

La crise de la dette

En 1982, la crise de la dette était une crise mondiale qui menaçait les principales banques commerciales du premier monde. Au milieu des années 1990, bien que ses conséquences soient encore très présentes dans les pays très endettés, en particulier en Amérique latine, la crise de la dette est normalement considérée comme un mauvais souvenir, comme du passé. Les années 1980 ont été marquées par des taux d'intérêt élevés et par des liquidités internationales restreintes. Au début des années 1990, vu les taux d'intérêt bas dans les pays développés, l'offre de fonds aux pays très endettés explosa, y compris pour ceux qui n'avaient pas renégozié leur dette. Ces fonds étaient attirés de manière perverse par des taux d'intérêt locaux élevés que la dette avait laissés en héritage. Jusqu'en 1989, la crise de la dette était considérée par les élites et par les gouvernements des pays créanciers comme un problème non résolu. Actuellement, on considère que le plan Brady a résolu la crise de manière adéquate, bien que les performances économiques des pays très endettés soient fondamentalement insuffisantes¹.

Hirschman a dit que « la compréhension d'un problème et la motivation à l'attaquer sont deux intrants nécessaires pour élaborer une politique et résoudre un problème, mais la répartition dans le temps de ces deux ingrédients peut être très déphasée » (1974, p. 152). C'est exactement ce qui s'est passé avec la crise de la dette des pays en développement. Le diagnostic de la crise et ses remèdes possibles ont été bien définis et sont connus, mais

1. William Cline, qui dans les années 1980 considérait que la crise de la dette n'était qu'une crise de liquidités (1984), publia récemment un ouvrage (1994) et un article (1995) où il reconnaît que la crise de la dette des années 1980 était finalement non pas un problème de liquidités, mais une crise de solvabilité. Quoi qu'il en soit, il considère que la crise est surmontée puisque pour les 17 pays très endettés (latino-américains pour la plupart) le rapport de la dette liquide aux exportations est tombé de 384 à 225 % de 1986 à 1993. Néanmoins, il insiste sur le fait que la crise mexicaine de décembre 1994 n'est qu'une crise de liquidités. Espérons que Cline soit à présent réaliste. Les économistes de Washington ont tendance à être optimistes lorsque les politiques économiques dépendent des pays développés, alors qu'ils sont pessimistes dès qu'elles dépendent de décisions prises par les pays en développement.

la solution trouvée – le plan Brady – était insuffisante pour les pays débiteurs. La réduction de la dette qu'il engageait ne pouvait pas résoudre définitivement la crise de l'État provoquée par la crise de la dette.

Dans le premier monde, la motivation à se confronter à la crise disparut dès que la menace d'une crise financière mondiale fut dépassée. De nos jours, le plan Brady est censé avoir résolu le problème. En revanche, dans les pays très endettés, cette motivation à se confronter à la crise existe ou devrait exister, mais les élites locales perçoivent que, en raison de l'unité des élites des pays créanciers, elles ne disposent pas du pouvoir suffisant pour obtenir des concessions importantes de la part des créanciers.

La dette extérieure des pays très endettés fut la cause fondamentale – mais pas l'unique – de la crise fiscale qui a frappé l'Amérique latine durant les années 1980. Aujourd'hui, la dette extérieure représente encore un lourd fardeau pour la région en raison des intérêts qui doivent être payés aux pays créanciers. L'ajustement strict adopté dans toute la région, puis la réduction des taux d'intérêt internationaux ont fait baisser le niveau d'endettement régional et ont amélioré les ratios d'endettement. Cependant, la crise fiscale due à la crise de la dette n'a pas été totalement résolue dans la majorité des pays latino-américains qui ont réussi à stabiliser leur économie, mais sont confrontés à de faibles taux de croissance.

L'idée de 1987 d'une solution globale à la crise de la dette, fondée sur la création d'un Titre de la dette internationale (IDF, International Debt Facility) extérieure qui servirait à garantir la dette, n'a pas abouti. Le plan Brady, proposé en février 1989, a clos le débat. Ce plan a reconnu que la crise de la dette était une question de solvabilité et non pas simplement un problème de liquidités comme le prétendaient habituellement le FMI, la Réserve fédérale (banque centrale des États-Unis) et les banques commerciales lorsque la crise de la dette est apparue en 1982. Ainsi, le plan adopta un schéma de réduction de la dette par la mise en place d'une garantie sur la dette ancienne et une relative « rupture du lien » (*delinkage*) du FMI et de la Banque mondiale avec les banques commerciales. Cependant, la réduction de la dette rendue possible par le plan Brady était insuffisante, le résultat était timide.

En août 1989, le Mexique fut le premier pays à négocier un accord sur la dette selon le schéma du plan Brady. La réduction de la dette totale fut inférieure à 15 %² et, après la baisse des taux d'intérêt internationaux, nulle (Abud, 1996). Mais comme depuis cet accord l'économie mexicaine commença à présenter des performances satisfaisantes, la confiance des capitalistes locaux et des marchés financiers internationaux augmenta et l'entrée de capitaux au Mexique fut stimulée. Cependant, le taux de croissance était très insuffisant et la stabilisation des prix était fondée sur une surévaluation

2. Selon la méthode utilisée, les estimations sur la réduction obtenue par le Mexique varient de 11 à 18 %.

croissante du peso. Néanmoins, comme le Mexique adopta ou semblait adopter toutes les politiques recommandées par Washington et New York, la confiance dans l'économie mexicaine augmentait continuellement. C'est seulement en 1994, lorsque le Mexique fut confronté à un déficit de compte courant d'environ 6 % du PIB, que le système financier international réalisa que la stratégie mexicaine de construction de la confiance avait des bases fragiles. En fait, durant les dernières années le Mexique était pris dans des étau pervers à la fois entre la gestion des fondamentaux macroéconomiques et la stratégie de construction de la confiance, et entre l'intérêt national – qui ne fut pas considéré de manière adéquate par l'accord sur la dette – et, de nouveau, la construction de la confiance.

Il est évident à présent que la corrélation entre la « solution mexicaine » de la crise de la dette, obtenue par l'accord Brady de 1989, et l'afflux de fonds au Mexique était une contrefaçon. Le Mexique n'a pas vaincu la crise de la dette. Il existe une relation entre l'accord sur la dette et la performance de l'économie mexicaine parce que le pays a été capable de conquérir la confiance des investisseurs étrangers. Mais les résultats modérément bons de l'économie mexicaine étaient le résultat d'un ajustement fiscal rigoureux, d'un plan de stabilisation hétérodoxe compétent qui gela les prix en décembre 1987 et de réformes économiques audacieuses réalisées sous le gouvernement De La Madrid, en particulier la libéralisation commerciale, et non pas le résultat de l'accord fondé sur le plan Brady. L'afflux important de capitaux qui pourrait être directement relié à cet accord, en raison de la crédibilité que cet accord aurait procurée à l'économie mexicaine, coïncida en réalité avec une forte croissance des liquidités internationales et avec la réduction des taux d'intérêt aux États-Unis, alors qu'en Amérique latine les taux d'intérêt restaient élevés. Par conséquent, le Brésil qui jusqu'en 1994 n'avait pas signé d'accord fondé sur le plan Brady a également bénéficié d'un afflux considérable de capitaux à partir de 1991.

Les approches de la crise

Les approches de la crise de la dette par les créanciers et par les débiteurs, juste après la définition du plan Brady, étaient conflictuelles. Parmi les créanciers, il est possible de distinguer : 1° la conception officielle et dominante définie par le gouvernement des États-Unis et la mise en œuvre par les agences multilatérales avec l'accord des banques américaines sur l'essentiel et 2° un nombre décroissant de dissidents favorables à une réduction importante et négociée de la dette. Dans les pays débiteurs, il est possible de distinguer les analyses : 1° des nationalistes et des populistes, 2° des hauts fonctionnaires du gouvernement et des élites des entreprises subordonnés aux intérêts extérieurs et 3° d'un groupe de citoyens favorables à l'adoption d'une combinaison de

pressions de la part des gouvernements des pays débiteurs, y compris l'adoption de mesures quasi unilatérales, afin d'absorber de manière négociée les décotes de la valeur nominale de la dette existante sur le marché secondaire.

Les idées des créanciers officiels, y compris les gouvernements et les institutions financières internationales, ont évolué au cours du temps. Durant les premières années de la crise, lorsque les principales banques étaient menacées d'insolvabilité, l'approche dominante de la part des créanciers était exclusivement orientée vers la sauvegarde des banques. Ils exerçaient des pressions sur les pays débiteurs pour qu'ils paient les services de leur dette sans aucun égard à leur situation désespérée. Avec le temps, à mesure que les pays réalisaient des ajustements de court terme de leur balance des paiements tout en restant dans une situation économique désespérée, si ce n'est chaotique, le cœur du problème s'est graduellement déplacé des orientations des banques créancières vers des mesures pour alléger certaines pressions sur les pays débiteurs. Les intérêts des banques et les intérêts nationaux des pays créanciers, qui au début de la crise étaient pratiquement identiques, devenaient clairement divergents puisque la menace d'une crise financière mondiale due à la crise de la dette avait disparu tandis que les exportations des États-Unis vers les pays très endettés continuaient à souffrir des effets négatifs de la crise. Pour le gouvernement des États-Unis, le plan Brady constituait la solution du problème.

Après le plan Brady et les accords signés par le Mexique et le Venezuela, la préoccupation concernant la crise de la dette diminua et le problème fut considéré comme résolu³. Malgré les profondes transformations, la stratégie des créanciers restait encore une « approche marquée par la débrouillardise », à savoir une stratégie d'improvisation permanente, incompatible avec une solution rapide et définitive du problème.

Les phases de gestion officielle de la crise sont bien connues. En 1982, le problème de la dette était compris comme un simple problème de liquidités dont la solution consistait à combiner de nouveaux prêts avec une cure d'austérité dans les pays débiteurs. En 1985, le plan Baker – sans jamais se concrétiser – défendit la concession de nouveaux prêts et le retour à la croissance avec des ajustements et des réformes structurelles. L'idée « d'un menu avec options » devint populaire. En 1987, une troisième phase est inaugurée. Elle est dominée par l'idée de garantir les créances. Il devenait alors clair que la crise de la dette était un problème de solvabilité et que la réduction de la dette était indispensable. La double considération qu'il fallait procéder à la titrisation (*securitization*), c'est-à-dire à la substitution de l'ancienne dette par de nouveaux titres garantis par des agences multilatérales, et qu'il était

3. En examinant les données sur la dette et la balance des paiements des États-Unis, Dornbusch (1989, p. 350) observe qu'il « est assez clair que l'importance du déficit extérieur des États-Unis est, jusqu'à un certain point au moins, une contrepartie de la capacité des pays débiteurs de payer le service de leur dette grâce aux excédents, en excluant le paiement des intérêts, qu'ils dégagent de leur compte extérieur ».

nécessaire d'effectuer une rupture relative du lien entre les agences multilatérales et les banques commerciales dans le processus de négociation devint dominante⁴. En 1987 et 1988, un consensus s'est formé pour prendre une nouvelle initiative à propos de la crise de la dette incluant la réduction de la dette par la titrisation. Le plan Brady, présenté par le nouveau secrétaire du Trésor des États-Unis, Nicholas Brady, résulta de ce consensus et marqua la quatrième phase de la crise de la dette. Le point central fut « la réduction volontaire de la dette » par la titrisation. Pour faciliter le processus de réduction de la dette, le FMI et la Banque mondiale devaient disposer de ressources additionnelles pour accorder des garanties et d'autres « facilités » aux nouveaux titres. En outre, le plan proposait des négociations séparées avec les banques et le FMI. Le lien entre les banques et le FMI était si étroit qu'il rendait impossible tout accord. Lorsqu'un accord semblait se former avec les banques, il était bloqué par le manque de mesures accomplies auprès du FMI et quand celles-ci étaient réalisées, les banques prétextaient des difficultés et aucun accord n'était atteint.

Le plan Brady fut également une conséquence des orientations du Japon, de la France et de l'Italie sur cette question. Ces orientations n'ont jamais été véritablement définies mais depuis 1988 il était clair que ces pays appuyaient un changement fondamental de politique en matière de crise de la dette afin d'obtenir une solution globale⁵. Pour l'essentiel, le plan Brady fut créé parce qu'une part croissante des élites économiques et politiques des pays créanciers n'acceptaient pas l'approche selon laquelle la crise de la dette était une crise de liquidités. Quand le plan Baker échoua, ces élites se rendirent compte de la nature autodestructrice des politiques d'ajustement intérieur, lorsqu'elles n'étaient pas couplées avec une réduction de la dette. Ils recherchèrent une solution globale pour capter les décotes existant sur le marché secondaire.

Dans les pays débiteurs, les radicaux et les populistes appuyaient un moratoire sur la dette qui permettrait à court terme l'augmentation des salaires et de la consommation intérieure. L'échec de gouvernement péruvien à l'époque d'Alan Garcia est le meilleur exemple de cette attitude par rapport à la dette. À l'autre extrême, les gouvernements des pays très endettés et leurs élites subordonnées des affaires étaient pressés de satisfaire les créanciers. Ils

4. Ces deux idées étaient le point central de la stratégie brésilienne en ce qui concerne la dette extérieure quand j'étais ministre des Finances en 1987. Après le projet « mort-né » de James Baker, le secrétaire d'État du gouvernement américain (septembre 1987), ces deux idées reçurent une large acceptation. Voir Bresser-Pereira (1992a, 1993a, 1995a).

5. En fait, lorsqu'au début de septembre 1987, j'ai proposé au nom du Brésil la titrisation d'une partie de la dette brésilienne et que j'ai reçu une réponse « mort-née » du secrétaire Brady, seul Kiichi Miyazawa, alors ministre des Finances du Japon, dit qu'il se « sentait attiré par l'idée de convertir la dette ancienne en de nouvelles garanties comme le proposait le Brésil [et] suggérait qu'une agence financière internationale – comme la Banque mondiale, par l'intermédiaire de l'IFC [Société financière internationale] – présente un projet précis sur le sujet » (*Gazeta Mercantil*, 15. 09. 1991, reproduisant un rapport du *Financial Times*). Lors de la rencontre du FMI et de la Banque mondiale à Toronto en 1988, Miyazawa présenta un plan de réduction de la dette qui fut le prédécesseur direct du plan Brady.

s'inclinaient toujours face à leurs exigences tout en adoptant dans leurs discours et leurs communiqués officiels une rhétorique de défense de l'intérêt national et de condamnation de la dette tout en demandant sa réduction. Enfin, le troisième groupe qui apparut en Amérique latine en 1987 proposait l'adoption de mesures fermes, telles que la suspension unilatérale des paiements pour forcer une titrisation combinée avec de sévères mesures d'ajustement fiscal intérieur. Ce groupe disposait clairement d'un allié de poids parmi les dissidents de l'orientation officielle dans les pays créanciers. S'ajoute à cet appui l'utilisation du seul pouvoir de marchandage dont disposaient les pays débiteurs, à savoir la possibilité de suspendre le paiement des intérêts. Ce groupe perdit de l'influence à mesure que le Mexique négocia sa dette selon le plan Brady et que les dissidents du premier monde disparaissaient.

Les propositions à propos de la crise de la dette

Dès 1990, des propositions de base à propos de la crise de la dette étaient bien établies. Elles peuvent être résumées de la manière suivante.

1° L'endettement international excessif durant les années 1970 et la crise de la dette qui en résulta étaient la conséquence, d'une part, de la croyance que les pays en développement devaient et pouvaient indéfiniment recevoir des flux de capitaux, ignorant ainsi que les prêts suivent nécessairement un cycle de paiements et de remboursements et, de l'autre, de l'adoption par les banques et les agences multilatérales du « schéma Ponzi » selon lequel les créanciers initiaux sont payés par les créanciers suivants qui permettent un financement permanent de la dette ancienne (Payer, 1991).

2° La crise de la dette était une crise pour les pays très endettés et non pas pour les créanciers. Le danger d'une crise financière mondiale s'est rapidement évanoui avec la coordination des actions des gouvernements des pays créanciers et l'amélioration de la situation financière des banques⁶.

3° La dette était un problème majeur non seulement parce qu'elle impliquait des transferts considérables de ressources réelles en faveur des créanciers, mais encore en raison de ses conséquences fiscales. La dette extérieure latino-américaine était essentiellement une dette du gouvernement puisque près de 90 % de la dette à long terme était publique. Ainsi, la dette était un ingrédient central dans la crise fiscale de l'État.

4° La crise de la dette était la principale mais pas la seule cause de la stagnation économique de la majorité des pays très endettés. Les politiques populistes, fondées sur la résistance à l'élimination du déficit public et sur la tentative de promouvoir le développement économique et la redistribution du revenu à court terme, étaient la seconde cause de cette crise.

6. Entre juin 1982 et septembre 1989, le niveau d'exposition des neuf premières banques américaines en Amérique latine est passé, de 179,8 à 74,9 % de leur capital primaire (CEPAL, 1990b, p. 43).

5° L'échec des politiques d'ajustement dans les pays très endettés peut s'expliquer par les pratiques populistes mais sa cause principale, comme nous l'avons vu dans le chapitre précédent, était l'ajustement autodestructeur en situation de dette extérieure beaucoup trop élevée. Comme dans les pays très endettés le secteur privé fut capable de transférer au secteur public la presque totalité de la dette extérieure, le paiement des intérêts sur cette dette aggrava la crise fiscale. Les efforts pour réduire le déficit public étaient voués à une inefficacité partielle avec des effets autodestructeurs, étant donné qu'il n'était pas question de prendre des mesures radicales de politiques économiques, telle l'annulation d'une partie de la dette publique⁷.

6° Durant les premières années de la crise, la dévaluation réelle de la monnaie locale, nécessaire pour obtenir des excédents commerciaux élevés, a fait monter en puissance des taux d'inflation déjà élevés. Au Brésil et en Argentine, ils sont par la suite devenus inertiels à cause des systèmes formels et informels d'indexation⁸. Depuis 1990, un mouvement inverse est apparu avec l'afflux volumineux de capital en Amérique latine, entraînant une surévaluation des monnaies locales. Par conséquent, les taux d'inflation ont baissé mais des déficits commerciaux sont apparus, ce qui mettait en danger les industries manufacturières locales. Cette menace était accentuée par le fait que la plupart des pays latino-américains se sont engagés dans des programmes d'ouverture commerciale. Bien qu'essentielle pour l'Amérique latine, l'ouverture peut être fatale à l'industrie manufacturière si elle est couplée avec une appréciation du taux de change comme le montrent les cas de l'Argentine, à l'époque de Martínez de Hoz à la fin des années 1970, et du Mexique plus récemment.

7° L'inflation inertielle résiste aux politiques monétaires et fiscales conventionnelles. Une combinaison de politiques monétaires et fiscales conventionnelles (orthodoxes) et de politiques hétérodoxes est nécessaire. Durant les années 1980, les réussites en Israël (1985) et au Mexique (1987) des programmes hétérodoxes de contrôle de l'inflation ont montré que lorsque l'inflation est élevée et chronique ou inertielle⁹, la combinaison de politiques hétérodoxes pour neutraliser l'inertie et de politiques monétaires et fiscales

7. Tous les pays qui ont atteint l'apogée de la crise fiscale, représentée par l'hyperinflation, ont eu recours à des mesures unilatérales d'annulation de la dette intérieure quand celle-ci n'était pas annulée automatiquement par l'hyperinflation.

8. Il est impossible de dire qu'il existe une relation directe entre la dette et l'inflation car il y a des pays très endettés dont l'inflation est faible. Néanmoins, une tendance est assez claire. Les pays très endettés souffrent d'une inflation élevée. Selon le Fonds monétaire international (IMF, 1990, p. 61), 89% des pays débiteurs nets en développement qui entre 1983 et 1989 avaient une inflation élevée avaient des difficultés de paiement du service de leur dette.

9. Pour l'analyse d'origine sur la théorie de l'inflation inertielle, voir Bresser-Pereira et Nakano (1987). Les propositions complètes initiales de la théorie sont rassemblées dans Bresser-Pereira et Nakano (1983), Lara Resende et Arida (1984) et Lopes (1984). Sur le besoin de combiner des politiques orthodoxes et hétérodoxes pour contrôler ce type d'inflation, voir aussi Ramos (1986), Bacha (1988), Kiguel et Liviatan (1988), Beckerman (1990) et Bruno *et al.* (1991).

orthodoxes est conseillée. Cette orientation était concurrencée par plusieurs tentatives hétérodoxes de contrôle de l'inflation qui au Brésil et en Argentine avaient toutes échouées. Cependant, quand en 1991 et 1995 la stabilisation y fut finalement atteinte, elle était le résultat de la combinaison de politiques orthodoxes et hétérodoxes.

8° La stabilisation a été atteinte en Amérique latine et la stagnation économique des années 1980 a laissé la place à une croissance modeste au cours des années 1990. Le revenu par habitant croît à nouveau. Cependant la concentration du revenu a augmenté, les salaires restent très faibles et les nouvelles démocraties, qui dans ces pays furent instaurées au début des années 1980, sont loin d'être consolidées. Le coup d'État au Pérou (1991) et la tentative de coup d'État au Venezuela (1992) le montrent¹⁰.

9° Vu l'échec de la stratégie conventionnelle (marquée par la « débrouillardise ») pour régler la crise de la dette, une combinaison d'ajustement et de financement était devenue nécessaire. À la fin des années 1980, un consensus s'est dégagé pour réduire à la fois le fardeau de la dette et les transferts de ressources réelles vers les pays créanciers. Le plan Brady était la réponse à cette prise de conscience. Toutefois, en raison des faibles taux d'intérêt dans les pays créanciers et des taux élevés dans la région, l'afflux de fonds en Amérique latine est devenu à nouveau positif ce qui fit disparaître la motivation pour une solution véritable, ou définitive, de la crise de la dette.

10° Le plan Brady a constitué une grande avancée dans la mesure où il signifiait que les pays créanciers reconnaissent que : *a*) la dette doit être réduite ; *b*) la titrisation représente la meilleure solution ; *c*) le FMI et la Banque mondiale devraient appuyer la politique de réduction de la dette en garantissant les collatéraux et *d*) ces deux institutions devraient être partiellement séparées des banques commerciales¹¹.

11° La stratégie des pays créanciers s'est finalement modifiée, s'orientant dans la bonne direction, mais la portée limitée du plan Brady était une indication des hésitations et des dilemmes au sujet de la dette auxquels étaient confrontés les gouvernements des pays créanciers. Les pays créanciers savaient qu'une solution devait être trouvée pour résoudre la crise de la dette, mais ils ne voulaient pas se confronter à leurs propres banques. C'est ce qu'a montré l'accord signé avec le Mexique. La réduction de la dette y était insuffisante, la crise fiscale de l'État n'était pas totalement surmontée, l'équilibre

10. L'échec du coup d'État au Venezuela, en février 1992, est un bon exemple de l'instabilité politique associée à des politiques fiscales et monétaires rigides alors que les créanciers extérieurs sont épargnés par le fardeau de l'ajustement. Il existe de nombreux travaux sur la relation entre les politiques de stabilisation et la consolidation de la démocratie. Un échantillon de ces travaux se trouve dans Bresser-Pereira, Przeworski et Maravall (1996).

11. Sur les limites du plan Brady, voir Bacha (1989, 1991), Bresser-Pereira (1989c), Devlin (1989b) et Sachs (1989).

macroéconomique était seulement partiellement atteint, les taux de croissance restaient modestes malgré les volumineux afflux de capitaux. Finalement, le pays a été frappé par une crise très grave en décembre 1994.

Les stratégies alternatives

Le plan Brady a résolu partiellement la crise de la dette. Pour le comprendre, il faut clairement distinguer les deux stratégies fondamentales qui ont dominé le débat sur la crise de la dette à la fin des années 1980. L'idée d'une réduction de la dette, qui quelques années auparavant avait été considérée comme une menace pour les banques, fut finalement acceptée. La stratégie de base pour atteindre ce résultat fut la titrisation. Le problème, cependant, était de savoir le montant de cette réduction. D'un côté, il y avait ceux qui étaient favorables à une réduction négociée et globale de la dette fondée sur la création d'un Titre de la dette internationale (IDF, International Debt Facility) qui gérerait le processus d'ensemble sur la base du cas par cas. De l'autre côté, depuis février 1989 le plan Brady était fermement soutenu par les principaux pays créanciers et favorisait une réduction de la dette de manière volontaire et contrôlée par le marché¹². J'appelle la première approche, approche « concertée », et la seconde, approche « volontaire » ou plus précisément approche du « passager clandestin¹³ » de réduction de la dette.

L'approche négociée peut se résumer de la manière suivante.

1° Le mécanisme financier de base pour résoudre la crise de la dette devrait être la titrisation de la dette à long terme des pays très endettés, c'est-à-dire la conversion de la dette en titres de long terme captant la décote existante sur le marché secondaire.

2° Ces nouveaux titres n'auront un sens pour les banques que s'ils sont garantis par les pays créanciers.

3° Le FMI et la Banque mondiale devraient être les institutions offrant ces garanties car ces deux institutions multilatérales sont directement engagées dans la conduite de la crise de la dette et leurs actionnaires majoritaires sont les pays créanciers.

4° Pour coordonner leurs politiques, la Banque mondiale et le FMI devraient créer l'IDF qui, en plus de garantir les nouveaux titres, gérerait la crise de la dette.

12. L'orientation des banques, qui évolua en faveur d'une réduction volontaire de la dette à partir de septembre 1987, est bien décrite par le numéro (*LDC Debt Reduction: A Critical Appraisal*) de décembre 1988 du *World Financial Markets* publié par la Morgan Guaranty.

13. L'auteur utilise l'expression anglaise *free-rider*, que nous traduisons par « passager clandestin », pour caractériser la pratique financière d'achat de titres puis de leur revente rapide sans mise de fonds propres pour l'achat. (N.d.T.)

5° Après avoir évalué la capacité économique du pays à payer sa dette en prenant entre autres comme base la décote sur le marché secondaire et après avoir débattu la question avec les débiteurs et les créanciers, le Conseil de l'IDF aboutira à une proposition négociée, mais pas nécessairement unanime, en matière de décote que le pays sera en droit de recevoir. Ensuite, les banques recevront une offre définitive de renégociation de la dette : soit la banque accepte l'offre et elle disposera de la garantie de l'IDF, soit elle ne l'accepte pas et elle continuera d'essayer de recouvrer individuellement sa dette auprès du pays débiteur, avec évidemment très peu de chance d'aboutir.

6° Pour recevoir une telle décote, le pays débiteur devra respecter les conditions décidées en accord avec l'IDF. La décote sera liée de manière permanente à la capacité du débiteur d'ajuster son économie et de maintenir le cap de l'ajustement.

7° Le coût de cette alternative est relativement faible pour les pays créanciers. Il y a un coût pour les gouvernements des pays créanciers lié à la création d'un fonds dans le cadre de l'IDF pour assurer les garanties.

Si les gouvernements des pays créanciers avaient adopté cette approche, une solution réelle à la crise de la dette aurait été envisageable. Cependant, ils se sont attachés au plan Brady, favorisant l'approche marchande ou celle du passager clandestin et ont rejeté la création de l'IDF. Ils n'ont pas fourni au FMI et à la Banque mondiale les fonds nécessaires pour assurer les garanties. Ainsi, la réduction de la dette fut si limitée qu'elle ne pouvait pas contribuer à résoudre effectivement la crise fiscale. Le fardeau de l'ajustement fiscal continua à peser entièrement sur les pays débiteurs.

L'inefficacité de l'approche volontaire¹⁴

Spécialistes en sémantique, les banques appellent leur approche de réduction de la dette approche « volontaire » ou approche « marchande » comme si l'approche négociée ou globale n'était pas volontaire ou fondée sur le marché. La première et la plus importante différence entre les deux approches est que cette approche « volontaire » permet une stratégie de passager clandestin, alors que l'approche négociée ne permet pas une telle approche. Une seconde différence est que l'approche du passager clandestin favorise aussi les conversions en titres de la dette (*debt-equity*) alors que l'approche globale exclut ce type d'arrangement.

Avant 1989, l'idée d'une réduction de la dette contrôlée par le marché était en vogue, mais le résultat fut insignifiant. Le principal canal de réduction de la dette était les échanges de dette contre des titres qui, ironiquement, sont une forme de réduction de dette pernicieuse pour les pays débiteurs. En fait,

14. Cette section a été initialement rédigée avec Jeffrey Sachs.

malgré les énormes pressions effectuées par les banques commerciales en faveur de ces programmes, ils ont été suspendus dans presque tous les pays dans lesquels ils avaient été introduits.

Les schémas de réduction de la dette devraient être évalués à l'aune du crédit retrouvé par les pays créanciers. La réduction de la dette devrait être suffisamment large pour : 1° permettre aux pays débiteurs de payer le service de leur dette extérieure selon une base contractuelle révisée sans qu'il ne soit nécessaire de refinancer le paiement des intérêts et 2° permettre au secteur privé des pays débiteurs d'attirer des crédits à la production, au commerce extérieur et de financer des projets sur une base décentralisée.

Dans le cas des arrangements « volontaires », un petit nombre de banques utilisant la pratique du passager clandestin peut empêcher un accord global sur la dette d'un pays. Chaque créancier est libre de choisir s'il va ou ne va pas participer à l'accord. La non-participation implique que les créanciers continuent à détenir les mêmes droits qu'auparavant et essaient d'obtenir le plus possible sur la base de ces droits. Ainsi, il existe une condition de base pour l'arbitrage dans le schéma volontaire : la participation au schéma doit, tout au moins, permettre d'espérer et de s'accrocher aux droits initiaux. Dans un schéma volontaire, le créancier doit comparer la valeur des droits actuels après réduction de la dette avec la valeur des droits alternatifs disponibles par la participation au schéma de réduction de la dette.

Mais l'incertitude produit un paradoxe évident. Une restauration complète du crédit du pays débiteur impliquerait que tous les droits sur les débits, y compris les dettes « anciennes » qui ne participent pas au processus de réduction de la dette, atteignent leur valeur nominale. Le prix de l'ancienne dette sur le marché secondaire sera de 100 cents pour chaque dollar si le crédit du pays débiteur est entièrement restauré. Ainsi, sûr de ces conditions, un créancier individuel détenant une petite part de l'ensemble de la dette ne pensera pas participer à un schéma volontaire où il recevrait moins de 100 % de la valeur nominale de la dette.

Le résultat, démontré formellement par Helpman (1989), est que la réduction volontaire de la dette en tant que mécanisme marchand peut ne pas être réalisable même lorsque les créanciers, considérés dans leur ensemble, bénéficieraient de la réduction par rapport au *statu quo*. Ainsi, quand la réduction n'est pas minime comme dans le cas du plan Brady, l'insistance pour que la réduction de la dette soit volontaire nuit, en réalité, à l'ensemble des créanciers.

L'approche « volontaire » est une expression attrayante, mais équivoque. L'approche du passager clandestin, dernière version de la « débrouillardise » adoptée par les créanciers depuis le début de la crise de la dette, représentait la véritable alternative à l'approche négociée. Fischer (1989), analysant les solutions possibles à la crise de la dette, était favorable à la création d'un titre de la dette. Mais il prévenait que même ce schéma

« crée un problème de passager clandestin. Si la Société internationale de décote de la dette (IDDC)¹⁵ achète une bonne partie de la dette des pays en développement et rend possible une certaine forme de réduction de la dette, il y aura alors une amélioration du crédit des débiteurs. Les créanciers qui seraient restés en dehors de l'IDDC auront un gain en capital. Pour cette raison, une IDDC devra trouver des moyens pour assurer une participation presque complète de la part des créanciers. » (Fischer, 1989, p. 320-321.)

Le plan Brady était donc insuffisant pour faire face à la crise de la dette. Outre sa persistance à mener une approche « volontaire », son caractère limité provenait de deux autres raisons : d'une part, il ne fournissait pas au FMI et à la Banque mondiale les fonds nécessaires pour assurer les garanties et, de l'autre, il ne disait rien sur une action concertée des deux institutions pour créer le titre de la dette. C'est pourquoi, la décote obtenue par les pays les plus endettés grâce au plan Brady fut, lorsqu'elle exista, très réduite. Les dévaluations du taux de change, l'ajustement fiscal au niveau intérieur et la réduction des taux d'intérêt au début des années 1990 au niveau international étaient plus importants pour résoudre en partie la crise de la dette.

Les obstacles à l'approche négociée

Si la titrisation négociée était la meilleure solution à la crise de la dette, pourquoi ne s'est-elle pas concrétisée ? Il n'est pas difficile d'identifier les obstacles à cette approche qui trouvent leurs origines à la fois dans les pays créanciers et débiteurs.

Du côté des pays créanciers, les obstacles à la réduction négociée de la dette étaient : 1° la barrière inhérente à l'action collective en ce qui concerne une réduction globale de la dette, 2° le problème du précédent, 3° le problème des finances du secteur public, 4° les distorsions provoquées par les grandes banques, 5° la structure du cycle du marchandage (Sachs, 1989) et 6° plus récemment, les performances relativement bonnes des pays qui ont signé un accord du type plan Brady.

La barrière inhérente à l'action collective était reliée à l'insistance en faveur des schémas « volontaires » que nous avons déjà discutée. Le problème d'un précédent s'applique en particulier aux petits pays, mais résoudre la crise de la dette n'est pas fonction, comme diraient les banques, « du risque d'un précédent ». La réduction négociée est également difficile en raison de

15. L'IDDC (International Debt Discount Corporation) était le nom du titre de la dette proposé pour la première fois par Kenen (1983), quand la décote sur le marché secondaire n'existait pas encore. En même temps Rohatyn (1983) a fait une proposition similaire fondée sur la stratégie financière qu'il avait utilisée pour résoudre la crise de la dette de la ville de New York. Robinson III (1988), président de la banque American Express, a fait une proposition similaire et très détaillée.

l'affirmation continuelle de la part des officiels qu'un processus défaillant de négociation serait sauvé par l'argent public, de telle sorte que les banques restreignent de nouveaux prêts et les opérations de réduction de la dette. Ils savent que les gouvernements couvriront, en partie au moins, la différence par des prêts publics aux pays débiteurs. En outre, il existe une forte résistance des grandes banques américaines à effectuer des remises de dette parce que les pays les moins développés sont plus fragiles par rapport au capital extérieur. Comparées aux petites banques, elles ont un meilleur accès au mécanisme d'échange de la dette contre des titres et s'en sortiraient mieux si un autre créancier plus petit acceptait volontairement de faire des concessions au débiteur. Finalement, dans le cycle de négociation, le pouvoir de marchandage des pays débiteurs est affaibli parce qu'un accord avec les banques est devenu une condition *sine qua non* de bonnes relations avec les gouvernements des pays créanciers. Dans le cas du moratoire brésilien, en février 1987, ce phénomène était très clair. La solidarité entre les gouvernements des pays créanciers, les agences multilatérales et les banques était assez évidente.

Les obstacles de la part des pays débiteurs

Les pays débiteurs étaient bien entendu très intéressés à réduire leur dette lorsque les pays créanciers commençaient à s'en occuper. Cet intérêt devint pour la première fois officiellement manifeste lors de la rencontre d'Acapulco, en novembre 1987, entre huit présidents latino-américains. Mais les élites des pays débiteurs et leurs gouvernements respectifs n'ont pas été capables d'exercer une pression suffisante sur les pays créanciers de manière à pouvoir adopter une décision unilatérale de suspension du paiement de la dette et de réduction de son montant en raison : 1° de la crainte de représailles, 2° de l'identification idéologique avec les créanciers et 3° de la moindre fragilité des élites face à la dette, laquelle, en particulier en ce qui concerne l'échange de la dette contre des titres, peut être une source de profits spéculatifs.

La menace de représailles était toujours présente dans le discours des banquiers et, bien qu'elle ne se soit jamais concrétisée, elle continuait à faire peur parmi les élites des pays débiteurs. Or dans tous les moratoires les représailles furent minimales. En ce qui concerne le moratoire brésilien, la déclaration en février 1988 du ministre des Finances, Mailson da Nobrega, selon laquelle le moratoire avait en raison des représailles causé plus de dégâts que d'avantages était un non-sens. Il essayait seulement de justifier la suspension du moratoire et la signature d'un accord conventionnel avec les banques qui n'a résolu aucun des problèmes brésiliens. En fait, les représailles contre le Brésil furent très réduites. Les banques commerciales ont baissé modérément les crédits à court terme et la Banque mondiale, pour la première fois cette année-là, montra un flux financier négatif avec le Brésil. Ceci aurait causé une perte

de réserves de 1,3 milliards de dollars au plus contre un gain de 4,3 milliards représenté par les intérêts qui auraient dû être payés en 1987 aux banques commerciales sur les prêts à long terme.

En fait, les banques n'ont pas intérêt à suspendre leur prêt à court terme aux pays très endettés. Ces pays obtiennent d'importants écarts de cours (*spreads*) par ces emprunts et leurs décotes sur le marché secondaire sont très faibles. Si les banques décident, comme forme de représailles, de suspendre ces crédits, le pays débiteur ne paiera plus et ces emprunts seront immédiatement transformés en crédits à long terme dont la décote sur le marché secondaire est bien supérieure. Les pertes pour les banques seront alors abruptes et élevées. Elles en sont tout à fait conscientes et ne procèdent donc pas à des représailles. Comme les banques sont intéressées par l'obtention de profits à court et à long terme, les menaces mais en aucun cas l'exécution de représailles peuvent les aider à atteindre cet objectif.

L'identification idéologique des élites aux pays créanciers constitue le deuxième obstacle pour celles qui cherchent à exercer sur les créanciers des pressions plus fortes. La déclaration unilatérale d'un moratoire en fait partie. Ces élites veulent être respectées et faire partie du premier monde. Elles le font savoir aux banques et au gouvernement des États-Unis. C'est seulement à la fin des années 1980 que ces élites commencèrent à percevoir que les élites des pays créanciers étaient divisées, qu'elles ne pouvaient pas être réduites aux banques et qu'il existe un nombre croissant de citoyens assez influents dans le premier monde qui font pression en faveur d'une réduction négociée de la dette. Peu après cependant, avec l'annonce du plan Brady, cette division a disparu.

Finalement, ce sont les pauvres, et non les riches, qui souffrent le plus des conséquences de la crise de la dette. En fait, pour certains la dette est une opportunité pour spéculer et obtenir des profits. Des banquiers, des agents financiers locaux, des investisseurs ou encore des avocats qui échangent la dette contre des actifs obtiennent des gains substantiels.

Les retards de paiement ne sont pas une solution

L'échec de l'approche traditionnelle (marquée par la « débrouillardise ») de la dette, les limites du plan Brady et le manque de motivation pour adopter une solution globale qui prévoit la titrisation de la dette entraînent un nombre croissant de pays à accumuler des arriérés à la fin des années 1980. Au fond, les négociations n'avaient plus aucun sens dans la mesure où le mécanisme « d'argent frais » – la base de l'approche conventionnelle – s'est révélé illogique, même du point de vue des banques. La seule solution de remplacement à l'apport d'argent frais était de procéder à de considérables réductions négociées du montant de la dette, négociations que les gérants des banques ne pouvaient pas accepter.

L'accumulation d'arriérés conduit à un moratoire non déclaré. C'est l'alternative évidente lorsque les négociations échouent. Cela s'est déjà produit lors de la crise de la dette des années 1930, comme le rappelle Devlin :

« Le résultat de l'année 1988 fut que la situation [de l'Amérique latine] commençait à montrer de remarquables parallèles avec la crise de la dette des années 1930. [...] Seulement un petit nombre de pays ont conservé le statut de payeur régulier auprès de leurs créanciers ; en fait la majorité des débiteurs était d'une manière ou d'une autre dans un état d'accumulation d'arriérés même pour des services de la dette rééchelonnés. » (1989a, p. 234.)

Accumuler des arriérés n'est pas une solution à la crise de la dette. C'est une forme négative d'y faire face, car rien n'est réellement résolu. La théorie économique affirme que les agents économiques se comportent selon leurs anticipations. Soit elles sont rationnelles et s'autoréalisent, soit elles mettent en relief l'incertitude du comportement économique. Mais les anticipations sont toujours fondées sur des faits. Si les économies des pays très endettés tendent à être frappées par une crise fiscale, si une partie importante du déficit budgétaire provient du paiement des intérêts par l'État au titre de la dette extérieure, les anticipations auront nécessairement tendance à considérer que l'inflation va augmenter. Par ailleurs, les investisseurs ont tendance à effectuer des anticipations négatives pour l'économie d'un pays qui dispose d'une énorme dette impayée.

Le problème des arriérés fut finalement résolu lorsque les dévaluations des taux de change ont produit des excédents commerciaux dans la plupart des pays latino-américains très endettés. Dans certains pays, l'accord sur la dette fondé sur le plan Brady a également joué un rôle pour régulariser le paiement de la dette. Le problème fut définitivement résolu quand la direction des flux financiers changea et quand les transferts de ressources réelles vers les pays créanciers s'arrêtèrent.

Conclusion

En 1989, la probabilité qu'un pays débiteur accumule des arriérés ou adopte une solution quasi unilatérale était élevée ; actuellement elle est nulle. La crise de la dette n'a pas été totalement résolue, mais aujourd'hui elle n'a plus la même importance qu'au cours des années 1980. Le succès relatif du plan Brady, la réduction des taux d'intérêt et le changement de direction des flux financiers internationaux ont entraîné les élites des pays créanciers à considérer ce problème comme résolu.

Entre 1986 et 1989 les élites des pays créanciers étaient divisées. C'est pourquoi j'ai proposé, en 1987 en tant que ministre des Finances, une solution

négociée à la crise de la dette. Je n'aurais pas fait cette proposition si je n'avais pas su qu'une grande partie des élites des pays créanciers était favorable à une remise de dette.

À cette époque cependant, ces élites qui étaient solidaires avec les débiteurs pensaient encore que l'initiative devait revenir aux gouvernements des pays créanciers. Il était difficile pour elles d'admettre qu'une initiative pour réduire la dette puisse venir des pays débiteurs. Aujourd'hui l'on ne rencontre plus cette attitude modérément favorable car les accords du type Brady sont censés avoir résolu de manière durable la crise de la dette.

Ainsi, dans les pays créanciers, la motivation pour résoudre la crise de la dette n'existe plus. La crise de la dette n'est plus une source de crise pour ces pays et les nouveaux flux financiers internationaux font que le monde entier croit que la crise n'existe plus pour les pays débiteurs. Ce n'est pas tout à fait vrai, car le fardeau du paiement des intérêts reste lourd et représente une charge fiscale importante pour les pays très endettés. Les gouvernements des pays débiteurs doivent environ 90 % de la dette et disposent d'une capacité fiscale de paiement limitée. Ainsi, en plus d'être la cause de transferts de ressources réelles, la crise de la dette continue, et ceci pour longtemps, à représenter un problème fiscal majeur qui réduit le taux de croissance dans les pays débiteurs. Néanmoins, ce n'est plus un problème pour les banques ou les pays créanciers. Par conséquent, ce problème n'intéresse plus la communauté internationale. La crise de la dette survit dans les années 1990 uniquement par ses effets : des taux de croissance modestes et des retards pour les niveaux de vie en Amérique latine.