1945-1980; certains prix se sont toutefois récupérés en 2007 grâce à l'essor des biocarburants. À l'envolée des cours des produits miniers, s'ajoute la hausse des cours du pétrole et du gaz, bien que, dans le cas du pétrole, les prix viennent seulement de récupérer les niveaux réels des années 1970. Par conséquent, cette récente envolée des prix des matières premières porte davantage sur les hydrocarbures et les produits miniers que sur les produits agricoles. Il est encore trop tôt pour parler d'une amélioration à long terme des prix réels des matières premières qui marquerait un point d'inflexion dans la tendance à la dégradation des cours des produits de base non pétroliers observée tout au long du XXe siècle (Ocampo et Parra, 2003).

Parmi les facteurs qui ont favorisé la balance des opérations en compte courant de l'Amérique latine au cours des dernières années, le principal a été l'amélioration des termes de l'échange qui, pour l'ensemble de la région, a représenté 3,4% du produit

intérieur brut (PIB) entre 2003 et 2006 (tableau 1). Une partie de cette amélioration a été automatiquement absorbée par les rapatriements de bénéfices des sociétés étrangères présentes dans le secteur minier. Malgré un effet important dans certains pays, l'évolution positive du solde du revenu des facteurs pour l'ensemble de la région n'est que marginale, en raison de la diminution des montants relatifs des paiements nets des facteurs de production et du coût de la dette extérieure. Par ailleurs, les fonds envoyés par les migrants qui avaient contribué, entre 2000 et 2003, pour 0,9% du PIB à l'amélioration de la balance des paiements, n'ont pas constitué un apport additionnel substantiel au cours des dernières années, tout en restant l'une des principales sources de fonds de certaines petites économies de la région.

En fait, l'apport le plus important à la balance des paiements en termes nets, après l'amélioration des termes de l'échange, a été le dynamisme accru des flux financiers vers la région qui reflète, une fois de plus, leur caractère nettement procyclique. En outre, cette tendance contraste avec celle de l'investissement étranger direct net qui accuse le double coup d'une diminution des investissements en Amérique latine et de l'expansion des sociétés latino-américaines à l'étranger.

L'importance relative des flux financiers d'une part et, d'autre part, de l'amélioration des termes de

l'échange est encore plus appréciable en excluant la République bolivarienne du Venezuela, pays dont les termes de l'échange ont été les plus avantageux et dont le compte de capital est essentiellement dominé par le capital officiel. En effet, comme l'illustre le tableau 1, les gains dus aux termes de l'échange entre 2003 et 2006, en excluant l'économie vénézuélienne, se réduisent à 2,5 points du PIB et ceux résultant des courants financiers atteignent 1,7 points. L'importance des financements extérieurs a, en outre, été particulièrement nette durant les phases d'"exubérance" des marchés financiers internationaux, comme nous le verrons dans la section III de cette étude.

La grande originalité de la conjoncture actuelle est la capacité d'engendrer une croissance rapide tout en générant un excédent du compte courant et, partant, un transfert net de ressources à l'extérieur. Cette combinaison de facteurs, qui est une des caractéristiques des économies dynamiques de l'Est de l'Asie, est sans précédent dans l'histoire de la région. Le graphique 2 indique que la situation la plus proche de la conjoncture actuelle a été celle observée dans les décennies 1950

et 1960, époque à laquelle l'Amérique latine a connu une croissance accompagnée de légers excédents en compte courant (ou de légers déficits, en excluant la République bolivarienne du Venezuela). Dans les années 1970, la région a continué de croître de façon dynamique mais est devenue dépendante du transfert net de ressources de l'étranger, ce qui a également été le cas lors de la reprise de la croissance économique, à un rythme plus lent, durant la période 1990-1997. Or le fait de dépendre de ressources extérieures pour la croissance dans un contexte de grande volatilité des courants financiers s'est avéré, comme nous ne l'ignorons pas, contre-productif dans les deux cas.

Cela veut-il dire que nous sommes au seuil d'une transition vers une croissance économique à long terme accompagnée d'un excédent du compte des opérations courantes, similaire à celle enregistrée par certaines des économies les plus dynamiques de l'Est de l'Asie? La réponse est malheureusement négative. Le résultat le plus notable de la conjoncture actuelle a été l'amélioration de la situation d'endettement extérieur de la région (graphique 3, section A).

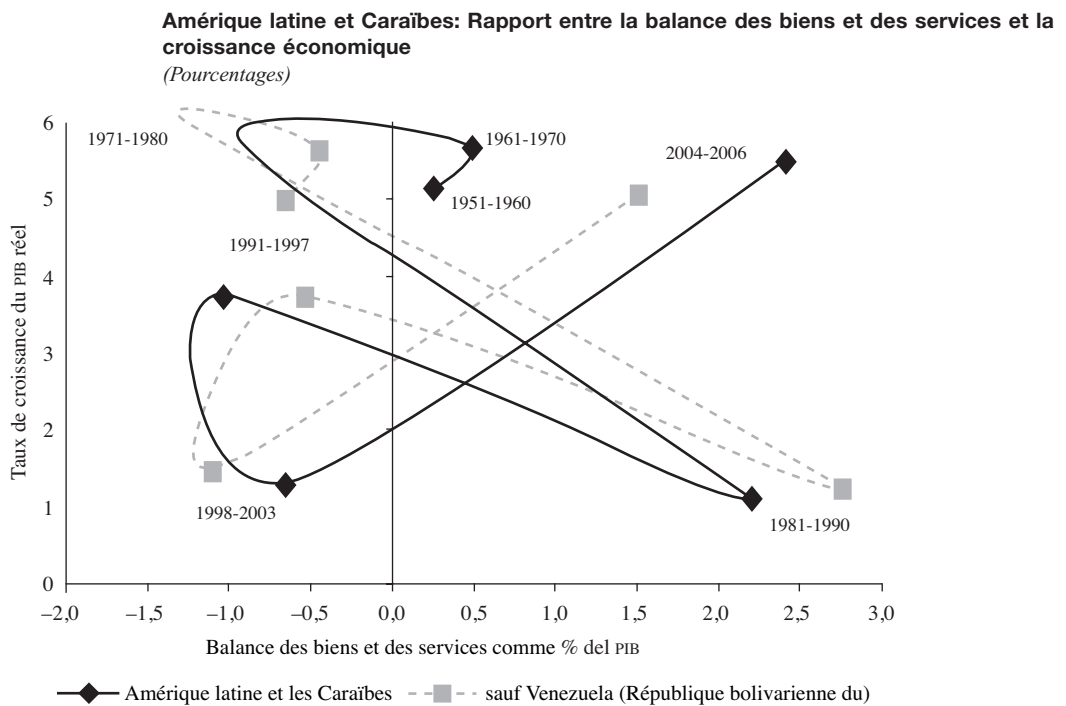
TABLEAU 1

Amérique latine et Caraïbes: facteurs déterminants de l'amélioration de la balance des paiements
(Pourcentages du Produit intérieur brut en dollars courants)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2000 respecto a 1998	2003 respecto a 2000	2006 respecto a 2003
<i>A. Total Amérique latine et les Caraïbes</i>												
Solde du compte courant	-4,4	-3,0	-2,4	-2,8	-1,0	0,4	1,0	1,4	1,6	2,0	2,8	1,2
Effet termes de l'échange	-1,3	-1,0	0,0	-0,7	-0,7	-0,3	0,8	1,8	3,0	1,3	-0,3	3,4
Effet termes de l'échange non compris	-3,0	-2,1	-2,4	-2,1	-0,2	0,7	0,2	-0,4	-1,4	0,6	3,1	-2,2
Investissement étranger direct	3,0	4,4	3,6	3,4	2,7	2,1	2,3	2,1	1,1	0,5	-1,5	-1,0
Capital financier	0,4	-2,1	-0,4	-1,5	-3,2	-1,9	-2,6	-1,2	-0,6	-0,8	-1,5	1,3
Balance globale	-0,9	-0,7	0,8	-0,8	-1,5	0,6	0,7	2,3	2,1	1,7	-0,2	1,5
Memo : Transferts	0,9	1,1	1,1	1,4	1,7	2,0	2,1	2,0	2,1	0,2	0,9	0,0
<i>B. Venezuela (R.B.) non compris</i>												
Solde du compte courant	-4,4	-3,3	-3,2	-3,1	-1,5	-0,2	0,3	0,4	0,7	1,2	2,9	0,9
Effet termes de l'échange	-0,5	-0,4	0,0	-0,4	-0,5	-0,3	0,6	1,1	2,2	0,5	-0,3	2,5
Effet termes de l'échange non compris	-3,8	-2,9	-3,2	-2,6	-0,9	0,1	-0,3	-0,7	-1,4	0,6	3,2	-1,5
Investissement étranger direct	3,0	4,6	3,6	3,5	2,9	2,1	2,4	2,1	1,2	0,6	-1,4	-0,9
Capital financier	0,6	-2,0	0,1	-1,2	-2,7	-1,6	-2,1	-0,3	0,1	-0,5	-1,7	1,7
Solde global	-0,8	-0,8	0,5	-0,7	-1,3	0,3	0,6	2,3	2,1	1,3	-0,2	1,8

Source: calculs de l'auteur sur la base de statistiques de la CEPALC.

GRAPHIQUE 2



Source: calculs de l'auteur sur la base de statistiques de la CEPALC.

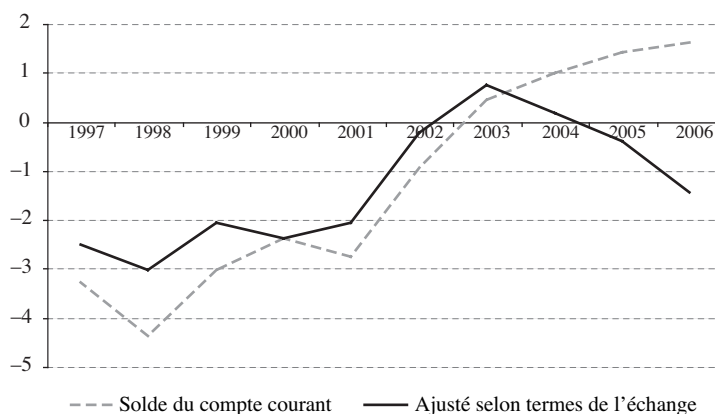
GRAPHIQUE 3

Amérique latine: évolution de la dette extérieure et du compte courant

A. Dette extérieure comme % du PIB



B. Compte courant, sans et avec ajustement selon termes de l'échange



Source: calculs de l'auteur sur la base de données de la CEPALC (2007a).

Cette situation, sur laquelle viennent se greffer les processus de réduction de la dette réalisés au cours des dernières années, implique que le lourd fardeau de l'endettement extérieur va s'alléger dans l'avenir ou, pour être plus précis, ne concernera qu'un groupe plus réduit de pays.

L'excédent du compte courant présente toutefois deux grandes caractéristiques qui en atténuent l'impact positif. En premier lieu, cet excédent est concentré dans sept pays, dont cinq sont des pays pétroliers ou miniers (Bolivie, Chili, Équateur, Pérou et République bolivarienne du Venezuela) et deux possèdent des structures d'exportation plus diversifiées (Argentine et Brésil). Dans ce dernier groupe, il n'est pas impossible que le Brésil évolue vers un compte courant déficitaire dans un avenir proche. En deuxième lieu, le compte courant, ajusté en fonction de l'amélioration des termes de l'échange, affiche depuis 2005 des soldes négatifs et une détérioration rapide, ce qui implique qu'en 2007, le déficit sera très similaire à celui de la période de 2000-2001 (graphique 3B). La conjonction de ces deux facteurs indique que l'excédent du compte courant dépend fortement de l'envolée des prix internationaux des hydrocarbures et des produits miniers. Par conséquent, il convient d'apprécier la tendance à l'amélioration du compte courant avec la prudence recommandée par Calvo y Talvi (2007), plutôt qu'avec l'optimisme manifesté par de nombreux

observateurs. En effet, les calculs de ces auteurs sont beaucoup plus défavorables que ceux qui sont présentés dans le graphique 3, section B³.

L'analyse qui précède autorise donc à penser que la situation de croissance rapide accompagnée d'un excédent important du compte courant risque de ne pas se maintenir dans l'avenir et que la balance des paiements de la région dépend dans une large mesure d'une conjoncture exceptionnelle des cours internationaux des hydrocarbures et des produits miniers. Sans toutefois écarter l'éventualité d'un maintien de cette situation si l'économie chinoise poursuit son processus d'expansion accélérée, l'histoire économique de la région nous enseigne qu'il est risqué de parier sur la permanence des prix élevés des matières premières. Par ailleurs, la forte commotion subie par les marchés financiers internationaux au cours du troisième trimestre de 2007 met en évidence l'éventualité d'un affaiblissement ultérieur de l'autre source de l'essor actuel, à savoir les conditions exceptionnelles du financement extérieur. À tous ces éléments s'ajoute naturellement l'incertitude qui plane sur la croissance économique mondiale et, en particulier sur celle des États-Unis.

³ Voir également CEPALC (2006, pp. 20-21).

III

Les effets des mouvements financiers internationaux

Les prix des matières premières ont certes joué un rôle décisif dans la dynamique macro-économique observée au cours de ces derniers mois mais la fonction des marchés financiers internationaux a, elle aussi, été importante. La nature des courants financiers a évolué, ce qui s'est traduit par une modification des mécanismes de transmission. En fait, chaque période d'essor possède ses caractéristiques propres: dans les années 1970, les revenus provenaient essentiellement des crédits octroyés par des groupes de banques ("crédits syndiqués") alors que dans les années 1990, ils émanaient principalement des émissions internationales d'obligations.

La nature des courants financiers plus récents est mieux illustrée dans le bilan figurant dans le tableau 2. Ce tableau, qui concerne les sept principales économies latino-américaines, permet d'apprécier deux changements majeurs. Le premier est l'augmentation des actifs, en particulier des réserves internationales mais aussi des investissements directs et de portefeuille à l'étranger qui, dans tous les cas de figure, ont connu un accroissement supérieur à celui du PIB en dollars courants des sept économies en question (qui a augmenté de 65% entre 2003 et 2006). Le deuxième concerne la profonde modification de la composition des passifs, résultant essentiellement de la réduction de l'endettement et de la forte hausse des passifs de portefeuille d'actions. Ceci inclut des investissements réalisés dans les pays de la région par des fonds d'investissements internationaux qui sont donc acheminés à la fois vers les marchés locaux d'actions et d'obligations. Par conséquent, ce processus de changement des actifs et des passifs a eu comme contrepartie un essor des marchés obligataires (tableau 2) et actionnaires intérieurs.

Deux autres éléments de ce bilan sont à mettre en exergue. D'une part, les engagements nets avec l'extérieur ont fortement diminué: quelque 10 points de pourcentage du PIB entre 2003 et 2006, concentrés pour la plupart dans la position financière. Cette évolution est également une caractéristique de six des sept principales économies latino-américaines (l'exception étant le Mexique). Trois de ces économies (Argentine, Chili et République bolivarienne du

Venezuela) affichent aujourd'hui une position financière nette positive. Par ailleurs, l'accumulation de réserves se présente comme extrêmement solide comparée aux exigences, mais elle l'est beaucoup moins si le point de référence est l'ensemble des passifs de portefeuille. Une façon de voir les choses, qui sera précisée ultérieurement, est que l'accumulation des réserves a comme contrepartie une augmentation des passifs de portefeuille. Effectivement, dans les deux pays les plus grands de la région, les réserves ne couvrent qu'une part relativement faible des passifs de portefeuille et dans trois d'entre eux (surtout au Mexique mais aussi au Chili et au Pérou, bien que sur la base d'une position beaucoup plus solide), les réserves ont moins augmenté que ces passifs.

Le graphique 4, section A, fait ressortir le caractère exceptionnel de la récente conjoncture financière internationale. À partir du dernier trimestre de 2002, les marges de risque des marchés émergents se sont considérablement réduites pour atteindre, à partir du deuxième semestre de 2004, des niveaux systématiquement inférieurs à ceux observés durant l'année qui a précédé la crise asiatique et des montants inférieurs à ceux des obligations à haut risque du marché des États-Unis à partir de la mi 2005.

L'Amérique latine, qui était quelque peu à la traîne dans ce processus, a connu, à partir de la mi 2004, une amélioration supérieure à la moyenne. Le deuxième semestre de 2004 semble donc marquer le début de "l'exubérance" des marchés financiers internationaux, concept utilisé par l'ancien président de la réserve fédérale des États-Unis, Alan Greenspan, par rapport aux pays en développement. Comme l'illustre le tableau 3, prenant cette période comme le point de départ de l'essor financier récent, les marges de risque-pays des sept principales économies de la région ont connu, dans la plupart des cas, une diminution notable et une réduction modérée dans deux pays qui étaient déjà considérés à faible risque avant la période d'essor (Chili et Mexique).

La réduction des marges a été nettement supérieure à l'augmentation des taux d'intérêt de référence à long terme, à savoir des obligations du Trésor des États-Unis. En fait, le relèvement des taux d'intérêt à

TABLEAU 2

Amérique latine (sept principales économies): a bilan avec l'extérieur
(Pourcentages du produit intérieur brut aux prix courants)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Actifs						
Totaux ^b	27,6	31,1	33,4	33,1	32,8	34,3
Investissement direct à l'extérieur	6,0	7,3	7,3	7,5	7,3	8,0
Actifs de portefeuille	2,2	2,5	3,3	3,4	3,6	4,2
Dérivés	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0
Autres investissements	12,6	13,9	14,0	13,2	11,9	11,5
Réserves internationales ^b	6,8	7,5	8,7	8,9	9,9	10,6
Passifs						
Totaux ^a	64,9	68,5	73,6	69,6	64,1	63,8
Investissement étranger direct	25,5	26,7	29,9	29,4	27,9	27,1
Passifs de portefeuille	20,6	21,0	24,2	24,0	23,7	25,2
Actions	5,7	5,1	7,5	8,8	10,9	13,7
Dettes	14,8	15,9	16,6	15,2	12,8	11,5
Dérivés	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,2
Autres investissements	18,8	20,7	19,5	16,1	12,4	11,3
Actifs - passifs	-37,3	-37,4	-40,2	-36,6	-31,4	-29,6
Investissement direct	-19,5	-19,4	-22,6	-21,9	-20,6	-19,1
Financiers	-17,8	-17,9	-17,6	-14,7	-10,8	-10,5
Réserves comme % de la dette	20,3	20,4	24,0	28,3	39,1	46,5
Réserves comme % de passifs de portefeuille	33,1	35,5	35,9	37,0	41,6	42,1
Marché intérieur obligataire comme % du PIB	33,6	32,6	40,3	40,6	46,0	51,8
Actifs - Passifs financiers						
Argentine	-0,3	19,8	20,1	22,0	29,5	26,2
Brésil	-34,9	-36,4	-35,2	-31,0	-24,1	-24,3
Chili	-3,2	-1,5	3,9	13,5	17,2	27,7
Colombie	-15,6	-15,6	-16,8	-11,8	-6,1	-3,7
Mexique	-19,3	-18,3	-20,4	-20,4	-21,3	-23,8
Pérou	-29,4	-27,7	-26,4	-21,3	-14,4	-7,5
Venezuela (République bolivarienne du)	23,9	35,9	48,7	44,6	49,5	51,6
Réserves comme % de passifs de portefeuille						
Argentine	2,2	-14,2	1,7	19,6	67,6	72,8
Brésil	18,1	13,1	13,6	15,7	23,1	28,6
Chili	142,4	145,8	108,3	98,9	93,3	98,3
Colombie	78,8	88,1	84,2	91,8	102,7	96,8
Mexique	30,8	41,6	42,7	39,0	35,8	30,0
Pérou	131,1	125,4	105,2	114,4	91,7	98,2
Venezuela (République bolivarienne du)	113,5	93,8	111,4	109,4	123,9	161,7

Source: estimations de l'auteur sur la base des Statistiques financières internationales du FMI. PIB en dollars courants selon des données de la CEPALC. Marché intérieur obligataire selon des données de la Banque des règlements internationaux.

^a Argentine, Brésil, Chili, Colombie Mexique, Pérou et la République bolivarienne du Venezuela.

^b De ces comptes est déduit la valeur des passifs auprès du Fonds monétaire international (FMI).

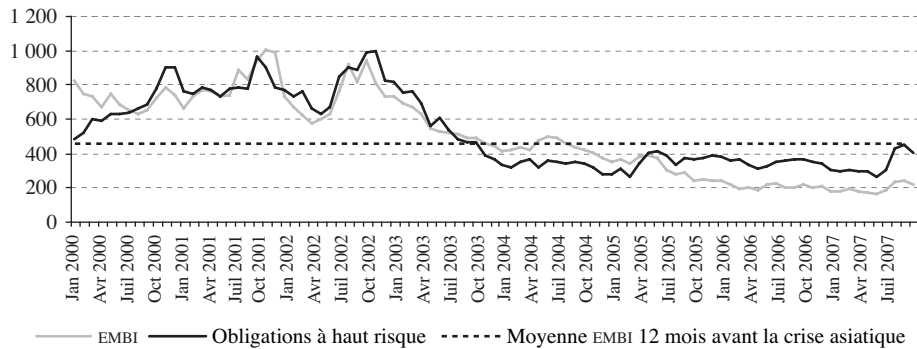
long terme de ces obligations n'a été que très modéré depuis septembre 2004, quand la Réserve fédérale a pris la décision de relever ses taux. Ainsi, le coût du financement extérieur à long terme a connu une chute pratiquement similaire à celle des marges de risque-pays. Par ailleurs la réduction des marges de

risque a, en moyenne, à peu près suivi l'augmentation des taux d'intérêt à plus court terme des États-Unis, raison pour laquelle, en l'occurrence, l'effet net a été plus hétérogène: alors qu'au Brésil, en Colombie et au Pérou, la tendance a été à la prévalence de la réduction des marges de risque-pays, le Chili et le

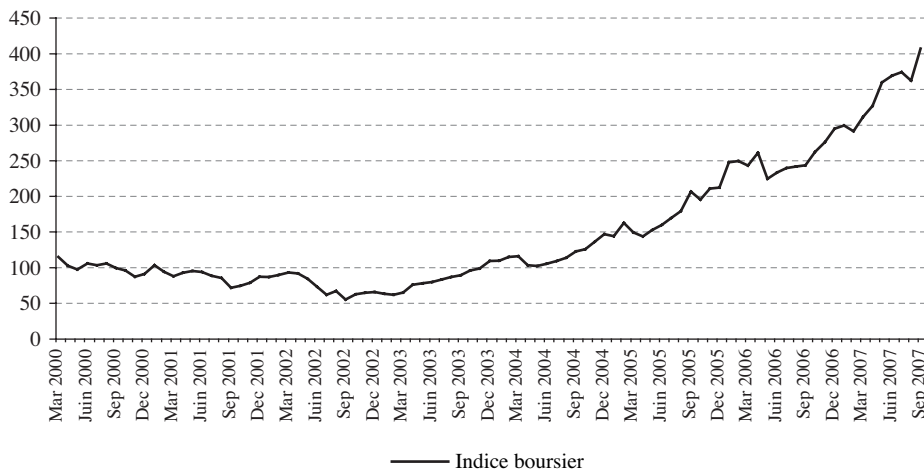
GRAPHIQUE 4

Amérique latine : marges de risque et évolution des bourses

A. Marges de risque de pays émergents et obligations à haut risque des États-Unis
(Points de base)



B. Indice en dollars des bourses latino-américaines
(juillet 2003-juin 2004=100)



Source: JP Morgan Chase pour les marges de risque; Morgan Stanley pour les indices boursiers.

Mexique ont dû faire face à une pression à la hausse des taux d'intérêt de parité à court terme en raison de leur faible marge initiale (tableau 3)⁴.

L'exubérance des marchés financiers s'est transmise aux économies latino-américaines par trois canaux différents. En premier lieu, la réduction des marges de

risque-pays a exercé une pression directe à la baisse des taux d'intérêt intérieurs. En deuxième lieu, de façon parfois complémentaire, la pression s'est reflétée dans les taux de change. L'investissement étranger accru sur les marchés actionnaires et obligataires en devise nationale a donc créé un rapport de plus en plus étroit entre les marchés extérieurs et intérieurs, dont les effets peuvent se faire sentir sur les taux d'intérêt et, en outre, peuvent être multipliés par les marchés de dérivés. En troisième lieu, le penchant marqué à courir des risques (*risk appetite*) qui a caractérisé cette conjoncture s'est manifesté dans les investissements sur les marchés de capitaux à l'intérieur des pays de la région, ce qui a

⁴ Dans le tableau 3, les données correspondent à la période allant jusqu'en août 2007. Par conséquent, ce tableau exclut les phénomènes postérieurs au fléchissement des taux d'intérêt de la Réserve fédérale qui ont donné lieu, à partir de la mi-septembre, à une nouvelle reprise dont la durée et l'intensité n'étaient pas encore claires au moment de la rédaction de cet article.

TABLEAU 3

**Amérique latine (sept principales économies):
variations des marges de risques et sur les bourses de valeurs**

	Amérique latine	Argentine	Brésil	Chili	Colombie	Mexique	Pérou	Venezuela (Rép. Bol. du)	EMBI non latino-américain	3 mois	Taux d'intérêt des E-U. 1 an	10 ans
A. EMBI global^a (variation en points de base)												
Juil 04-avr 06	-362	-4 680	-375	-2	-278	-66	-219	-417	-147	323	277	57
Avr-juin 06	37	71	37	5	82	19	-3	59	41	22	31	5
Juin-déc 06	-51	-169	-62	1	-78	-39	-84	-43	-39	2	-21	-41
Déc 06-juin 07	16	109	-30	-1	-42	-4	-1	171	1	-21	-9	32
Juin-août 07	53	125	35	24	78	20	49	125	53	-77	-72	-49
Avr 06- août 07	55	136	-20	29	40	-4	-39	312	56	-74	-71	-53
Juil 04-août 07	-307	-4 544	-395	27	-238	-70	-258	-105	-91	249	206	4
B. Bourses de valeurs (variation en pourcentage en dollars)												
Juil 00-jil 04	5,7	-42,4	-13,4	22,9	188,1	22,1	99,5	7,0				
Juil 04-avr 06	140,9	222,3	176,1	63,8	277,5	113,2	82,3	21,0				
Avr-juin 06	-10,7	-12,9	-11,2	-8,9	-30,2	-9,4	-3,1	-3,3				
Juin-déc 06	26,5	24,7	21,1	27,6	39,1	36,5	23,5	15,9				
Déc 06-juin 07	25,3	3,4	29,6	26,7	9,9	18,5	62,3	2,6				
Juin-août 07	-5,8	-4,5	-4,9	-6,1	-6,7	-8,2	1,2	-1,8				
Avr 06-août 07	33,4	7,2	32,5	38,4	-0,6	34,6	96,4	12,8				
Juil 04-août 07	221,5	245,6	265,9	126,7	275,4	187,0	257,9	36,5				

Source: marges selon JP Morgan Chase; indice boursier selon Morgan Stanley, taux d'intérêt des États-Unis selon des données de la Réserve fédérale.

^a EMBI: Emerging Markets Bond Index (Indice boursier des marchés émergents).

donné lieu à une inflation des actifs sur les marchés actionnaires. Comme l'indique le graphique 4, section B, l'amorce du boom des bourses de valeurs latino-américaines a coïncidé avec le début de la chute des marges de risque-pays dans la région.

Les deux périodes de turbulence qu'ont traversées les marchés financiers internationaux au cours des dernières années ont également laissé une empreinte nette dans cette dynamique. La première de ces périodes, en avril et mai 2006, a pris naissance dans les marchés émergents (en particulier en Chine), alors que les turbulences de fin juillet et début août 2007 ont eu comme épice les États-Unis. Dans les deux cas, la contagion s'est propagée aux économies latino-américaines. Ceci se traduit notamment par la forte corrélation existant entre la marge de risque moyen des marchés émergents et les taux de change des sept principales économies de la région durant les deux périodes de turbulence (à l'exception du Pérou

dans les deux périodes et, en partie, du Chili dans la période la plus récente; cette corrélation n'inclut pas la République bolivarienne du Venezuela où le taux de change est fixe depuis 2005 (tableau 4)).

Parmi les plus grands pays de la région, le pays le plus touché en termes de risque-pays durant la première phase de turbulence a été la Colombie, suivie de l'Argentine. La volatilité des taux de change a toutefois eu des effets encore plus marqués au Brésil et en Colombie⁵. Les cours sont tombés dans toutes les bourses de valeurs. L'effet conjoint de la baisse des prix des actions et de la dépréciation du peso a été particulièrement accentué en Colombie où la bourse

⁵ Dans le cas de la Colombie, la forte volatilité du taux de change observée récemment (la plus importante parmi les économies latino-américaines) contraste avec celle des cinq premières années de l'actuelle décennie durant lesquelles la volatilité est restée normale par rapport aux modèles internationaux. Voir à cet égard Banco de la República (2007).

TABLEAU 4

Amérique latine (sept principales économies): Volatilité des marges de risque et des taux de change durant deux périodes de turbulence

	Argentine	Brésil	Chili	Colombie	Mexique	Pérou	Venezuela (Rép. Bol. du)	EMBI+ ^a
Volatilité des marges^b								
Mai-juillet 2006	26,2	19,6	3,6	27,7	14,7	10,1	20,9	16,4
Juillet-septembre 2007	60,6	21,9	14,5	31,6	15,0	23,5	64,6	25,0
Volatilité du taux de change^c								
Mai-juillet 2006	0,56%	3,24%	2,11%	3,12%	1,81%	0,57%	2,24%	
Juillet-septembre 2007	0,78%	2,95%	0,91%	4,51%	1,21%	0,57%		
Corrélation taux de change/emi+^c								
Mai-juillet 2006	0,789	0,832	0,796	0,885	0,755	-0,388	0,477	
Juillet-septembre 2007	0,818	0,658	0,364	0,789	0,930	0,059		

Source: estimé sur la base d'informations de J.P Morgan Chase.

^a EMBI+: indice des obligations à haut risque des marchés émergents.

^b Écart type, en points de base.

^c Coefficient de variation (écart type comme % de la moyenne).

de valeurs a chuté de 30%, si les cours des actions sont mesurés en dollars (tableau 3). En rétrospective, le maintien de l'appétit pour le risque sur les marchés internationaux a fait de cette commotion financière un simple avatar dans le cadre de la tendance ascendante des bourses de valeurs (graphique 4, section B). Pour la fin de l'année, les marges de risque s'étaient déjà normalisées et la tendance à la baisse des marges est redevenue perceptible au cours du premier semestre de 2007, sauf dans les cas de l'Argentine et de la République bolivarienne du Venezuela. Dans ces deux pays, est apparu un risque qui peut être mieux défini, dans la terminologie des marchés, comme "politique" (l'Équateur, qui n'est pas inclus dans le tableau, avait déjà connu une situation similaire en 2006).

La "fuite vers la qualité" qui a caractérisé la crise de juillet-août 2007 a surtout frappé les obligations à haut risque du marché des États-Unis plutôt que les marchés émergents (graphique 4, section A)⁶. En l'occurrence, le principal mécanisme de contagion a été en fait la liquidation de positions des investisseurs sur les marchés émergents pour couvrir les pertes ou les besoins de liquidités sur le marché des États-Unis et d'autres pays industrialisés. Parmi les plus grandes nations latino-américaines, les plus touchées par les augmentations des marges de risque ont été l'Argentine, la Colombie et la République bolivarienne

du Venezuela, et à nouveau le Brésil et la Colombie en raison de la volatilité des taux de change. Le Chili et le Mexique ont été, avec la Colombie, les économies qui ont subi l'impact le plus marqué sur les bourses de valeurs (tableau 3). Un aspect intéressant d'une crise dont l'épicentre est le marché des États-Unis est que la "fuite vers la qualité" se reflète dans la hausse des prix des obligations du Trésor, ce qui se traduit par une tendance à la baisse des taux d'intérêt pour tous les délais, renforcée en outre, pour les taux à plus court terme, par la décision annoncée le 17 août par la Réserve fédérale de réduire le taux d'escompte et ensuite le taux de base d'intervention, le 18 septembre. En fait, cet abaissement des taux de référence a été plus important que l'augmentation des marges des risques de plusieurs pays latino-américains, raison pour laquelle leurs taux d'intérêt de parité ont légèrement fléchi durant la crise.

Même si les débats se poursuivent à propos des implications de la récente perturbation des marchés financiers sur la croissance des États-Unis et du monde, il est un fait que la crise a eu un effet sur le comportement des agents financiers qui pourrait s'avérer durable. Certains phénomènes bien connus des pays latino-américains et du monde en développement durant leurs propres crises ont en effet été observés aux États-Unis au cours de ces derniers mois, par exemple: la contagion croissante d'un problème né dans un segment auquel tous attribuent des problèmes spécifiques et, par conséquent, non généralisables;

⁶ Voir une analyse des effets de cette crise sur l'Amérique latine dans CEPALC (2007b).

l'illiquidité des dettes et des obligations à haut risque; le manque d'information sur la qualité des portefeuilles, et la "fuite vers la qualité" de tous les agents, y compris les principaux intermédiaires financiers. Quoi qu'il en soit, l'euphorie qui régna sur le marché après la baisse des taux d'intervention de la Réserve fédérale, annoncée le 18 septembre, s'est également reflétée dans le boom des bourses latino-américaines, après quoi la perturbation qui toucha les bourses aux mois de juillet et août est apparue encore plus insignifiante que celle du deuxième trimestre de 2006 (graphique 4, section B). La tendance à l'appréciation des devises latino-américaines s'est manifestée avant le 18 septembre et s'est accentuée depuis lors.

Un sujet polémique a été l'effet des fluctuations des marchés financiers internationaux sur les taux de change des pays latino-américains. Selon une analyse élaborée par Machinea et Kacef (2007), les variations des taux de change réels des pays latino-américains (estimées en tant que rapport entre les taux de change réels de 2005 et la moyenne des années 1990) sont un reflet des pressions résultant des améliorations des termes de l'échange et de l'augmentation des envois de fonds des travailleurs latino-américains plutôt qu'un phénomène associé au compte de capital. Toutefois, cette analyse, certes valable en prenant comme référence

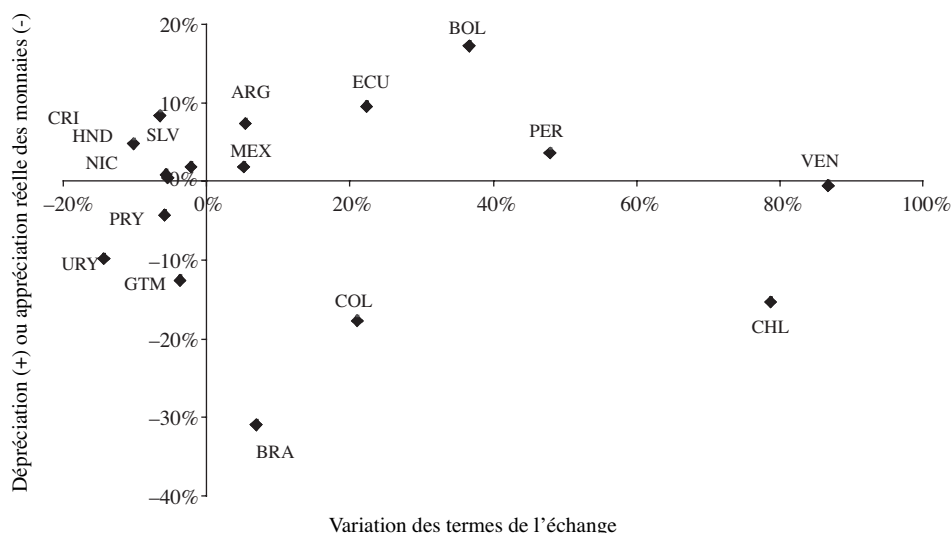
les années 1990, n'explique pas la dynamique des taux de change observée durant la récente période d'essor, ni la forte pression en faveur de l'appréciation réelle qui a été la situation du Brésil et de la Colombie, les deux pays latino-américains où ce phénomène a été le plus notoire au cours des trois dernières années et qui ont connu une plus grande volatilité des taux de change durant les périodes de turbulence traversées par les marchés financiers internationaux.

Comme le démontre le graphique 5, il n'existe pas de rapport systématique entre l'amélioration des termes de l'échange et l'évolution des taux de change réels à partir de 2004, période qui coïncide avec l'envolée des prix des matières premières. Cette dernière affirmation est corroborée par le graphique. Dans les pays les plus grands, il n'est pas impossible que l'amélioration considérable des termes de l'échange ait été à la base de l'appréciation réelle anticipée du peso chilien ou de l'appréciation plus récente du bolivar vénézuélien (qui toutefois n'a pas connu d'appréciation réelle durant toute la période 2003-2006). Et il est clair que l'amélioration des termes de l'échange n'explique pas la forte appréciation réelle des monnaies du Brésil et de la Colombie.

Comme le confirme le graphique 6, la dynamique du taux de change dans ces deux derniers pays est

GRAPHIQUE 5

Amérique latine (16 pays) : rapport entre l'amélioration des termes de l'échange et l'appréciation réelle des monnaies, 2003-2006



Source: calculs de l'auteur sur la base de données de la CEPALC (2007).

incontestablement associée aux fluctuations des courants financiers privés. En effet, tous deux avaient connu une forte dévaluation au cours du troisième trimestre de 2002, dans un contexte d'augmentation des marges de risque sur les marchés émergents (graphique 4, section A). Dans le cas brésilien, ce phénomène a également été lié à la spéculation des marchés durant les élections présidentielles tenues cette année. Au Brésil, le taux de change a diminué et s'est stabilisé durant le premier semestre de 2003; dans le cas colombien, l'appréciation a été plus graduelle mais à la mi 2004, aucun des deux pays n'était revenu aux niveaux du premier semestre de 2002.

Les fortes appréciations des taux de change du Brésil et de la Colombie observées au cours de ces dernières années coïncident exactement avec les deux phases d'exubérance des marchés financiers internationaux qui, sur la base de l'analyse ci-dessus, peuvent se situer entre la mi 2004 et avril 2006 pour la première, et entre la mi 2006 et la mi 2007 pour la deuxième. Les appréciations des monnaies de ces deux pays au cours des périodes en question ont été clairement associées aux courants de capitaux, comme l'indique l'évolution des flux nets de portefeuille, dans le cas du Brésil, et des revenus nets du capital privé de la balance des opérations en devises dans le cas de la Colombie (qui concerne les flux impliquant des mouvements de moyens liquides). En ce qui concerne le Brésil, la moyenne mensuelle des flux nets de portefeuille avait été de 44 millions de dollars dans les quatre années qui ont précédé la première période d'essor (c'est-à-dire entre juillet 2000 et juin 2004) et ont atteint 309 millions de dollars mensuels entre juillet 2004 et avril 2006. Dans le cas de la Colombie, les revenus nets de la balance des opérations en devises du capital privé, qui avaient été légèrement négatifs entre juillet 2000 et juin 2004, se sont élevés à 232 millions de dollars mensuels durant cette première phase d'exubérance. Dans les deux cas, l'augmentation de l'entrée de capitaux à court terme, conjointement avec la réduction des marges de risque, a entraîné une forte appréciation des monnaies nationales. Les banques centrales des deux pays ont commencé à intervenir sur les marchés de change au cours de cette période mais ces interventions sont restées timides, comme nous le verrons plus loin.

L'épisode enregistré en avril-mai 2006 a donné lieu à une sortie de capitaux de Colombie qui a eu un impact considérable sur les courants de capitaux, les taux de change et, comme nous l'avons vu, sur la bourse de valeurs. La sortie de capitaux à court

terme a également été substantielle au Brésil mais son impact a été plus restreint. L'entrée de capitaux a repris dans le deuxième semestre de 2006, puis s'est transformée en une véritable avalanche durant le premier semestre de 2007, lorsque les entrées nettes de capitaux privés par le biais des comptes de capital ont atteint un rythme mensuel de 4,11 milliards de dollars au Brésil et de 751 millions en Colombie, c'est-à-dire plusieurs fois les sommes enregistrées durant la première période d'exubérance des marchés. En fait, comme le démontre le graphique 6, l'ampleur des flux de capitaux a été tellement anormale par rapport aux montants habituellement reçus par ces pays qu'elle ne peut s'expliquer que par une spéculation basée sur l'attente de l'acceptation, par les banques centrales respectives, d'une appréciation de leur taux de change. Les taux d'intérêts élevés qui sont encore appliqués au Brésil et l'attente évidente du fait que le réchauffement de l'économie allait obliger la Banque de la République de Colombie à relever ces taux, comme elle le faisait déjà depuis le deuxième trimestre 2006, expliquent pourquoi ce pari semblait si "sûr" pour les spéculateurs. À ceci viennent s'ajouter la faiblesse relative des finances publiques des deux pays et, comme nous l'avons vu, la forte réduction des marges de risque-pays dans les deux cas.

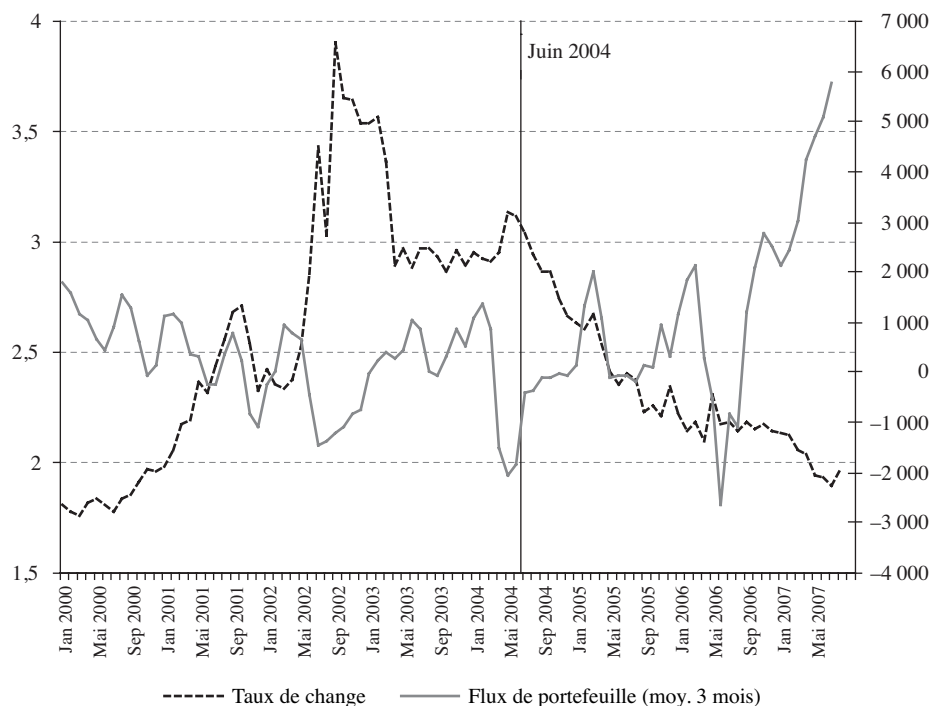
Les banques centrales du Brésil et de la Colombie sont intervenues massivement durant le deuxième épisode d'exubérance des marchés financiers et ont accumulé des réserves internationales additionnelles, respectivement, pour un montant d'un peu plus de 61 milliards de dollars et de 6,1 milliard de dollars au cours du premier semestre de 2007. Ces interventions n'ont toutefois pas pu empêcher une nouvelle appréciation des monnaies dans les deux pays. En outre, la Colombie a rétabli, au mois de mai, une encaisse de 40% sur les entrées de capital financier, mécanisme qui avait été utilisé avantageusement durant le boom d'entrées de capitaux des années 1990. L'introduction de l'encaisse s'est traduite par une baisse des revenus nets de capital au mois de juin (c'est-à-dire avant que n'éclate la crise financière des États-Unis), ce qui démontre l'efficacité relative du mécanisme.

La récente perturbation des marchés financiers internationaux a marqué un nouveau point d'inflexion dans ces tendances, de façon beaucoup plus marquée, cette fois encore, en Colombie. En effet, le peso colombien a récupéré une grande partie de l'appréciation déjà enregistrée au cours du premier semestre de 2007, ce qui n'a pas été le cas du réal brésilien. Ces deux pays sont également ceux qui ont

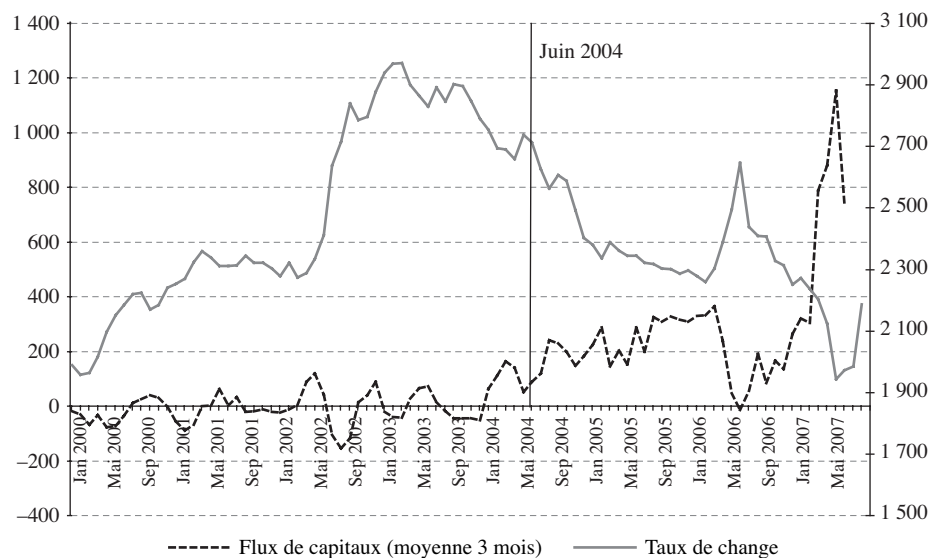
GRAPHIQUE 6

Brésil et Colombie: Évolution du taux de change, flux de portefeuille et flux de capitaux

A. Brésil: taux de change et flux nets de portefeuille



B. Colombie: taux de change et capital privé balance des opérations en devises



Source: Banque Centrale du Brésil et Banco de la República, de Colombie.

connu la plus forte appréciation de leur monnaie à partir de la mi-septembre, dans la foulée de la nouvelle euphorie du marché qui a suivi les décisions de la Réserve fédérale.

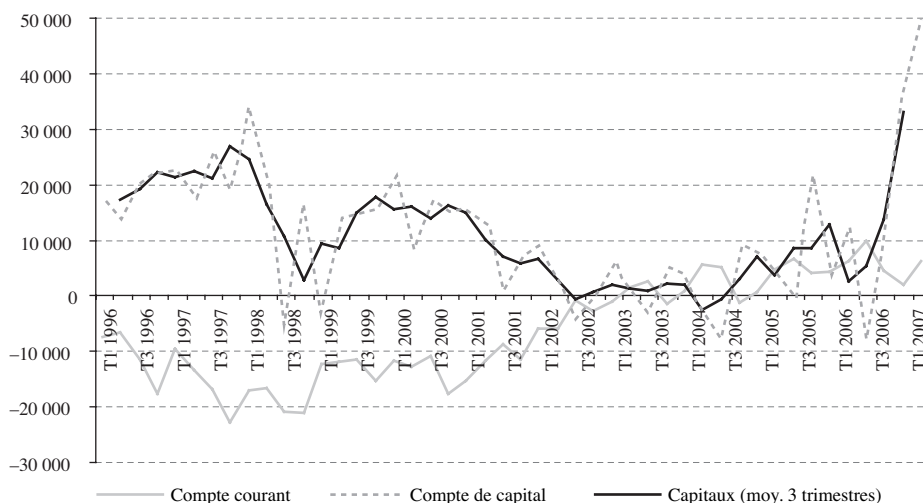
L'augmentation des flux de capitaux privés au cours des deux périodes d'exubérance des marchés financiers internationaux a toutefois été un phénomène plus général, comme l'indique l'évolution des comptes des opérations en capital des principaux pays latino-américains. En effet, le graphique 7 compare le solde global du compte courant et celui du compte de capital dans six des sept principales économies de la région (la République bolivarienne du Venezuela n'a pas été incluse pour les raisons déjà signalées dans la section II de cet article). Les soldes du compte de capital, qui avaient été pratiquement nuls entre la mi 2002 et la mi 2004 ont regagné du terrain et ont commencé à dépasser ceux du compte courant en tant que source d'excédent de la balance des paiements. Après l'agitation qui a caractérisé le marché au cours du deuxième trimestre de 2006, l'entrée de capitaux est devenue massive durant la deuxième période d'exubérance. Les chiffres sont éloquentes: pour les six pays envisagés, l'excédent de la balance de paiements au cours du

dernier trimestre de 2006 et du premier trimestre de 2007 a atteint près de 113 milliards de dollars, dont pratiquement 100 milliards émanaient du compte de capital (environ deux tiers ont été acheminés vers le Brésil et le reste vers les cinq autres économies). Comme nous le verrons dans la section suivante, les autorités en matière de change ont réagi de façon correcte à cette récente avalanche de capital et ont accumulé des réserves internationales d'une ampleur sans précédent dans l'histoire de la région.

Il est donc indéniable, malgré l'influence d'autres phénomènes sur les marchés de change, que les courants de capitaux spéculatifs ont joué un rôle crucial dans les deux pays qui semblaient constituer les enjeux les plus sûrs pour les spéculateurs. Une conséquence de cet état de choses est que les réserves internationales considérables que possède actuellement l'Amérique latine ont comme contrepartie une grande quantité de capitaux potentiellement réversibles, surtout dans les cas du Brésil et de la Colombie. Ce constat est confirmé par la forte corrélation existant entre les taux de change et les marges des risques durant les deux perturbations qui ont succédé aux phases d'euphorie sur les marchés.

GRAPHIQUE 7

Amérique latine (six pays)^a: Solde du compte courant et du compte de capital



Source: estimations de l'auteur sur la base de données du FMI, Statistiques financières internationales, actualisées en fonction d'informations des banques centrales des pays. Dans le cas du Chili, l'accumulation dans les fonds de stabilisation est considérée comme équivalent à l'accumulation de réserves.

^a Argentine, Brésil, Chili, Colombie, Mexique et Pérou.

IV

Changements de la politique macro-économique

L'histoire récente de l'Amérique latine a été marquée par des politiques macro-économiques procycliques qui facilitent la croissance économique durant les périodes de prospérité extérieure mais qui accumulent des vulnérabilités dont se ressentent les pays lorsque cet environnement extérieur exceptionnel a disparu.

Les réformes économiques réalisées ces dernières années ont modifié le comportement cyclique des économies latino-américaines de trois façons différentes. En premier lieu, l'ouverture du compte de capital a réduit les marges de gestion autonome de la politique monétaire et de change; en effet, toute tentative d'éviter l'appréciation durant les périodes de prospérité se traduit par une certaine perte d'autonomie dans l'adoption de politiques monétaires anticycliques, et en l'absence d'intervention sur le marché des changes, le taux de change peut présenter une forte volatilité. En deuxième lieu, l'ouverture du marché des capitaux, conjointement avec l'ouverture financière intérieure, a accentué le fonctionnement de l'accélérateur financier qui tend à provoquer une augmentation du crédit, l'inflation des actifs et les dépenses privées durant les périodes de prospérité, et les effets contraires durant les périodes de crise. En troisième lieu, étant donné les plus grandes élasticités-revenu de la demande d'importations à court terme, le compte courant est devenu plus sensible au cycle économique: la conjonction entre la forte croissance de la demande et l'appréciation réelle se traduit par une détérioration rapide du compte des opérations courantes durant les périodes de prospérité, phénomène qui toutefois se corrige aussi plus rapidement pendant les périodes de crise. Sur ces trois mécanismes, seul le dernier pourrait être considéré comme ayant un effet anticyclique, pour autant qu'il permet de mitiger les effets intérieurs du comportement procyclique des dépenses privées, mais il contribue également, durant les périodes de prospérité, à la vulnérabilité extérieure des économies.

Un corollaire intéressant du comportement cyclique des économies qui enregistrent des entrées procycliques de financement extérieur est que le "déficit jumeau" des variations sur le compte courant correspond au solde du secteur privé et non pas à celui

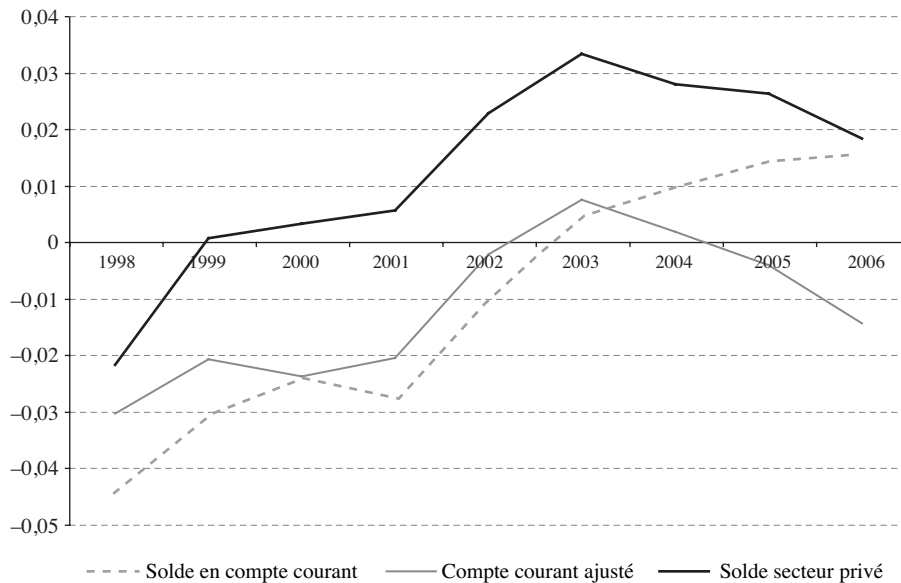
du secteur public. Ceci est clairement illustré par le graphique 8: l'ajustement sévère du compte courant présenté par l'économie latino-américaine entre 1998 et 2003 correspond à une amélioration de la balance du secteur privé; la détérioration du compte courant enregistrée au cours des trois dernières années, ajustée par les termes de l'échange, correspond, quant à elle, à une détérioration de la balance de ce secteur. Comme le signale Marfán (2005), ceci semble être en outre une caractéristique générale des pays "à bonnes performances" durant les périodes de prospérité.

Dans ce contexte, et d'une manière générale dans les économies très ouvertes, on peut affirmer que le seul instrument de politique dont disposent les autorités économiques de façon réellement autonome est la politique budgétaire. Elle constitue également, selon la théorie économique, l'instrument le plus puissant pour influencer sur l'activité économique dans les économies caractérisées par une ouverture du marché des capitaux. Cependant, la politique budgétaire connaît elle aussi un comportement procyclique, et ce pour deux raisons différentes. La première est associée aux effets associés à la disponibilité de ressources, fiscales ou de crédit: l'abondance de ressources durant les périodes de prospérité tend à se traduire par une augmentation des dépenses publiques, alors que la réduction de ressources, conjointement à un coût accru du service de la dette, conduit à des réductions des dépenses primaires pendant les crises. La deuxième raison relève de l'économie politique: en effet, après une période de compression des dépenses publiques, il est difficile de convaincre la population des vertus du maintien d'un programme d'austérité en matière de dépenses, en particulier si le maintien du programme d'austérité durant la période de prospérité est justifié par la nécessité de compenser l'exubérance des dépenses privées (Marfán, 2005).

Une analyse du cycle latino-américain plus récent corrobore le comportement procyclique des dépenses privées et publiques ainsi que des variables monétaires et de crédit, avec toutefois certaines variantes intéressantes. Dans les économies présentant des passifs nets en devises étrangères, la tendance à l'appréciation du taux de change qui caractérise les périodes de prospérité donne

GRAPHIQUE 8

Amérique latine: excédents et déficits "jumeaux"
(Pourcentages du produit intérieur brut aux prix courants)



Source: calculs de l'auteur sur la base de données de la CEPALC (2007).

lieu à des effets de richesse positifs qui contribuent à l'accroissement de la demande privée⁷. Comme il a été signalé plus haut, le principal élément anticyclique est la forte augmentation des importations résultant d'une grande élasticité-revenu et de l'appréciation réelle du taux de change, grâce auxquelles une partie importante de la demande est déplacée à l'extérieur. L'appréciation réelle sur le compte courant a donc des effets anticycliques, contrairement aux effets de richesse. Ce type de comportement des importations entraîne toutefois une détérioration accélérée du compte courant de la balance des paiements qui contribue à la gestation de la crise. Le principal "déficit jumeau" du compte courant est, comme nous l'avons vu, le déficit privé mais, dans les pays latino-américains, celui-ci a souvent été accompagné d'un creusement des déficits publics.

⁷ Il faut faire remarquer que, dans la mesure où les soldes financiers nets deviennent positifs, comme cela a été le cas dans trois des sept économies principales de la région, cet effet de richesse devient anticyclique par rapport à l'ensemble de l'économie. Pour vérifier si l'argument reste valide, il faudrait toutefois estimer le solde financier net du secteur privé. Dans la plupart des cas, ce sont les secteurs publics qui ont accumulé un solde financier net positif (et ce, même au Brésil qui continue d'afficher un solde financier net négatif).

Une fois la crise déclenchée, le facteur le plus important est l'effondrement des dépenses privées dont les effets sur la demande globale intérieure sont toutefois mitigés par la chute encore plus rapide des importations. Au cours de cette phase, la dépréciation du taux de change engendre à nouveau un effet de richesse procyclique (la perte de richesse associée aux passifs nets en devises étrangères), qui contribue à la contraction de la demande. Elle provoque également un effet anticyclique qui fonctionne par le biais du compte courant de la balance des paiements mais qui tarde à se refléter pleinement dans l'économie, entre autres raisons à cause des perturbations financières qui caractérisent la phase initiale de la crise. La politique monétaire et de crédit a également, dans un premier temps, des effets procycliques, soit parce que les autorités tentent d'atténuer les effets inflationnistes de la dépréciation par des mesures telles que le relèvement des taux d'intérêt, soit par la contraction du crédit, ou les deux, ou encore simplement parce que le crédit privé s'effondre alors que les marges accrues de risque pays font pression sur les taux d'intérêt intérieurs.

Le principal facteur anticyclique qui a initialement été mis à contribution dans plusieurs économies latino-américaines est le comportement des dépenses publiques qui tendent à se maintenir ou à s'accroître au

début la crise. Néanmoins, la dégradation des finances publiques oblige à une contraction du financement et éventuellement à l'adoption de mesures destinées à corriger le déficit, soit par une augmentation des recettes, soit par une compression des dépenses. Entre-temps, la dépréciation de la monnaie commence à engendrer des effets anticycliques de plus en plus notoires sur le compte courant de la balance de paiements, alors que la forte dépréciation réelle accumulée permet aux autorités pertinentes d'assouplir la politique monétaire. Le rôle anticyclique de ces deux facteurs est fondamental durant la phase de relance et, à un certain égard, supplée celui de la politique budgétaire.

D'une manière générale (malgré certaines variations d'un pays à l'autre), la période de 1998-2001 correspond surtout à la phase initiale de l'ajustement dans les pays latino-américains, alors que la deuxième phase s'étend de 2002 à 2003. La première phase s'est caractérisée par une correction rapide des déficits privés et, dans certains cas, par une dégradation des finances publiques; la deuxième phase, en revanche, a affiché une tendance à l'amélioration des finances publiques et une amélioration additionnelle des finances privées. Dans la pratique, le déficit privé (estimé de façon assez schématique en déduisant le solde des gouvernements centraux du solde du compte courant) a été corrigé en 1999 pour l'ensemble de la région, alors que s'accroissait le déficit public (correspondant à l'écart entre les deux lignes dans le graphique 8); mais, à partir de 2002, le déficit budgétaire commence à se résorber (très lentement) parallèlement à une nouvelle augmentation de l'excédent privé.

À la lumière de tous ces facteurs, quels sont les éléments nouveaux dans la situation de l'Amérique latine durant la dernière période d'essor? Comme indiqué dans le graphique 8, l'essor a servi, pour la moyenne de la région, à résorber le déficit budgétaire qui subsistait après la crise. En revanche, conformément aux modèles typiques des périodes d'essor antérieures, les comptes privés ont commencé à se dégrader, même s'ils affichaient encore un excédent. Naturellement, les calculs seraient différents si l'on pouvait décompter, dans l'un et l'autre cas, la progression d'un peu plus de trois points de pourcentage du PIB des termes de l'échange; ceci impliquerait de soustraire, en particulier dans le secteur privé, l'incidence de la période d'essor sur les entreprises étrangères présentes dans le secteur des hydrocarbures et des mines, où l'envolée des prix a été plus marquée.

Par conséquent, la première grande différence avec les situations passées semble résider dans la

gestion des finances publiques. L'histoire est toutefois nettement moins favorable que ce qu'indiquent les chiffres globaux. Le tableau 5 illustre l'évolution des dépenses primaires des gouvernements centraux dans les sept principaux pays latino-américains. Une gestion budgétaire strictement anticyclique durant les périodes de prospérité exige, en plus d'économiser les revenus budgétaires extraordinaires, de réduire les dépenses primaires en tant que pourcentage du PIB car ces dépenses doivent suivre la tendance de la croissance du PIB sur le long terme. De ce point de vue, seuls le Chili et le Pérou ont appliqué des politiques budgétaires anticycliques sur la base, au Chili, du remaniement des fonds de stabilisation (Fonds de stabilisation économique et sociale et Fonds de réserve des pensions à partir de 2006) et, au Pérou, des limites imposées par la loi à l'augmentation des dépenses primaires; dans ce dernier cas, les normes correspondantes, adoptées en 2006, impliquent que de telles restrictions ne pourront être appliquées dans l'avenir à l'investissement public péruvien, ce qui amenuisera l'effet anticyclique. Les autres pays figurant dans le tableau 5 ont appliqué des politiques budgétaires procycliques, en particulier dans le cas de la République bolivarienne du Venezuela. On peut sans doute argumenter qu'au Brésil et au Mexique, la léthargie de la croissance économique autorise peut-être une politique budgétaire plus expansive, et que l'augmentation des dépenses au Brésil peut se justifier par l'important excédent primaire conservé par ce pays. Le premier de ces arguments est partiellement valide. Le deuxième est clairement incorrect: dans ce cas de figure, la politique budgétaire est procyclique même si les finances publiques affichent un excédent primaire.

La politique budgétaire généralement procyclique que certains pays ont maintenue durant la période récente de prospérité contraste naturellement avec l'appareil institutionnel complexe mis en place à la fin des années 1990 et qui s'est traduit par la promulgation de multiples lois de responsabilité budgétaire et la création de fonds de stabilisation. Les préaffectations de ressources et les modifications des règles du jeu pertinentes indiquent que, jusqu'à présent, ces institutions n'ont eu qu'un impact limité (Jiménez et Tromben, 2006).

Par ailleurs, un corollaire de la convergence entre la période actuelle de prospérité et les prix des hydrocarbures et des produits miniers est que ce sont précisément les pays dont les exportations sont basées sur ce type de produits qui ont le plus bénéficié de

TABLEAU 5

Amérique latine (sept principales économies):
Indicateurs de la politique monétaire, de crédit et budgétaire
(Pourcentages)

	Argentine	Brésil	Chili	Colombie	Mexique	Pérou	Venezuela (Rép. Bol. du)
<i>A. Variation des comptes financiers du gouvernement central comme % del PIB, 2003-2006</i>							
Recettes courantes ^a	1,2	2,4	5,2	2,2	0,6	2,5	6,7
Dépenses primaires	0,7	2,1	-2,5	1,4	1,3	-0,5	4,9
Solde primaire	0,6	-0,2	7,7	1,0	-0,7	3,0	1,8
<i>B. Solde financier du gouvernement central, 2006</i>							
Solde primaire	2,7	2,1	8,4	-0,3	0,1	3,2	2,1
Solde global	1,0	-3,1	7,7	-4,4	-2,0	1,4	0,0
<i>C. Variation du taux nominal, 2003-2006</i>							
De politique ^b		-4,8	4,0	2,5	0,8	2,5	
Interbancaire	3,5	-8,1	2,3	-0,5	0,7	2,0	-8,0
<i>D. Taux d'intérêt réel (dépôts)</i>							
2003	-2,9	6,3	-0,1	0,6	-1,4	0,8	-10,6
2004	-1,7	8,3	0,9	1,8	-1,9	-1,2	-7,5
2005	-5,4	10,1	0,9	1,9	-0,5	1,0	-3,7
2006	-4,0	9,4	1,7	1,9	-0,3	1,2	-3,0
<i>E. Variation des soldes comme % del PIB 2003-2006</i>							
Base monétaire	-0,1	0,9	0,3	1,2	0,5	1,0	3,4
M1	1,9	1,1	0,6	1,7	0,9	1,8	
M3	2,6	10,0	-7,8	5,0	5,8	1,1	8,7
Crédit au secteur privé	2,3	7,3	1,6	10,7	3,7	-3,0	3,9

Source: statistiques budgétaires selon la CEPALC. Taux d'intérêt et variables monétaires et de crédit selon le FMI, Statistiques financières internationales (sauf pour la République bolivarienne du Venezuela, où les estimations sont basées sur des chiffres de la CEPALC). Taux de base selon P Morgan Chase.

^a Recettes totales dans les cas du Brésil et du Mexique.

^b Entre juin 2004 et septembre 2007. Le taux équivalent pour les États-Unis a varié de 3,75%.

cette situation en termes de recettes publiques (Jiménez et Tromben, 2006). Ceci a notamment été le cas du Chili et de la République bolivarienne du Venezuela (et parmi les pays plus petits, de la Bolivie)⁸ et, dans une moindre mesure, de la Colombie et du Pérou. S'ajoute à cela une augmentation de la charge fiscale appliquée à ces produits, en particulier en Bolivie, en Équateur et en République bolivarienne du Venezuela pour les hydrocarbures, et au Chili pour le cuivre (impôt spécifique sur les recettes opérationnelles de l'industrie minière). Dans le cas de l'Argentine, il faut rappeler que ce pays a renforcé son assiette fiscale au début de la période de prospérité et s'est approprié une

partie des bénéfices résultant de la dévaluation réelle de certains produits de base par le biais des "retenues" qui s'appliquent aux exportations correspondantes; en 2007, les autorités ont appliqué des mesures similaires mais cette fois pour s'approprier une partie de l'envolée des prix des produits de base.

La deuxième grande nouveauté est la fréquence et l'ampleur des interventions officielles sur les marchés de change qui se reflètent dans l'accumulation d'actifs extérieurs de la part des banques centrales et, dans le cas du Chili, de la part du gouvernement dans les fonds de stabilisation fiscale. Ceci implique que le flottement des monnaies des principales économies latino-américaines (à l'exception de la République bolivarienne du Venezuela depuis 2005) est généralement un flottement impur (avec certaines variantes comme nous le verrons plus loin). Ainsi, les pays ont opté, d'une manière générale, en faveur de régimes

⁸ La situation est différente pour l'Équateur car ce pays utilise une grande partie de son excédent pétrolier pour subventionner la consommation interne de carburants.

“intermédiaires” de taux de change contrôlé, allant ainsi à l’encontre de la recommandation orthodoxe qui prône l’adoption d’un des deux régimes extrêmes, à savoir soit le flottement libre ou des parités de change rigides (la convertibilité comme en Argentine dans les années 1990 ou la dollarisation). Ceci semble indiquer l’existence d’un objectif implicite de la politique macro-économique en matière de change. Les avantages que présentent les objectifs en matière de change ont été analysés sur le plan théorique⁹ et ils sont certes justifiés à la lumière de l’histoire économique et l’Amérique latine. La seule politique explicite de ce type a été adoptée par l’Argentine où l’un des axes de la politique macro-économique est le maintien d’un taux de change compétitif. Effectivement, l’expérience argentine démontre que, dans un contexte de financement extérieur abondant, il est possible de contrôler simultanément le taux de change et le taux d’intérêt, même en cas d’ouverture du compte de capital, ce qui est en nette contradiction avec le fameux “trilemme” des économies ouvertes (Frenkel, 2007).

Comme nul ne l’ignore, ce type de politique exige, en contrepartie de l’accumulation de réserves internationales durant les périodes de prospérité, la mise en œuvre d’actions de stérilisation de l’impact monétaire. Ces stérilisations sont d’autant plus faciles dans un contexte d’excédent budgétaire. Dans le cas contraire, et de toute façon de façon complémentaire, la stérilisation va devoir se baser sur un dosage d’opérations classiques de marché ouvert, de vente sur le marché des titres émis par la Banque centrale, ou une augmentation des encaisses.

C’est pourquoi, dans le modèle argentin, l’excédent budgétaire est un complément essentiel de la politique de maintien d’un taux de change fortement compétitif; l’érosion possible de cet excédent, si les autorités maintiennent leur rythme actuel d’augmentation des dépenses publiques, met en péril le modèle de politique macro-économique adoptée par l’Argentine. La situation du Brésil et de la Colombie se situe à l’extrême opposé; en effet, ces deux pays continuent d’enregistrer les déficits budgétaires globaux les plus importants, facteur qui a contribué sans nul doute à aggraver leur susceptibilité à la spéculation sur les changes. Le Mexique a choisi d’effectuer un flottement plus pur. Il en va de même pour le Chili qui applique un flottement pur du point de vue de la politique

de change mais dont le gouvernement réalise une intervention massive sur les marchés des changes par l’intermédiaire des fonds de stabilisation.

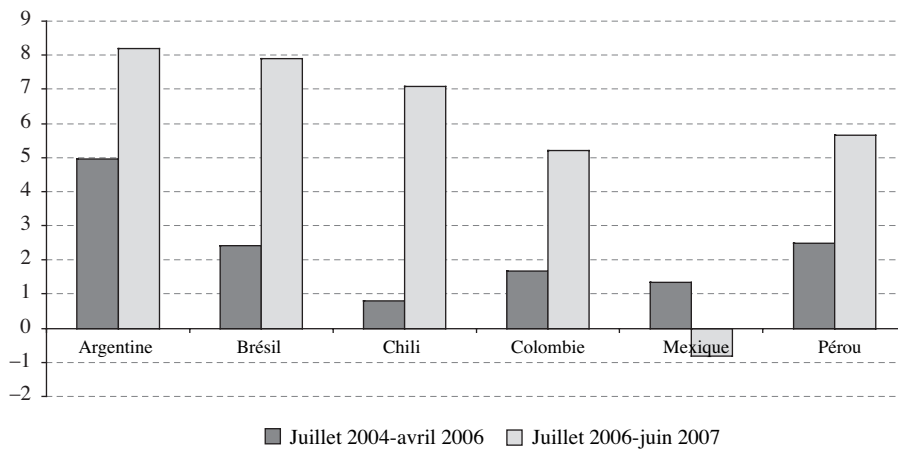
Le graphique 9 illustre l’ampleur des interventions officielles sur les marchés de change des six pays durant les deux phases d’exubérance des marchés signalées plus haut, à savoir du 2 juillet 2004 à avril 2006, et du 2 juillet 2006 à juin 2007. Dans les deux cas, les interventions ont porté sur l’accumulation de réserves, le remboursement de dettes auprès du FMI à l’aide de ces réserves et, pour le Chili, sur l’accumulation à l’extérieur des fonds de stabilisation. Pour autoriser la comparaison, les interventions ont été estimées comme équivalent annuel (la deuxième période couvre effectivement une année) et en tant que pourcentage du PIB. On peut voir que les interventions ont été de grande envergure. Dans la première période, la plus importante est celle effectuée par l’Argentine, suivie par celles du Pérou et du Brésil. Durant la deuxième période, les interventions ont été massives en Argentine, au Brésil et au Chili et très élevées en Colombie et au Pérou. Dans tous les cas, ces interventions ont été nettement supérieures à l’excédent du compte courant (la Colombie est le seul pays parmi les cinq analysés qui présente un déficit en compte courant), ce qui indique qu’elles ont également absorbé des excédents provenant des courants de capitaux privés. Parmi les sept plus grands pays de la région, le Mexique est le seul dans lequel les interventions officielles sur le marché des changes ont été limitées.

Tenter de comparer les politiques monétaires et de crédit est un exercice complexe. En dépit des variations entre les différentes situations nationales, tous les pays ont appliqué, durant la dernière période de prospérité, des politiques monétaires et de crédit légèrement ou franchement procycliques. Ceci se reflète au niveau des taux de base d’intervention dont l’augmentation a été inférieure aux taux de la Réserve fédérale des États-Unis (sauf au Chili où le relèvement a été légèrement supérieur), et de façon plus évidente encore au niveau de l’évolution du taux interbancaire (tableau 5). Avec l’exception notoire du Brésil (où, malgré la forte réduction des taux nominaux, les taux d’intérêt réels restent très élevés), les taux de rémunération des dépôts se sont maintenus à des niveaux réels très faibles (en 2006, ils étaient négatifs dans trois des sept pays). En outre, à quelques exceptions près, la part des agrégats monétaires et de crédit en tant que pourcentage du PIB s’est accrue. Le tableau fait ressortir deux cas préoccupants d’expansion extrêmement rapide du crédit du système

⁹ Voir, par exemple, Williamson (2000).

GRAPHIQUE 9

Amérique latine (six pays): Intervention officielle sur les marchés de change, sur deux périodes
(Pourcentages du produit intérieur brut)



Source: estimations basées sur la variation des réserves selon les Statistiques financières internationales du FMI. Dans le cas du Chili, la deuxième période couvre les ressources économisées dans le Fonds de stabilisation économique et sociale et dans le Fonds de réserve des pensions. Le PIB en dollars nominaux correspond à la moyenne de 2004 et 2005 pour la première période, et à 2006 pour la deuxième. Pour la première période, l'accumulation de réserves est estimée comme l'équivalent d'une moyenne de 12 mois.

financier au secteur privé, à savoir les cas du Brésil et de la Colombie, qui sont également les deux pays où les entrées de capitaux ont augmenté de façon plus spectaculaire. La République bolivarienne du Venezuela affiche également des indicateurs monétaires et de crédit nettement expansionnistes.

Il faut signaler en revanche une tendance favorable sur le front monétaire et du crédit, à savoir la "dédollarisation" des différents pays au cours de ces dernières années. Le phénomène plus général est la tendance à l'amenuisement ou à la disparition des engagements du secteur public en devises étrangères émis sur les marchés de capitaux nationaux. L'Argentine a mené à bien un processus radical de dédollarisation de son système financier durant la crise qui a frappé le pays au début de la décennie et le Pérou a effectué une dédollarisation graduelle (tout comme la Bolivie et l'Uruguay, parmi les pays plus petits).

Dans l'ensemble, une des conclusions les plus intéressantes de l'analyse est que les défis rencontrés par la politique macro-économique des principales économies de la région sont très variés. (Si nous nous concentrons sur les défis macro-économiques, nous n'ignorons pas pour autant qu'il existe d'autres défis économiques importants, en particulier ceux qui sont associés à la diversification de la structure productive et, dans plusieurs pays, au secteur énergétique). La

situation la plus solide est celle du Chili, grâce au succès de sa politique budgétaire anticyclique; on peut peut-être affirmer qu'en 2006, les autorités de ce pays ont pêché par excès de zèle, ce qui s'est traduit par un ralentissement relatif de la croissance mais ont porté remède à cette situation depuis lors. En matière de politique budgétaire, le pays qui se rapproche le plus est le Pérou. L'Argentine a également affiché de très bonnes performances en termes de politique macro-économique, sur la base de la compétitivité des changes et de l'excédent budgétaire; toutefois, ce dernier pilier risque de s'effriter si la tendance récente à l'augmentation des dépenses publiques se poursuit. Ce pays est également, avec la République bolivarienne du Venezuela, celui qui présente les taux d'inflation les plus élevés.

Les principaux problèmes auxquels se heurtent le Brésil et la Colombie sont la compétitivité des taux de change et l'expansion rapide du crédit intérieur qui se manifestent essentiellement dans la détérioration du compte courant déjà observée en Colombie et qui pourrait l'être bientôt au Brésil. Une façon adéquate de répondre à ces problèmes serait d'appliquer un train de mesures combinant une politique budgétaire plus austère, des mesures monétaires et de prudence visant à endiguer l'expansion du crédit et une intervention plus musclée sur les marchés de change, y compris

l'encaisse du financement extérieur adoptée en mai de l'année en cours par la Colombie. Tant qu'ils resteront en vigueur, les taux d'intérêt élevés appliqués au Brésil seront une invitation aux entrées de capitaux. Le Mexique se présente, quant à lui, comme un cas intermédiaire dans tous les aspects analysés et ses principaux problèmes sont associés à la compétitivité. À cet égard, il ne serait pas illogique que ce pays rejoigne la tendance sud-américaine (et asiatique) à l'incorporation d'une gestion plus volontariste des changes dans sa politique économique.

V

Conclusions

L'analyse présentée permet de dégager trois conclusions. La première est que la région a déjà obtenu un bénéfice considérable en tirant parti de l'envolée actuelle des prix des matières premières pour amorcer un processus de réduction de ses engagements extérieurs et d'accumulation de réserves internationales. L'accumulation de réserves est toutefois moins spectaculaire lorsqu'elle est comparée à la hausse simultanée des passifs de portefeuille dont la caractéristique essentielle durant la dernière période de prospérité a été l'augmentation des ressources investies par les fonds d'investissements internationaux sur les marchés actionnaires et obligataires locaux. Dans le même temps, le compte courant, ajusté par les termes de l'échange, connaît un processus de dégradation qui finira par gommer l'élément le plus saillant de la conjoncture de ces dernières années, à savoir la coïncidence entre un excédent en compte courant et une croissance économique dynamique. Cette situation découle donc d'une envolée exceptionnelle des prix des hydrocarbures et des produits miniers (plutôt que des produits agricoles) et non pas, comme en Asie de l'Est, d'une forte compétitivité internationale.

La deuxième conclusion est qu'il ne faut pas oublier les turbulences que peuvent provoquer les marchés financiers internationaux et qui se sont présentées de différentes façons au cours des dernières années. La plus forte de ces turbulences a été l'entrée massive de capitaux dans les pays les plus grands de la région au cours des deux périodes d'exubérance des marchés financiers internationaux, à savoir entre la mi 2004 et avril 2006, et entre la mi 2006 et la mi 2007, en particulier durant cette deuxième période.

Finalement, il faut souligner que la République bolivarienne du Venezuela se démarque des autres pays de la région en appliquant la politique budgétaire la plus expansionniste, accompagnée d'une politique monétaire et de crédit elle aussi procyclique. Parmi les pays les plus grands de la région, il s'agit donc du seul pays qui suit des modèles de comportements macro-économiques largement appliqués en Amérique latine dans le passé et qui ne seront soutenables que dans la mesure où la conjoncture exceptionnelle du marché pétrolier se maintient.

Dans les deux pays les plus sensibles à ce phénomène, c'est-à-dire le Brésil et la Colombie, l'afflux massif de capitaux a engendré une expansion accélérée du crédit du système financier au secteur privé et une appréciation excessive des monnaies nationales dont les risques commencent à se manifester. Dans la mesure où la source de perturbations est l'exubérance des marchés financiers, il convient d'adopter des mesures préventives pour freiner l'entrée de capitaux. Le Chili et la Colombie les ont utilisées à bon escient dans les années 1990. La Colombie a également adopté ce type de mesures au cours de la dernière période de prospérité, mais lorsque l'afflux de capitaux et l'appréciation de la monnaie était déjà à un stade très avancé.

Finalement, il s'impose de généraliser et de renforcer les deux grandes innovations de la politique macro-économique latino-américaine de ces dernières années, qui par ailleurs se complètent mutuellement: la gestion budgétaire anticyclique, appliquée de façon pionnière au Chili et, à un degré moindre au Pérou, et l'intervention active sur les marchés de change, qui conduit à l'accumulation de réserves internationales. L'exemple le plus évident de cette dernière politique est celui de l'Argentine, qui permet également de corroborer le caractère complémentaire de l'objectif de compétitivité des changes et du maintien d'un excédent budgétaire (qui risque toutefois de s'amenuiser en raison de la politique budgétaire expansionniste appliquée ces derniers temps).

Pour autant que les autorités interviennent de façon active sur les marchés des changes, il serait peut-être utile de reconnaître que le taux de change réel constitue un objectif légitime de

la politique macro-économique qui, sauf dans le cas de l'Argentine, reste un objectif plus implicite qu'explicite. En effet, l'absence d'un plancher effectif pour le taux de change peut se transformer en une invitation à l'entrée de capitaux durant les périodes pendant lesquelles les agents privés s'attendent à une appréciation des monnaies. Le Brésil et la Colombie sont des victimes évidentes de l'afflux de capitaux spéculatifs qui cherchent à profiter de ces tendances en matière de change. La réversibilité de ces courants financiers représente un risque évident dans tous les pays, mais en particulier dans les deux pays qui viennent d'être mentionnés.

C'est pourquoi il serait raisonnable d'évoluer vers un régime de change asymétrique qui compense l'asymétrie existant entre les pays en développement et les marchés internationaux de capitaux, c'est-à-dire

favoriser un accès large durant les phases de prospérité et un accès restreint durant les phases de crises. Dans ce régime, les autorités établiraient un plancher pour le taux de change (qui peut prendre la forme d'un taux de change mobile durant les périodes d'essor), mais laisseraient flotter les monnaies durant les périodes de crise. Les réserves internationales accumulées durant les périodes de prospérité seraient utilisées pour intervenir sur les marchés des changes durant les crises de façon à procéder à un ajustement ordonné du taux de change et à réaliser d'autres objectifs fixés par les autorités, en particulier en matière de taux d'intérêt. Il est évident que l'accumulation de réserves durant les périodes d'essor doit être dûment stérilisée, tâche rendue plus facile dans un contexte d'excédent budgétaire, c'est-à-dire d'une politique budgétaire anticyclique.

Bibliographie

- Banco de la República (2007): Volatilidad de la tasa de cambio, Documento SGMR-SGEE-017-01-J, Bogota, D.C., janvier.
- Calvo, G. et E. Talvi (2007): Current Account Surplus in Latin America: Recipe Against Capital Market Crises? Disponible à l'adresse http://www.rgemonitor.com/latamblog/author/44/guillermo_calvo_and_ernesto_talvi.
- CEPALC (Commission économique pour l'Amérique latine et les Caraïbes) (2006): Estudio económico de América Latina y el Caribe, 2005-2006, LC/G.2314-P, Santiago du Chili. Publication des Nations Unies, N° de vente: S.06.II.G.2.
- _____ (2007a): Estudio económico de América Latina y el Caribe, 2006-2007, Document d'information, Santiago du Chili.
- _____ (2007b): Confusion and uncertainty in credit markets, LC/ WAS/R.47, Washington, D.C., bureau de la CEPALC à Washington, D.C., septembre.
- Frenkel, R. (2007): La sostenibilidad de la política de esterilización, document de travail, N° 7, Buenos Aires, Centro de Economía y Finanzas para el Desarrollo de Argentina, août.
- Izquierdo, A., R. Romero et. Talvi (2007): Business Cycles in Latin America: The Role of External Factors, Washington, D.C., Banque interaméricaine de développement/CERES, septembre.
- Jiménez, J. P. et V. Tromben (2006): Política fiscal y bonanza: impacto del aumento de los precios de los productos no renovables en América Latina y el Caribe, Revista de la CEPAL, N° 90, LC/G.2323-P, Santiago du Chili, décembre.
- Kuczynski, P.-P. et J. Williamson (comps.) (2003): After the Washington Consensus: Restarting Growth and Reform in Latin America, Washington, D.C., Institute for International Economies.
- Machinea, J.L. et O. Kacef (2007): La coyuntura económica de América Latina: ¿hay lugar para el optimismo?, dans J.L. Machinea et N. Serra (comps), Hacia un nuevo pacto social. Políticas económicas para un desarrollo integral en América Latina, Santiago du Chili, Commission économique pour l'Amérique latine et les Caraïbes (CEPALC)/Fondation CIDOB.
- Marfán, M. (2005): La eficacia de la política fiscal y los déficit privados: un enfoque macroeconómico, dans J. A. Ocampo (comp.), Más allá de las reformas: dinámica estructural y vulnerabilidad macroeconómica, Bogotá, D.C., Alfaomega/CEPALC.
- Nations Unies (2006): Estudio económico y social mundial 2006: crecimiento y desarrollo divergentes, New York. Publication des Nations Unies, N° de vente: 06.II.C.1.
- _____ (2007): World Economic Situation and Prospects 2007, New York. Publication des Nations Unies, N° de vente: 07.II.C.2.
- Ocampo, J.A. (2004): Reconstruir el futuro: globalización, desarrollo y democracia en América Latina, Bogota D.C., Grupo Editorial Norma/CEPALC.
- Ocampo, J. A. et M. A. Parra (2003): Los términos de intercambio de los productos básicos en el siglo XX, Revista de la CEPAL, N° 79, LC/G.2200-P, Santiago du Chili, avril.
- Williamson, J. (2000): Exchange rate regimes for emerging markets: reviving the intermediate option, Policy Analyses in International Economics 60, Washington, D.C., Institute for International Economies.