

**CAMILLE BAULANT**

Université d'Angers, GRANEM, UFR Droit, Economie et Gestion  
camille.baulant@univ-angers.fr.

## LA GESTION DES RISQUES EN AMÉRIQUE LATINE : UNE APPROCHE PLURIELLE APPLIQUÉE BRÉSIL, MEXIQUE ET CHILI

**Résumé :** L'article analyse les paradoxes que connaissent aujourd'hui les pays d'Amérique latine. Ces pays enregistrent des succès politiques sur la scène internationale mais leur économie souffre d'une ultra-spécialisation dans les matières premières, un manque de compétitivité dans les secteurs industriels et d'inégalités de revenus importantes qui induisent un développement économique non inclusif. La première partie analysera le risque monétaire en considérant le rôle particulier que joue le taux de change réel dans ces pays spécialisés dans les matières premières. La seconde partie du travail étudiera le risque commercial de trois pays d'Amérique latine (Brésil, Mexique et Chili) en mesurant l'impact des politiques industrielles sur la valeur des élasticités revenus et prix de leur commerce extérieur. La troisième partie présentera les risques financiers qui affectent les pays d'Amérique latine depuis la liberté totale des mouvements de capitaux de 1990, en étudiant si les entrées nettes d'IDE dans ces pays ont permis de moderniser les secteurs industriels et d'éviter les situations de *péché originel* conduisant à des crises de défaut dans ces économies.

**Mots-clés :** Amérique latine, élasticité-prix, élasticité revenus, taux de change réel, Investissement Direct à l'Étranger (IDE), théorie du péché originel.

**JEL Classification :** F14, F32, F34.

### RISK MANAGEMENT IN LATIN AMERICA: PLURALISTIC APPROACHES APPLIED TO BRAZIL, MEXICO, AND CHILE

**Abstract :** The paper analyzes controversies about Latin America situations. Those countries have political successes on international markets but their economy is still suffering about an over specialisation in raw material, a lack of competitiveness in industrial sectors, and sharp income inequalities which involves non inclusive development. In the first part, the monetary risk will be studied in analysing the particular role of the real exchange rate

for these countries specialised in raw materials. In the second part, the trade risks will be analysed for three countries in Latin America: Brazil, Mexico, and Chile. The analysis computes the consequences of industrial policies in Latin America on the values of the income elasticity and price elasticity within their international trade. In the third, the financial risks will be studied through the free movement of capital assets settled since 1990 around the world. The question will be the efficiency of FDI inflows in Latin America in order to modernize industrial sectors, and decrease the *original sin situations* which involve default crises in Latin America.

**Keywords :** Foreign Direct Investment (FDI), income elasticity, Latin America, original sin theory, price elasticity, real exchange rate.

## Introduction

Au cours des trente dernières années, l'un des faits marquants a été la montée sur la scène internationale des économies en développement et émergentes qui représentent depuis 2006 un poids supérieur au poids des pays avancés dans le partage de la production mondiale exprimée en dollars de Parité de Pouvoir d'Achat (PPA). Les pays asiatiques, la Chine en tête, représentent un poids déterminant dans ce nouveau partage. Pourtant, d'autres groupes de pays ont bénéficié la mondialisation : les Pays d'Europe Centrale et Orientale (PECO) spécialisés dans les produits moyenne gamme mais aussi certains pays en développement spécialisés sur les produits intensifs en main œuvre. Malgré leurs richesses minières, les pays d'Amérique latine ont, moins profité de la mondialisation. Sous l'influence de l'Ecole de la CEPAL, qui institua une politique de « substitution d'importations », les pays d'Amérique latine se sont affirmés sur la scène internationale dès la fin de la seconde guerre mondiale en créant un véritable marché intérieur au sein de chaque pays sud-américain. A partir de 1973 les pays d'Amérique latine ont amorcé un développement industriel en s'appuyant sur la remontée historique des cours des matières premières. Ces pays sont néanmoins en proie à des cycles économiques que la libéralisation des mouvements de capitaux de 1990 semble avoir amplifiée. L'objectif du travail est de questionner les paradoxes qui affectent les N.P.I. d'Amérique latine et la nature des risques qui les touchent. Ces pays apparaissent puissants sur la scène internationale en étant capables de s'opposer aux pays avancés au sein de l'OMC. En dépit de ces succès politiques, l'économie réelle de ces pays souffre toujours d'une industrialisation dépendante de leur ultra-spécialisation dans les matières premières et d'inégalités de revenus qui freinent tout développement soutenable. La première partie portera sur le risque monétaire en étudiant le rôle que joue le taux de change réel dans ces pays spécialisés dans les matières premières. La seconde partie du travail étudiera le risque commercial de trois pays sud-américains : le Brésil, le Mexique et le Chili. Il s'agira de mesurer l'impact

des politiques industrielles sur les élasticités revenus et prix du commerce de ces pays. La troisième partie analysera les nouveaux risques financiers qui affectent les pays d'Amérique latine depuis la liberté des mouvements de capitaux de 1990. Le rôle des IDE sera étudié pour savoir s'ils permettent de contrer ainsi la « théorie du péché originel » développée pour les pays émergents par Eichengreen (1999).

## **1. Le risque monétaire en Amérique latine : rôle inversé du taux de change réel**

### **1.1. La question des termes de l'échange en Amérique latine**

Sous l'impulsion des travaux des économistes de la CEPAL (ONU, 1949), les pays d'Amérique latine ont adapté une stratégie de développement original dans le contexte de la guerre froide. Entre régime capitaliste et régime socialiste, ils ont adopté une voie pragmatique consistant à se fermer, partiellement, aux échanges internationaux. Les « *politiques de substitution d'importations* » ont été fondées sur l'instauration de droits de douanes et des quotas d'importation. L'objectif était de lutter contre un échange inégal apparu avec une spécialisation de ces pays dans des produits primaires qui entraînait une double perte. Une première perte à l'échange provenait d'une spécialisation agricole qui était, selon les analyses de Singer (1950), moins dynamique et différenciable que la spécialisation industrielle. Il a montré que les exportations en produits de base sud-américains étaient moins sensibles à la demande mondiale que les exportations en biens industriels pratiquées par les pays développés. Une seconde perte à l'échange, analysée conjointement par Singer (1950) et Prebisch (1950), porte sur la baisse des termes de l'échange qui affectait les pays du Sud exportateurs de matières premières. Depuis les analyses de la CEPAL, un grand nombre de courants de pensée en économie internationale : l'École de la dépendance (Bhagwati, 1958; Emmanuel, 1969; Furtado, 1970; Amin, 1973), l'École de la régulation (Mistral, 1982; Lipietz, 1985), les nouvelles théories du commerce international (Lassudrie-Duchène, 1972; Krugman, 1980; Stiglitz, 1986) ou les analystes du risque pays (Hausmann & Panizza, 2003) ont confirmé la faiblesse des élasticités revenu des produits agricoles. Les mesures et l'ampleur des baisses des termes de l'échange ont en revanche donné lieu à de nombreuses controverses (Linder, 1986; Assidon, 1992; Teillet, 2002). La plus importante d'entre elles remet en cause cette baisse, en raison des progrès de productivité de l'industrie manufacturière qui poussent les prix de ces produits à la baisse. Dès lors, plus qu'un problème de baisse des termes de l'échange, c'est surtout aujourd'hui le non-contrôle des prix des produits de base par les pays du Sud qui constitue le problème majeur. Les politiques de fermeture commerciale pratiquées par les pays d'Amérique latine au

cours des années 1960-1982 avaient pour objet de lutter contre la baisse des termes de l'échange de façon à amorcer un développement industriel en Amérique latine à l'abri du marché mondial. A ce sujet, les travaux d'Edwards (1989) ont montré que la hausse du taux de change réel ( $P/eP^*$ ), facteur de baisse de compétitivité dans les pays avancés, devait s'interpréter différemment en Amérique latine. Pour ces pays, le taux de change réel (TCR) n'est pas un indicateur de demande (vendre plus grâce à la baisse des prix) mais un indicateur d'offre interne : être capable d'être rentable aux prix mondiaux<sup>1</sup>. En période de hausse des cours mondiaux, la hausse du TCR permet des marges plus élevées pour les agriculteurs (et des salaires meilleurs pour les salariés), ce qui incite à la modernisation des entreprises. En période de baisses des cours, la modernisation est stoppée car, comme le prix en dollar est fixe, les entreprises devront baisser les salaires et les marges. Les baisses de taux de change sont inefficaces pour relancer les exportations des pays exportateurs de matières premières. Elles conduisent à un appauvrissement des pays d'Amérique latine puisque leurs importations manufacturières vont ainsi coûter plus chères. Pour ces pays, tant que les cours des matières premières sont orientés à la hausse, les recettes de ces pays augmentent sous la double influence de la hausse des cours des matières premières et de la hausse du change qui stimulent les exportations de ces produits (Dornbusch, 1976 ; Lafay, 1984). Ce phénomène, qualifiée à tort de *success story*, est instable et empêche toute élaboration d'une stratégie industrielle à long terme dans un environnement international ouvert (Lipietz, 1985). Lorsque les prix des matières premières se retournent sur les marchés internationaux, le taux de change des pays d'Amérique latine s'effondre et génère des cycles de *double perte* (Baulant, 1989, 1992). A l'opposé d'une *success story*, les pays d'Amérique latine sont soumis à des politiques économiques et industrielles de *stop and go* décrites par Thirlwald dès 1980. Avec la mobilité des capitaux de 1990, ce phénomène a été renforcé : l'appréciation du change stimule des entrées de capitaux et renforce les excédents de balance commerciale. Pour les pays d'Amérique latine, les indicateurs économiques passent directement du « vert » au « rouge », ce qui rend nécessaire les analyses de risque pays (Eichengreen et al., 2005 ; Meunier & Sollogoub, 2005). Entre 1970 et 1982, les pays d'Amérique latine ont obtenu un taux de croissance économique presque similaire à celui des NPI d'Asie du Sud-Est qui avaient choisi un modèle de croissance extravertie. Mais le modèle de croissance intravertie a posé un problème récurrent d'endettement nourri par des hyper inflations et des hyper dévaluations (Salama & Tissier, 1982 ; Dornbusch & Edwards, 1989). Les crises de défaut qui en ont découlé ont poussé les pays d'Amérique latine, sous l'influence de la titrisation de leur dette en 1990, à faire un changement radical de politique

---

<sup>1</sup> Conformément aux analyses de Balassa (1964), le taux de change réel externe ( $P/eP^*$ ) suit donc le taux de change réel interne ( $PN/PT$ ), le prix du secteur domestique ( $PN$ ) sur le prix du secteur exposé ( $PT$ ).

économique. Ces pays se sont tournés vers des modèles de croissance extravertie et une politique monétaire rigoureuse sous l'influence des économistes monétaristes de l'École de Chicago (Salama et al., 1992). Les années 90-2000 ont été des années de redressement économique de ces pays fondé sur une croissance extravertie permettant d'importer à faibles prix des technologies occidentales. Pour financer les importations, les gouvernements au pouvoir en Amérique latine ont, dans un contexte de croissance soutenue dans l'ensemble des pays émergents (la Chine et l'Inde en particulier), profité du nouveau boom de matières premières pour alimenter leur croissance économique. On a parlé à nouveau de *success stories* de l'Amérique latine, bien que les crises de défaut soient réapparues dès 1994 avec une volatilité croissante des flux d'investissements étrangers qui ont généré des reflux de capitaux de ces pays.

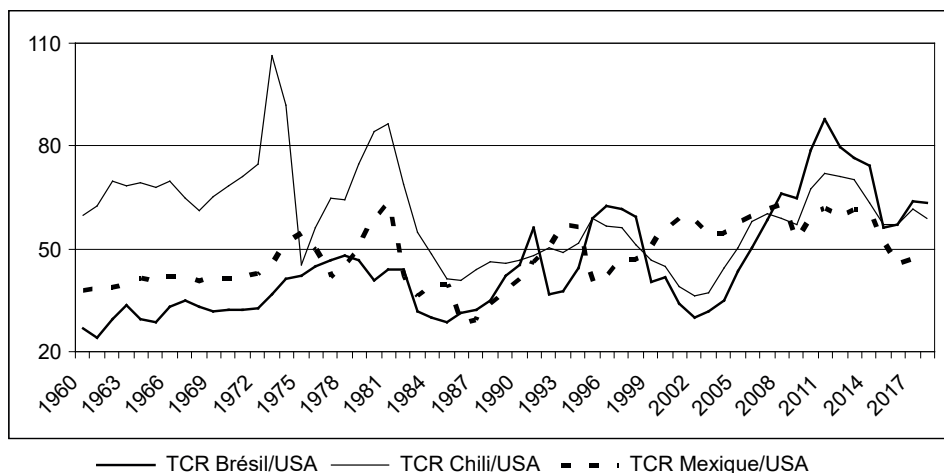
## 1.2. Relation inversée entre compétitivité-prix et balance commerciale pour les pays sud-américains

Conformément à l'analyse d'Edwards (1989), les **graphiques 1 et 2** révèlent la déconnexion qui existe entre la compétitivité-prix (la baisse du TCR) et l'amélioration de la balance commerciale des pays d'Amérique latine. Pour le Brésil par exemple, la hausse du TCR par rapport aux USA de 35% entre 2000 et 2012 n'a pas entraîné de baisse des excédents de la balance commerciale de ce pays. La baisse du TCR par rapport aux USA de 19% entre 2012 et 2014 a induit à l'inverse une diminution sensible des excédents commerciaux. Entre 2000 et 2006, la hausse du TCR/USA de 35% au Brésil coïncide avec une forte augmentation de sa balance commerciale (de -31 à + 46 450 millions de dollars). La baisse qui a suivi du TCR du Brésil par rapport aux USA de 19% entre 2012 et 2014 n'a pas amélioré à l'inverse sa balance commerciale qui est restée déficitaire pour plus de 6 600 millions de dollars. Les baisses du TCR/USA du Brésil et du Chili s'analysent comme des indicateurs d'offre qui permettent aux exportateurs de matières premières d'exporter aux prix mondiaux, en augmentant leurs marges et leurs investissements du montant de la dépréciation du change, ce qui permet au secteur exportateur d'attirer de la main d'œuvre la plus qualifiée<sup>2</sup>.

Pour les deux pays, l'indicateur de TCR ( $P/eP^*$ ) suit l'inverse des termes de l'échange ( $PX/PM$ )<sup>3</sup>. Plus les prix des matières premières et les taux de change de ces pays augmentent (1960-1982, 1992-1999, 2004-2008 pour le Brésil) et plus

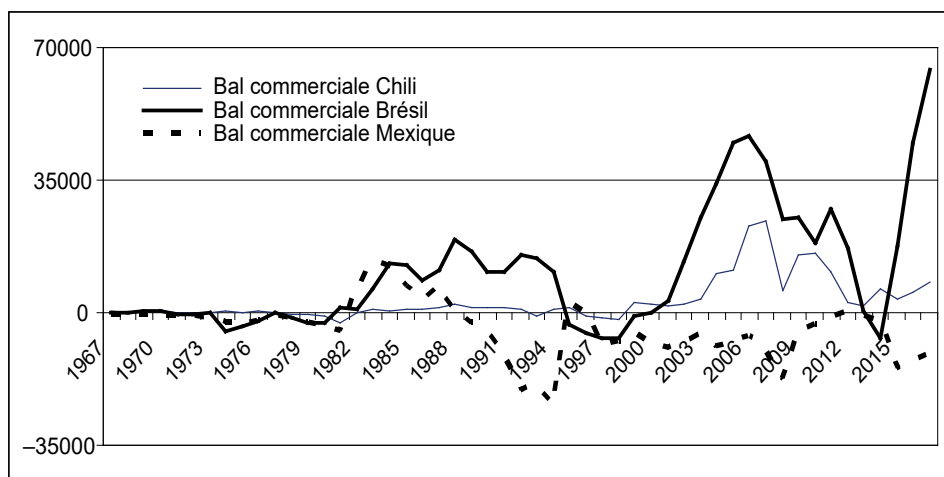
<sup>2</sup> Avec une formalisation des prix fondée sur un mark-up sur les coûts salariaux unitaires :  $P = (1 + m)W/\text{productivité}$  (Balassa, 1964; Aglietta, 1978). La hausse du prix en monnaie nationale, autorisée par une baisse du change, permet d'augmenter les marges ( $m$ ) et les salaires ( $W$ ) dans le secteur exportateur.

<sup>3</sup> L'inverse des termes de l'échange ( $PM/PX$ ) égalise le TCR ( $P/eP^*$ ) et le TCR interne ( $PN/PT$ ).



**Graphique 1. Taux de change réel du PIB rapportés aux USA du Brésil, Mexique et Chili entre 1960 et 2018 : Ecart du taux de change courant au taux de PPA du PIB**

Source : (CEPII, septembre 2019).



**Graphique 2. La balance commerciale du Brésil, Mexique et Chili 1967-2017**

Source : (CEPII, septembre 2019).

ils peuvent importer de biens industriels capables de moderniser leur économie. Inversement plus les prix et les taux de change de ces pays diminuent (1982-1990, 1999-2004, 2008-2017 pour le Brésil) et plus les pays devront freiner leurs importations et leur croissance économique. Le Mexique, exportant et important en majorité des produits industriels, la baisse de taux de change réel mexicain de 29% par rapport aux USA entre 1994 et 1995 a permis de redresser sa balance commerciale (-24 267 à +2 164 millions de \$ en 1995). Puis la hausse du TCR du PIB rapporté

aux USA (premier partenaire commercial du Mexique) de 55% entre 1995 et 2008 a induit un gonflement de son déficit commercial pour atteindre un maximum de 17 615 millions de \$ en 2008.

## 2. Le risque commercial en Amérique latine : dépendance aux marchés extérieurs et faible élasticité prix

Pour étudier si les trois pays sud-américains, exportateurs en matières premières minières, agricoles ou énergétique, vont pouvoir financer leur développement industriel, nous avons estimé leurs équations du commerce extérieur en volume pour analyser la valeur de leurs élasticités revenus et prix.

### 2.1. Estimation en données de panel des équations de commerce extérieur de trois pays sud-américains

Dans le modèle classique du commerce extérieur (Marquez, 1990; Senhadji, 1997), les exportations de biens en volume<sup>4</sup> dépendent positivement ( $\epsilon x$ ) du PIB mondial réel et négativement ( $-\eta x$ ) du taux de change réel de chaque pays exprimé par rapport aux USA. Les importations en volume dépendent quant à elles positivement du PIB réel de chaque pays ( $\epsilon m$ ) et positivement ( $\eta m$ ) du taux de change réel de chaque pays exprimé par rapport aux USA (Hoooper, Johnson, & Marquez, 2000).

$$\begin{aligned} \text{Log}(XZ_{ij}^t) &= \epsilon x Y^{*t} - \eta x (P_j^t / e_j^t \cdot \text{PUS}^t) + cst \\ \text{Log}(MZ_{ij}^t) &= \epsilon m Y_j^t + \eta m (P_j^t / e_j^t \cdot \text{PUS}^t) + cst. \end{aligned}$$

Avec

$j$  représentant les trois pays : Brésil, Chili, Mexique,

$\epsilon x$  : l'élasticité-revenu à l'exportation,

$\eta x$  : l'élasticité-prix à l'exportation,

$XZ_{ij}^t$  : les exportations en volume du pays  $j$  pour 72 biens pour 51 années (calculées par les exportations de biens en valeur déflatées par le prix du PIB),

$Y^{*t}$  : le PIB mondial en volume pour chaque année  $t$ ,

$(P_j^t / \text{PUS}^t \cdot e_j^t)$  : le prix du pays  $j$  par rapport au prix américain pour les années  $t$  : une hausse de l'indice indique une perte de compétitivité,

$e_j^t$  : le taux de change du dollar par rapport à la monnaie du pays  $j$  sur les 51 années  $t$  allant de 1967 à 2017.

<sup>4</sup> Ne disposant pas des volumes dans la base commerce du CEPII, nous avons déflaté les exportations de biens en valeur de la base commerce par les prix du PIB de chaque pays.

Les études d'Helpman et Krugman (1985) ont mis en évidence le rôle des « avantages hors prix », par la qualité et la variété, sur les exportations haut de gamme des pays avancés et de certaines économies émergentes comme le Brésil dans le secteur des biotechnologies. Les travaux de Porter (1990) puis d'Aghion et Howitt (2000) ont montré la nécessité pour les différents pays du monde d'effectuer une spécialisation diversifiée selon des « avantages compétitifs » concernant toute la chaîne de valeur des pays, et non uniquement les secteurs amont de la chaîne intensifs en recherche et développement (Baulant, 2017). Ces différentes stratégies de spécialisation à long terme ont été accompagnées par différentes formes de compétitivité à court terme. Avec le développement de la concurrence imparfaite, la compétitivité hors prix devient essentielle pour les pays spécialisés dans des biens industriels haut de gamme. La concurrence monopolistique s'appuie sur la construction de firmes multinationales capables d'imposer une forte différenciation de leurs produits (Krugman, 1989). Le Brésil (comme la Chine dans l'industrie ou l'Inde dans les services informatiques) est en capacité désormais de se spécialiser sur des secteurs haut de gamme dans les biotechnologies, la chimie et l'aéronautique. Pour les produits plus homogènes, la concurrence oligopolistique utilise une différenciation par les prix fondée sur la segmentation des marchés internationaux (Brander, 1981). Avec le développement des NTIC, la compétitivité hors prix doit être complétée par la compétitivité informationnelle qui concerne tous les pays et tous les secteurs dès que les acteurs sont capables de construire des réseaux innovants, des politiques d'influence ciblées et une protection diversifiée du patrimoine immatériel. A partir des années 2000, on observe pourtant dans tous les pays un retour au rôle de la compétitivité-prix dans leur insertion commerciale sur les marchés internationaux (Baulant, 2017).

Les estimations économétriques des équations du commerce extérieur des pays sud-américains, en données de panel, ont été effectuées avec le logiciel STATA pour 51 années (1967 à 2017) et 72 produits échangés qui constituent la balance commerciale de chaque pays (Baulant et Compaire, 2019). Le choix de retenir des produits désagrégés a été motivé par la volonté de savoir si l'insertion commerciale des pays d'Amérique latine était porteuse de développement économique au-delà de leur seul secteur industriel. L'idée était de savoir si les excédents commerciaux de toute nature (industriels, agricoles et énergétiques) pouvaient compenser à long terme les déficits élevés de la balance des revenus primaires pour ces pays très endettés. Le choix d'utiliser des estimations en données de panel présente plusieurs avantages. Ils permettent d'appréhender l'hétérogénéité des produits échangés et de prendre en compte la spécificité du pays et des chocs temporels (comme les crises de défaut). Ce modèle identifie aussi les changements qui interviennent entre les différents produits échangés, ce qui n'est pas possible dans les estimations traditionnelles en séries temporelles (Levin, Lin, & Chu, 2002 ; IM, Pesaran, & Shin, 2003).



## 2.2. Faibles élasticités prix et fortes élasticités revenus en Amérique latine

Pour les exportations en volume, les estimations indiquent que, malgré les crises de défaut du Mexique et du Brésil, la dimension individuelle des produits différenciés l'emporte sur la dimension temporelle (tableau 1). Ce modèle s'explique par le changement de nature des produits exportés depuis les années 90. Au sein des produits échangés, nous avons aussi bien des produits issus de l'agriculture, de l'électricité ou des mines que des ordinateurs, du textile ou des produits pharmaceutiques. Ces différents types de produits vont être différemment sensibles à l'évolution du PIB mondial et à celle du TCR. Comme attendu dans notre analyse de l'insertion des pays sud-américains dans l'économie mondiale, ces pays ont une élasticité au PIB mondial en volume élevée. Leurs exportations sont en phase avec la croissance de tous les pays du monde.

**Tableau 1. Estimation des exportations des trois pays en volume**

$\text{Log}(XZ_{ij}^t) = \epsilon x Y^{*t} - \eta x (P_j^t / e_j^t \cdot \text{PUS}^t) + cst$   
*i* produits (allant de 1 à *n*) et *j* pays, *t* = 51, *n* = 72, *nt* = 3672

	$\epsilon x$	$\eta x$	<i>cste</i>	R <sup>2</sup>
Chili	3,56	-0,67	(-59,22)	0.83
Brésil	3,14	-0,97	(-46,78)	0.80
Mexique	2,92	-1,38	(-41,47)	0.82

Source : Estimations (Baulant & Compaire, 2019).

Les fortes élasticités revenus du Chili et du Brésil (3,56 et 3,12 respectivement) s'expliquent par une demande mondiale soutenue en produits de base exportés par les deux pays : or, métal non ferreux, produits agricoles, produits agricoles non alimentaires pour le Chili ; produits agricoles, sucre, or, pétrole, viandes et poissons pour le Brésil. L'élasticité-revenu plus modérée du Mexique (2,92) s'explique par l'accord commercial qui le lie avec les USA et le Canada (Alena) qui a conduit ce pays à se spécialiser sur des segments de la chaîne de valeur des grandes entreprises mondiales, comme ceux des véhicules commerciaux, des composants de véhicule, des moteurs ou des instruments de précision. Pour ce pays, même si les exportations sont le fait de FMN étrangères installées au Mexique, les exportations industrielles de ce pays sont désormais supérieures aux exportations en produits agricoles. Conformément aux analyses d'Edwards (1989) sur le rôle pro-cyclique des taux de change réels en Amérique latine, les élasticité-prix restent faibles pour les trois pays. Au Chili et au Brésil, l'effet terme de l'échange domine l'effet compétitivité-prix. Le Chili, pays le plus spécialisé dans des avantages comparatifs miniers, obtient l'élasticité-prix la plus faible (0,67) car les matières premières sont exportées directement en devises et aux cours mondiaux. Le Brésil a une élasticité-prix de 0,97 qui

traduit à la fois des exportations fortes en matières premières et des exportations également élevées dans des produits haut de gamme dans les secteurs des IAA (agro-business) et dans l'aéronautique, deux secteurs sensibles à la compétitivité hors prix (monopoles et oligopoles). Le Mexique, qui est spécialisé dans les composants de l'industrie manufacturière depuis son adhésion à l'Aléna, possède, à l'inverse, l'élasticité-prix la plus forte des trois pays sud-américains (1,38).

Pour les importations en volume des trois pays, le meilleur modèle économétrique est aussi un modèle avec un effet produit plus important que l'effet temporel (tableau 2).

**Tableau 2. Estimation des importations des trois pays**

$$\text{Log}(MZ_{ij}^t) = \epsilon m Y_j^t + \eta m (P_j^t / e_j^t \cdot \text{PUS}^t) + \text{cst}$$

*i* : produits et *j* : pays, effectifs : *t* = 51, *n* = 72, *nt* = 3672

	$\epsilon m$	$\eta m$	<i>cste</i>	$R^2$
Chili	1,77	-0,39	(-16,1)	0.82
Brésil	1,35	0,23	(-15.8)	0.81
Mexique	1,95	0,34	(-21.3)	0.83

Source : Estimations (Baulant & Compaire, 2019).

Les trois pays ont des élasticités-revenus à l'importation fortes mais inférieures à celles des exportations, y compris pour le Mexique qui possède pourtant une balance commerciale, en données de balance des paiements, déficitaire<sup>5</sup>. Les élasticités-revenus à l'importation, supérieures à l'unité, traduisent la nécessité pour les pays sud-américains d'importer dès que la croissance économique repart des biens d'équipement pour moderniser leur économie. Les crises de défaut du Mexique en 94 et du Brésil en 99, qui ont affecté le PIB de ces pays, ont pénalisé leurs importations en biens industriels lors de ces périodes. La plus forte dépendance des importations au PIB est constatée pour le Mexique (1,95).

Liée par l'ALENA depuis 1994, la croissance économique du Mexique est tirée par ses exportations industrielles au sein de la chaîne de valeur des grands groupes américains et canadiens, ce qui génère des hausses des importations pour les composants électroniques, les moteurs qui seront assemblés au Mexique. La dépendance du Mexique indique la nécessité pour ce pays d'importer des composants intermédiaires : les produits du pétrole raffinés, les composants électroniques, les articles de plastique, le hardware de façon à pouvoir exporter des biens finaux, à faibles prix, vers ses deux partenaires de l'ALENA : les automobiles, les appareils électriques, les composants de véhicules, les ordinateurs, les moteurs, les équipements

<sup>5</sup> On observe pour ce pays un écart significatif entre un excédent commercial industriel en données douanière et un déficit commercial en données balance des paiements, écart qui pourrait s'expliquer par la forte activité des FMN étrangères dans l'industrie du Mexique.

en télécommunication. Cette élasticité-revenu à l'importation élevée révèle que, malgré une spécialisation dans le secteur porteur de l'industrie mécanique, l'accord de libre échange s'est plus traduit par une dépendance du Mexique vis-à-vis de ses partenaires qu'une véritable montée en gamme de ce pays dans des produits industriels de pointe. Avec une élasticité-revenu à l'importation de 1,35 seulement, le Brésil a, à l'inverse, développé un marché intérieur important au cours des vingt dernières années. Il produit et exporte désormais dans les secteurs haut de gamme tels que les IAA, l'aéronautique, ou la chimie, ce qui réduit sa dépendance technologique. Moins développé industriellement et spécialisé sur ses avantages comparatifs en matières premières, le Chili obtient des élasticité-revenu plus élevées, à l'importation comme à l'exportation, que le Brésil. Ce pays est plus sensible à tout choc de conjoncture nationale ou internationale. Toute augmentation de la demande mondiale va engendrer une hausse des exportations, du PIB mais aussi des importations au Chili. A l'inverse tout ralentissement de la demande mondiale va conduire à un ralentissement du PIB chilien et un ralentissement induit de ses importations. Malgré ce caractère cyclique des pays exportateurs de matières premières, le Chili comme le Brésil, ont eu sur la période étudiée une balance commerciale nettement excédentaire, avec des exportations de biens primaires qui compensent leurs importations en produits industriels. Pour la compétitivité prix à l'importation, les élasticité-prix du Chili sont inversées, ce qui traduit la prédominance de l'effet terme de l'échange sur la compétitivité dans ce pays. La baisse du taux de change dans ce pays ne permettra pas d'améliorer sa balance commerciale. La somme de ses élasticité-prix est inférieure à l'unité, la condition Marshall-Lerner n'est donc pas vérifiée dans ce pays (Houthakker & Magee, 1969). Les faibles élasticité-prix trouvées en moyenne pour les trois pays confirment, qu'en période de baisse des cours des matières premières, les pays sud-américains devront diminuer leur croissance économique pour éviter un déficit commercial. Pour le Mexique et le Brésil, si la somme des élasticité-prix est supérieure à l'unité, les effets prix demeurent pourtant inférieurs aux élasticité-revenus. En tant que pays peuplés et endettés, la baisse du PIB sera nécessairement marquée en périodes de baisse des cours des matières premières. Pour le Chili, qui est faiblement peuplé et moins endetté, la baisse du PIB pourra être moins importante et il obtiendra plus facilement un endettement conjoncturel lors des baisses de cours des matières premières, malgré son élasticité prix inversée.

### 3. Le risque financier : retour de la *théorie du péché originel*

#### 3.1. La liberté des mouvements de capitaux apporte-elle une marge de manœuvre accrue en Amérique latine ?

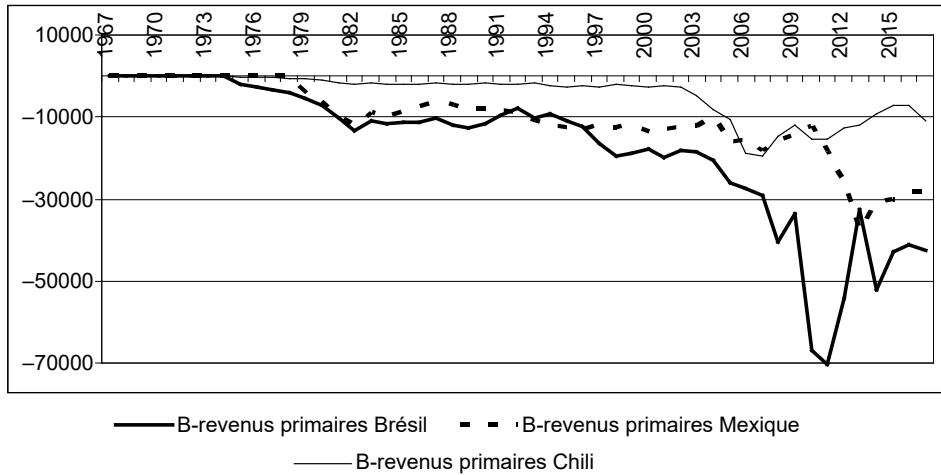
Les estimations économétriques ont montré que les balances commerciales des pays d'Amérique latine restent fragiles à long terme. Néanmoins le risque majeur reste aujourd'hui un risque financier. Les pays d'Amérique latine continuent de payer les dettes accumulées entre 1973 et 1982 lorsqu'ils avaient mis en œuvre une industrie fondée sur le marché intérieur en se fermant aux échanges extérieurs (Mistral, 1982 ; Ominami, 1984). Depuis leur décollage industriel dans les années 70, le Mexique et le Brésil ont été le lieu privilégié des entrées de capitaux en raison de leur statut d'économies intermédiaires à niveaux de vie élevés (Hausmann, 2003 ; Salama, 2012). Mexique et Brésil ont dû très tôt s'assurer que le déficit de la balance des revenus primaires ne dépasse pas leur excédent commercial, ni les entrées nettes de capitaux privés à partir de 1990. En période de boom des matières premières, les excédents commerciaux financent les remboursements de la dette, mais ils se retournent brutalement à chaque crise de défaut. Malgré des taux de croissance du PIB en volume élevés, les dettes des pays d'Amérique, latine libellées en dollars, ont entraîné, lors de la crise de 1982, un approfondissement de celle-ci jusqu'à aboutir à une « décennie perdue » pour le développement en Amérique latine. A ce sujet, Eichengreen et alii (2005) ont formalisé la *théorie du péché originel* qui affecte tout pays émergent et, particulièrement, les pays d'Amérique latine. En étant obligé de s'endetter en devises pour se développer, la baisse du change conduit nécessairement à une crise de défaut car elle augmente d'autant la dette en devises du pays concerné. Les pays d'Amérique latine sont toujours, à l'inverse des pays asiatiques et des PECO, dans cette situation. Selon l'analyse de Williamson (1985), la liberté des mouvements de capitaux de 90 auraient dû, autoriser un rattrapage rapide des pays sud-américains en les autorisant à importer, sans crise de leur balance courante, des technologies pour valoriser leurs richesses minières et intellectuelles. La finance intermédiée (prêts bancaires) des années 1973-1990 a été remplacée par une finance de marché, fondée sur les Investissements Directs Etrangers (IDE) et les investissements de portefeuille. Au début des années 90, les IDE présentaient un double avantage. Ils permettaient l'achat d'actions par les investisseurs internationaux qui ne demandaient pas de remboursement annuel d'intérêts. Les IDE étrangers restaient en moyenne dans les pays sud-américains entre deux à cinq ans pour une *filiale atelier* et entre cinq à dix ans pour une *filiale relais* ou une *fusion-acquisition* (Vernon, 1966). Les pays sud américains avaient dès lors un financement de long terme pour leurs activités industrielles, à la différence de la période antérieure où l'économie était financée par de prêts

bancaires privés à court terme qui entraînaient un risque accru de défaut. Les IDE apportaient aussi dans ces pays des équipements modernes, une formation des salariés et des transferts de technologies qui auraient dû leur permettre de monter en gamme dans l'industrie. Sans avoir à subir des risques de baisses du change ou de baisses des dépenses publiques prévues par les programmes FMI lors de déséquilibres courants, la liberté des mouvements de capitaux aurait dû initier un développement durable dans les pays d'Amérique latine. Comme le financement des investissements se réalisait par le biais des IDE, l'endettement externe des pays sud-américains décroissant est devenu plus solvable et ils ont obtenu de meilleures conditions financières à mesure qu'ils s'élevaient dans l'échelle des ratings ses agences de notation. A la différence des Plans d'ajustement structurels du FMI, la finance directe devait lisser les importations industrielles des pays sud-américains et laisser le choix, aux investisseurs internationaux et aux pays d'Amérique latine, de mener une stratégie industrielle choisie : IAA pour le Brésil, industrie intégrée pour le Mexique ou avantages comparatifs pour le Chili.

### **3.2. Un nouveau type de péché originel en Amérique latine issu des IDE**

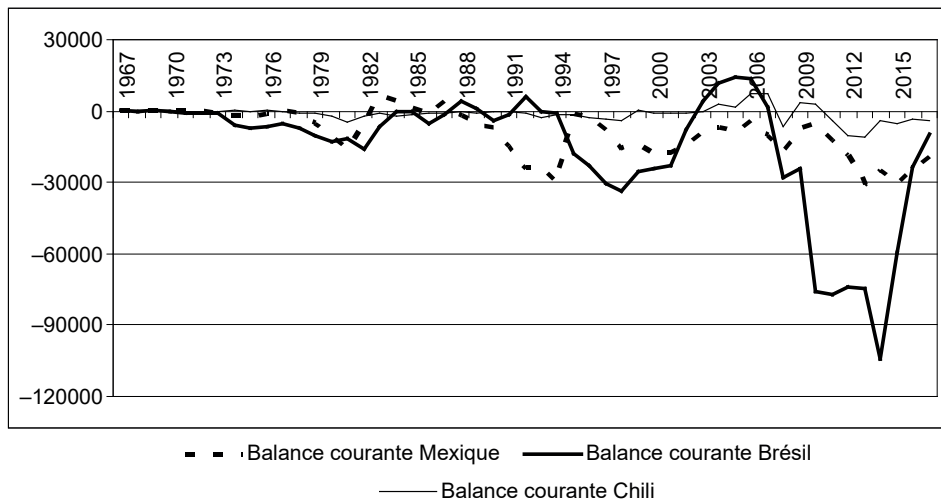
Au niveau commercial, comme la valeur des élasticités-revenus à l'exportation est supérieure aux élasticités-revenus à l'importation, l'excédent commercial observé au Brésil et au Chili aurait dû financer le remboursement de leurs dettes passées et les rapatriements de profits des investisseurs étrangers ayant investi dans ces deux pays. Or on constate que l'excédent commercial du Brésil de 2011 par exemple (27 500 millions de dollars) est resté inférieur au déficit de la balance des revenus primaires (-70 000 millions de dollars). Pire, les déficits croissants de la balance des revenus primaires au Brésil et au Mexique sont non compensés par des excédents de la balance commerciale (graphique 3). Cette situation entraîne alors des déficits courants croissants également dans ces pays (graphique 4) qui risquent de dégénérer à tout moment en crises de défaut. Les rapatriements de profits des IDE ont donc été effectués, dans les pays sud-américains, au plus « mauvais moment » pour eux, c'est-à-dire en période de crise économique et dans un contexte où les dettes des années 80-90 n'étaient toujours pas éteintes. Avec la globalisation, le risque financier des pays d'Amérique latine a changé de nature. Le Brésil et le Mexique ont continué à avoir des crises de défaut souverain (1994 et 1999 respectivement) alors que, quelques semaines (jours) avant la crise, les entrées de capitaux compensaient, et au-delà, leur déficit courant. Cette nouvelle situation pose la question de la portée de la libéralisation des flux de capitaux pour les pays sud-américains.

Le graphique 5 révèle un excédent en 2012 de la balance financière privée de 140 000 millions de dollars au Brésil (et 60 000 millions de dollars au Mexique). L'essentiel des entrées de capitaux privés dans ces pays s'est réalisé sous la forme



**Graphique 3. Balance des revenus primaires au Brésil, Mexique et Chili 1967-2017**

Source: (CEPII, septembre 2019).

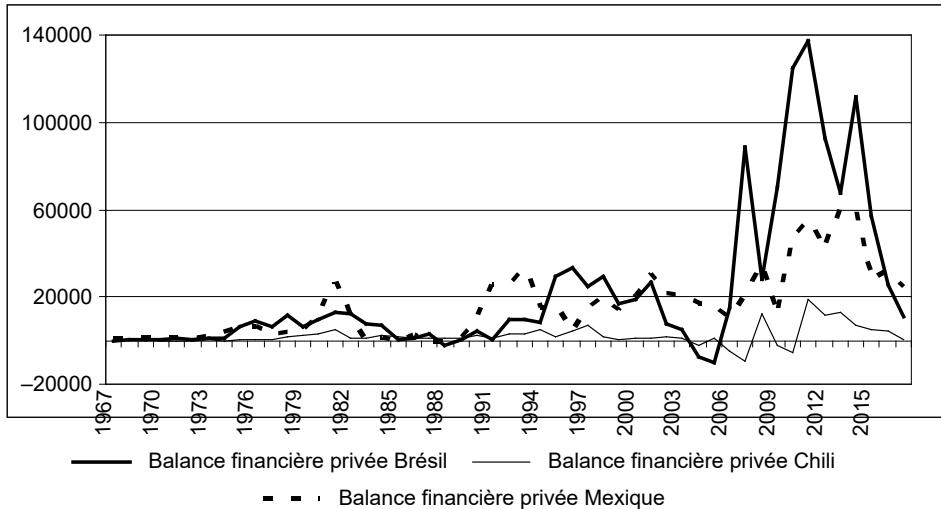


**Graphique 4. Balance courante du Brésil, Mexique et Chili 1967-2017**

Source: (CEPII, septembre 2019).

d'IDE, soit 70 000 millions de dollars au Brésil et 30 000 millions au Mexique. Les IDE auraient dû moderniser ces pays. Mais les IDE dans les deux pays se sont retournés brutalement suite à la crise des subprimes de 2008, alors que ce choc externe ne dépendait pas de la bonne santé économique de ces pays.

A partir des années 2000, on observe en outre que les IDE étrangers vers les pays sud-américains deviennent presque aussi volatiles que les investissements de portefeuille. L'analyse de la section précédente a montré que les exportations



**Graphique 5. Balance financière privée au Brésil, Mexique et Chili 1967-2017**

Source: (CEPII, septembre 2019).

industrielles peu compétitives ont échoué à construire un appareil productif solide dans les pays d'Amérique latine pour les rendre moins dépendants de leurs importations industrielles. Loin d'avoir résolu le problème de la dette des années 80-90, le Mexique et le Brésil se trouvent toujours dans un cercle vicieux de l'endettement. Sans IDE, les deux pays ne peuvent soutenir la concurrence internationale sur les produits et services industriels porteurs de nouvelle Révolution industrielle. Mais les rapatriements des profits engendrés par les afflux d'IDE génèrent des déficits courants croissants dans ces pays et les entraînent vers des crises de défaut à répétition. Même avec un endettement bancaire sous contrôle, la dépendance des économies sud-américaines aux capitaux privés extérieurs continue de fragiliser le Brésil et le Mexique alors que les PECO, qui avaient connu les mêmes entrées de capitaux qu'en Amérique latine et les mêmes déficits courants dans les années 90-2005, enregistrent aujourd'hui des excédents commerciaux industriels les protégeant de la situation de péché originel<sup>6</sup>. La montée régulière du change dans ces pays a incité les entreprises des PECO à moderniser leur secteur industriel en important des biens d'équipement, qui leur a permis de monter en gamme dans leurs exportations. Les IDE allemands ont favorisé cette montée en gamme dans ces PECO (Tchéquie, Hongrie, Slovaquie et Slovaquie). Tous ces pays sont devenus, en moins de vingt ans, exportateurs nets de biens industriels. A l'inverse, au Brésil,

<sup>6</sup> Dès 1997, la Tchéquie, la Hongrie et la Pologne ont décidé de limiter leur croissance économique pour réduire les entrées de capitaux qui augmentaient le déficit de la balance de revenus primaires et qui étaient susceptibles de se retourner rapidement.

la montée de l'excédent des IDE entre 1990 (324 millions de \$) et 2000 (à plus de 30 000 millions de \$) s'est transformée en un déficit des IDE de 9 420 millions \$ en 2006 puis à nouveau en un excédent record de 71 140 millions de \$ en 2014. Les entrées d'IDE en Amérique latine ont suivi les cours des matières premières, et non une stratégie volontaire de montée en gamme dans l'industrie. Les rapatriements de profits des investisseurs étrangers a engendré en outre un déficit de la balance des revenus primaires atteignant 52 000 millions de dollars en 2014 (plus de 50% du déficit courant). Pour la même année, le déficit de la balance de revenus primaires du Mexique a atteint, lui aussi, 38 000 millions de dollars (120% de son déficit courant s'élevant à 31 000 millions de dollars). En dépit d'un développement industriel dès les années 1970-1980 et qui a repris durant les années 1990-2000, le Mexique et Brésil ne sont pas sortis du risque financier. A chaque choc externe, ces pays risquent de faire défaut, comme en témoignent en septembre 2019, les ratings de risque pays donnés par la COFACE avec une note « B », c'est-à-dire un retour de ces deux pays dans le compartiment « spéculatif ».

## Conclusion et recommandations

La spécialisation historique des trois pays d'Amérique latine dans le secteur des matières premières a induit des cycles d'appréciation du taux de change réel en accord avec la progression de leurs niveaux de vie qui sont supérieurs à ceux des autres économies émergentes. Mais les hauts niveaux du change réel détériorent la compétitivité-prix des produits industriels de ces pays. Les pays sud-américains sont sujets à des sur-ajustements de change qui entraînent des phases de valorisation de leurs matières premières suivies de phases de dépréciation du change qui ne permettent pas d'exporter des produits industriels. La faiblesse des élasticités prix des pays d'Amérique latine s'oppose à la situation des pays émergents d'Asie du Sud-Est. Les hauts niveaux d'élasticité-revenus rendent les pays sud-américains sensibles aux retournements de conjoncture. En raison de la signature de traités commerciaux avec les USA et le Canada, le Mexique a pu enclencher une spécialisation industrielle, avec une élasticité prix supérieure aux autres pays sud-américains. Cette insertion industrielle du Mexique demeure pourtant sur des produits à faible gamme. Depuis 2000, les pays sud-américains retournent à leurs avantages comparatifs. Le solde commercial du Mexique a augmenté en produits mécaniques mais aussi en agriculture, produits alimentaires et mines. Il a diminué en chimie, sidérurgie et textile. Au Brésil, les excédents en agriculture, IAA et mines se sont accrus entre 2000 et 2017 alors que les déficits dans l'industrie mécanique et la chimie ont nettement augmenté. Le Chili connaît une hausse des excédents dans les mines, la sidérurgie, l'agriculture et les produits alimentaires et une hausse du déficit en produits mécaniques (et dans une moindre mesure en énergie et en



chimie). Au niveau financier, un de problèmes majeurs du Brésil et du Mexique reste le fait que leur excédent commercial reste inférieur au déficit de leur balance des revenus primaires. Ces pays se trouvent devant un paradoxe : sans IDE, ils n'ont pas accès aux nouvelles technologies mais, avec des IDE, le rapatriement des profits des FMN dégrade leur balance courante. Malgré un endettement bancaire plus limité, la dépendance aux capitaux privés extérieurs a détérioré le rating du Brésil et du Mexique. La dégradation s'explique par une situation budgétaire difficile au Brésil. Le Mexique souffre pour sa part du changement de l'accord USMCA qui est moins favorable. Pour ces deux pays, on constate une répartition très inégale des revenus, des taux de criminalité en hausse et une faiblesse en matière d'infrastructures et d'éducation. Au Chili, la politique d'ouverture et la conjoncture sont plus favorables, ce qui explique son rating non spéculatif. La situation budgétaire est contrôlée mais les ressources budgétaires ne représentent que 20% du PIB chilien. Malgré une situation plus favorable, le Chili continue à être dans un cercle vicieux de l'endettement. Si sa dette publique reste modérée (26%), sa dette extérieure représente 60% de son PIB, dont plus de 70% est imputable au secteur privé. Le Chili connaît également une insuffisance de sa recherche et de son innovation, un système scolaire insuffisant et de fortes disparités des revenus qui génèrent actuellement de fortes tensions sociales. Les trois pays d'Amérique latine sont désormais des économies émergentes avec des stratégies industrielles différenciées. Pourtant, à cause du cycle inversé sur leur compétitivité-prix, ces trois pays d'Amérique latine se trouvent aujourd'hui dans une incertitude pour leur croissance future. Un nouveau cap dans leur développement économique devra passer par une industrialisation en phase avec la montée des NTIC et des services aux entreprises. Cette nouvelle étape portera aussi sur les domaines internes, comme la santé et l'éducation, qui sont deux domaines clefs pour assurer une bonne insertion de ces pays dans une économie de la connaissance mondialisée.

## Bibliographie

- Aghion, Ph., & Howitt, P. (2000). *Théorie de la croissance endogène*. Paris : Dunod.
- Aglietta, M. (1978). *La parité des pouvoir d'achat et ses ambiguïtés*. (Working Paper INSEE, N°320/4147).
- Amin, S. (1973). *Le développement inégal*. Paris : Maspéro.
- Assidon, E. (1992). *Les théories économiques du développement*. Paris : La Découverte, collection Repères.
- Balassa, B. (1964, December). The purchasing power parity doctrine : A reappraisal. *Journal of Political Economy*, 584-596.
- Baulant, C. (1989, mars 14). *Taux de change réels, niveaux d'industrialisation et normes de change*. Thèse de doctorat de Sciences Economiques, Université de Paris-X Nanterre.

- Baulant, C. (1992). Le niveau de vie des pays en voie de développement a-t-il progressé depuis 1960 ? *Economie internationale, La Revue du CEPPII*, 52(4).
- Baulant, C. (2017, September). Rethinking the links between human relationships and economic efficiency using the local micro institutions: The case of two emerging countries. *Journal of Economics Issues*, 51(3), 651-662.
- Baulant, C., & Compaire, Ph. (2019, mai). Estimations du commerce extérieure des pays sud américains en données de panel. *Document de travail Granem*.
- Bhagwati, J. (1958). La croissance appauvrissante : une note géométrique. In B. Lassudrie-Duchêne (ed.), *Echange international et croissance* (pp. 297-322). Paris : Economica.
- Brander, J. (1981). Intraindustry trade in identical communities. *Journal of International Economics*, 11, 1-14.
- CEPII. (2019). *Base Chelem PIB (PIB en PPA), Base Chelem Commerce (exportations et importations de biens) et base Chelem Balance des paiements*.
- Dell'Erba, S., Hausmann, R., & Panizza, U. (2013, August). Debt levels, debt composition and sovereign spreads in emerging countries ad advanced countries. *CID WP*, 263.
- Dornbusch, R. (1976). Expectations and exchange rates dynamics. *Journal of Political Economy*, 84(6), 1161-1176.
- Dornbusch, R., & Edwards, S. (1989, May). *Macroeconomic populism in Latin America*. (NBER Working Papers, N°29860).
- Edwards, S. (1989, April). *Real exchange rates in the developing countries: Concepts and measurement*. (NBER Working paper, N°2950).
- Edwards, S. (2010). *Left behind : Latin America and the false promise of populism*. Chicago : University of Chicago Press.
- Eichengreen, B. (1999). *Toward a new financial architecture*. Washington DC : Institute for International Economics.
- Eichengreen, B., Hausmann, R., & Panizza U. (2005). The pain of original sin. In B. Eichengreen, & R. Hausmann (Eds.), *Other people's money*. Chicago : Chicago University Press.
- Emmanuel, A. (1969). *L'échange inégal : Essai sur les antagonismes dans les rapports économiques internationaux*. Paris : Ed. Maspero.
- Furtado, C. (1970). *Théorie du développement économique*. Paris : PUF.
- Harris, R. D. & Tzavalis, E. (1999). Inference for unit roots in dynamic panels where the time dimension is fixed. *Journal of Econometrics*, 91, 201-226.
- Hausmann, R. (2003). Good credit ratios, bad credit ratings : The role of debt denomination. In G. Kopits (Ed.), *Rules-based fiscal policy in emerging markets : Background, analysis and prospects* (pp. 30-52), London : Macmillan.
- Hausmann, R., & Panizza, U. (2003). The determinants of original sin : An empirical investigation. *Journal of International Money and Finance*, 22(7). 957-990.
- Helpman, E., & Krugman, P. (1985). *Market structure and foreign trade*. Cambridge, MA : Harvard, MIT Press.
- Hooper, P., Johnson, K., & Marquez, J. (2000). Trade elasticities for the G-7 countries. *Princeton Studies in International Economics*, 87.
- Houthakker, H. S., & Magee, S. P. (1969). Income and price elasticities in world trade. *Review of Economics and Statistics*, 51(2), 111-125.
- IM, K. S., Pesaran, M. H., & Shin, D. Y. (2003). Testing for unit roots in heterogeneous panels. *Journal of Econometrics*, 115, 53-74.

- Krugman, P. (1980, December). Scale economies, product differentiation and the pattern of trade. *American Economic Review*, 70(5), 950-959.
- Krugman, P. (1989, May). Differences in income elasticities and trends in real exchange rates. *European Economic Review*, 33(5), 1031-1046.
- Lafay, G. (1984). Pour des taux de change de référence. *Economie Prospective Internationale*, 17(1), 37-62.
- Lassudrie-Duchene, B. (1972). *Echange international et croissance*. Paris : Economica.
- Levin, A., Lin, C.-F., & Chu, C.-S. J. (2002). Unit root tests in panel data : Asymptotic and finite-sample properties. *Journal of Econometrics*, 108, 1-24.
- Lipietz, A. (1985). *Mirages et miracles, problèmes de l'industrialisation dans le Tiers-Monde*. Paris : La Découverte.
- Lindert, Ph. (1986). *Economie internationale* (8e éd.). Paris : Economica.
- Marquez, J. (1990). Bilateral trade elasticities. *Review of Economics and Statistics*, 72(2), 70-77.
- Meunier, N., & Sollogoub, T. (2005). *Economie du risque pays*. Paris : La Découverte, collection Repères.
- Mistral, J. (1982). La diffusion internationale et l'accumulation intensive et sa crise. *Economie et Finance Internationales*, Paris : Dunod.
- Ominami, C. (1984). *Le Tiers Monde dans la crise*. Paris : La Découverte, Ed Maspero.
- ONU. (1949) *Prix relatifs des exportations et des importations des pays sous-développés*. New York.
- Porter, M. (1990, March-April). Competitive advantage of nations. *Harvard Business Review*, 73-91.
- Prebish, R. (1950). *Le développement économique de l'Amérique latine et ses principaux problèmes*. Nations Unies, reproduit dans *Economic Bulletin of Latin America*, 7, February 1962, 1-22.
- Salama, P. et al. (1992, janvier-mars). La fin de l'hyperinflation en Amérique latine. *Revue Tiers Monde*, 99-151.
- Salama, P., & Tissier, P. (1982). *L'industrialisation dans le sous-développement*. Paris : Ed. Maspero.
- Salama, P. (2012). *Les économies émergentes latino-américaines, entre cigales et fourmis*. Malakoff : Armand Colin, collection U.
- Senhadji, A. (1997). *Time series estimation of structural import demand equations : A cross-section analysis*. (IMF Working Paper, N°97/132).
- Singer, H. W. (1950, May). The distribution of gains between investing and borrowing countries. *American Economic Review*, 40, 473-485.
- Stiglitz, J. (1986). The new development economics. *World Development*, 14(2), 257-266.
- Teillet, S. (2002). *L'économie du développement*. Paris : Nathan, collection Circa.
- Thirlwald, A. (1980). *Balance of payments theory and the UK experience*. London: Mac-Millan Press.
- Vernon, R. (1966). International investment and international trade in the product cycle. *Quarterly Journal of Economics*, 2, 190-207.
- Williamson, J. (1985). *The exchange rate system. Policy analyses in international economics*, 5. Washington : Institute for International Economics.