

La technique au secours de l'illusion : LA DETTE BRÉSILIENNE ET LA MOBILIÉRISATION MEXICAINE

Catherine AUBERTIN*

L'impossibilité de régler le problème de la dette du tiers monde, tant du côté des débiteurs que des créanciers, éclaire sous un jour violent les relations entre le Nord et le Sud. Cette violence se reflète dans l'âpreté des marchandages où les "solutions" prennent la forme de mécanismes financiers de plus en plus complexes. Cet article se propose de montrer quelques caractéristiques de la dette brésilienne et de décortiquer les mécanismes de conversion et de mobiliérisation, pour ce dernier dans sa version mexicaine.

En arrière-plan d'une approche technique, on verra comment le traitement de la dette, qui se répercute sur toute l'économie (endettement interne, niveau des investissements, statut des entreprises étrangères, cours du marché parallèle du dollar...), a ouvert des espaces considérables de spéculation où les gouvernements, comme les financiers et les industriels, trouvent des sources de bénéfices appréciables grâce à l'utilisation habile de la législation et aux occasions de "capture de décote".

La multiplication des articles, des expressions, des mécanismes liés à la dette laisse l'impression que la sophistication des techniques financières ne sert qu'à entretenir l'illusion que la dette pourra être remboursée un jour. Cet article se propose de montrer quelques caractéristiques de la dette brésilienne et de décortiquer les mécanismes de conversion et de mobiliérisation, pour ce dernier dans sa version mexicaine. Les chiffres cités doivent naturellement être considérés en fonction des données disponibles en août 1988. L'évolution très rapide des situations, la diversité des sources, mais surtout les interprétations divergentes selon les intérêts des diverses parties concourent à produire des informations contradictoires et approximatives qui rendent bien compte du casse-tête technique et politique que pose le règlement de la dette.

B 26078 a1

*Économiste, ORSTOM. Chercheur associé de l'université de Brasilia (accords ORSTOM-CNPq).

23.2.89 M

O.R.S.T.O.M. Fonds Documentaire

N° 26078 ex 1

Cote B III p. 110

Bases et variations

Lors des nombreuses négociations visant à résoudre le problème du règlement de la dette, de nouvelles solutions, désignées par des termes traduits très approximativement de l'anglais, sont apparues. De fait, malgré la complexité croissante de leur mise en œuvre, elles se résument à quatre mécanismes de base qui peuvent se combiner à l'infini :

- Les négociations sur de nouveaux prêts. Si l'emprunteur ne peut faire face aux échéances, il doit contracter de nouveaux prêts. Il s'endette alors pour rembourser. S'il ne peut payer les intérêts (1), ceux-ci s'ajoutent au principal dû, accroissant d'autant l'encours de la dette. On parle alors de consolidation de la dette. Le Brésil demande aussi systématiquement une réallocation des paiements. Les sommes destinées au remboursement du principal sont déposées à la Banque centrale et prêtées à d'autres emprunteurs brésiliens. On parle alors de *relending*. Il y a substitution de débiteurs, l'argent des banques continue à "travailler", le montant global de la dette reste inchangé.

On parle d'argent frais (*fresh* ou *new money*) lorsque les nouveaux prêts ne sont pas directement affectés au service de la dette ni obtenu par *relending*. Obtenir de l'argent frais constitue pour les Brésiliens le préalable à toute négociation.

- Les négociations sur les taux d'intérêt. L'enjeu est bien sûr de les diminuer. On cherchera à les stabiliser, car la dette contractée auprès des banques privées est indexée dans son ensemble sur le taux variable du marché américain (*prime rate*) ou anglais (*libor*). Ce taux est augmenté d'une commission de la banque prêteuse (*spread*) que l'on remettra en question. On essayera, selon les taux, de ne les faire porter que sur une partie de la dette, de les recalculer dans le cadre de la transformation des dettes à court terme en dettes à long terme...

- Les négociations sur la durée de remboursement. Il faut obtenir des délais de grâce, ou le cas échéant des reports avec pénalités. Le rééchelonnement du paiement des intérêts et du principal et la transformation des dettes à court terme en dettes à long terme sont au centre de toutes les discussions.

- Les négociations sur les montants à rembourser. On peut espérer une remise (*writing off*) du tout ou d'une partie de la dette, intérêts et/ou capital. On visera la transformation de l'unité de compte : le remboursement en monnaie locale ou en nature par livraison d'une marchandise ou par conversion en prise de participation dans une entreprise. Le passage de la dette sur un marché fixera une nouvelle valeur, sans aucun doute possible à la baisse. Ce marché peut être le "second marché", c'est-à-dire un marché parallèle où s'échangent les titres à un cours distinct de leur valeur nominale ; ce peut être un marché financier où les titres sont introduits sous forme d'obligations ; ce peut être

(1) On rembourse le principal, on paye les intérêts. Les intérêts ne font partie de la dette (de l'encours de la dette) que lorsqu'ils ne sont pas payés et donc comptabilisés comme dettes à court terme.

également une vente aux enchères ou une adjudication. Les paiements annuels limités à un certain niveau, par exemple à une fraction des recettes d'exportation, font partie des revendications à caractère politique.

Présentation de la dette brésilienne

Montant

Le Brésil a toujours été un pays endetté mais le problème s'est accru durant ces dernières années où la dette est passée d'environ 40 milliards en 1979 à 100 milliards en 1984. La dette du Brésil vis-à-vis de l'extérieur s'élève fin 1987 à 121,2 milliards de dollars dont 13,7 sont exigibles à court terme et 107,5 à moyen et long terme. Le paiement des intérêts approche 4 % du PIB. Son montant et sa composition sont relativement bien connus, la Banque centrale publiant chaque trimestre un bulletin de situation.

Son total varie en fonction des remboursements de capital, des nouveaux emprunts obtenus et des intérêts non payés (moratoire) qui sont comptabilisés en dettes à court terme.

Les variations de change et le choix de la monnaie de référence influent sur le montant de la dette. 71 % de la dette sont libellés en dollars américains. La valeur de la monnaie brésilienne, le cruzado, est calculée par rapport au dollar. Aussi, chaque dévaluation du cruzado (les dévaluations officielles sont presque quotidiennes) augmente d'autant la dette en monnaie locale. Actuellement, les monnaies composant les 29 % restants se valorisent par rapport au dollar, ce qui joue sur l'encours nominal de la dette exprimée en dollars. Ainsi en 1986, malgré un flux net d'emprunt négatif (montants des remboursements supérieurs à celui des nouveaux emprunts), la dette a augmenté de 5,5 milliards de dollars.

La majorité des emprunts dépend de taux d'intérêt variables. Le montant des intérêts à payer est calculé selon le taux de référence le jour de l'échéance. Le résultat est alors incertain : le Libor à 6 mois est passé de 10,15 %, en moyenne sur 1985, à 7,86 %, en moyenne sur 1986.

Ces phénomènes, variations des changes et des taux d'intérêt, nécessitent d'emprunter pour assurer le service de la dette, sont les principaux composants de l'autonomisation de la dette. La dette a son propre dynamisme sur lequel les autorités brésiliennes ont peu de prise.

Sur les trois dernières années (1985, 1986, 1987), l'excédent des exportations sur les importations (le solde positif de la balance commerciale) est totalement absorbé par les intérêts dus qui se montent à plus de 9 milliards de dollars par an.

Composition

La dette bancaire à moyen et long terme, que l'on appelle aussi dette privée car initialement contractée auprès de banques commerciales étrangères, s'élève à 63 milliards. Elle devrait être rééchelonnée sur vingt ans avec un délai de grâce de huit ans, une réduction de moitié de la commission des banques (*spread*) et des remboursements progressifs.

De cette somme, à peine 10 milliards n'ont pas encore été remboursés par les débiteurs qui sont à l'origine de la dette. Le reste a été normalement remboursé en monnaie locale — les entreprises brésiliennes ne disposant pas de dollars — et déposés auprès de la Banque centrale. Les banques étrangères disposent ainsi d'un compte en dollars à la Banque centrale, mais le gouvernement n'a pas voulu solder les comptes. Les banques étrangères n'ont pas pu rapatrier leurs capitaux et se sont vu proposer deux solutions, le *relending* (ils ont dû les prêter au Brésil à d'autres entreprises ou au gouvernement pour environ 32 milliards) ou la conversion selon des modalités très restrictives que nous verrons plus loin.

La négociation se poursuit au sein d'un Comité des banques (*steering committee*) qui regroupe les 500 banques créditrices.

La dette publique a été contractée par l'État brésilien auprès d'organismes publics nationaux, auprès des États étrangers et auprès des organismes internationaux comme la Banque mondiale et le FMI. Le Club de Paris négocie la partie de la dette contractée auprès des États qui représente environ 20 % de la dette totale. Il représente les gouvernements et se compose des représentants des Banques centrales des États créditeurs. Il est présidé par le responsable français du Trésor. Sont englobés dans ces négociations les crédits-fournisseurs garantis par les organismes publics pour encourager l'exportation (par exemple, en France auprès de la Coface). Environ 10 % de la dette brésilienne est ainsi "garantie". L'entreprise exportatrice est dédommée et sa dette intègre le montant du contentieux négocié de gouvernement à gouvernement. Ces systèmes d'assurances-crédits n'annulent pas la dette pour le Brésil, ils remplacent simplement un créateur (une entreprise étrangère) par un autre (l'État dont elle dépend).

Lien avec la dette interne

Quand on parle de la dette brésilienne, il faut préciser s'il s'agit de la dette externe (publique et privée, contractée sur les marchés internationaux) ou de la dette interne (contractée par l'État sur le marché national). Pour comprendre les difficultés de négociation, il faut savoir que la dette externe dépend en grande partie du mode de financement du déficit public brésilien (donc de la dette interne) qui conduit à un processus d'étatisation de la dette externe. En voici les grandes lignes :

Le financement des dépenses du secteur public suit des procédures mystérieuses. Il est couramment admis que seul l'ancien ministre des Finances, Delfim Netto, pouvait comprendre quelque chose aux comptes et concepts qu'il avait lui-même multipliés dans le souci d'offrir des données très opaques au FMI. La volonté de transparence affichée par ses successeurs semble se heurter à une réelle difficulté de compréhension des mécanismes mis en place, à l'inextricable problème de la consolidation des dettes croisées entre plusieurs centaines de sociétés d'État, à un manque de contrôle et de volonté politique pour freiner les dépenses et agir sur l'économie de manière générale, à la nécessité de présenter au FMI et aux banques des comptes favorables pour renforcer le pouvoir de négociation et obtenir de nouveaux emprunts.

Le principal obstacle au redressement économique du Brésil réside dans l'impossibilité de maîtriser la dette interne qui s'élève à 71 milliards de dollars. Malgré les mesures de redressement, on estime que le déficit budgétaire sera largement supérieur à 6 % du PIB en 1988. L'État a tendance pour combler le déficit public (2) à émettre de la monnaie de façon inconsidérée, à émettre des titres sur le marché interne à des taux particulièrement élevés, épongeant les liquidités disponibles nationalement dont auraient besoin les entreprises pour financer leurs investissements. Ce mécanisme, fortement inflationniste, pèse lourdement sur la hausse des taux d'intérêt et se répercute sur la croissance du déficit public.

Le gouvernement, par des politiques de change, de crédit, de fixation de taux d'intérêt et de prix, mais également par des interférences directes dans leur gestion, a poussé les entreprises publiques à s'endetter sur le marché international en devises pour leur propre financement (moins coûteux que sur le marché interne), obtenant ainsi de l'argent frais pour financer l'économie, mais aussi pour fournir à l'État les réserves de change nécessaires pour payer la dette et pour développer les importations. Cela a conduit à des décisions d'investissement aberrantes dès lors que le recours à l'importation était décidé non plus en fonction de l'intérêt économique des biens importés, mais en fonction du surcroît d'endettement qu'il permettait. Les conditions de crédit constituaient des critères de choix déterminants, bien avant les prix ou la qualité.

Le gouvernement brésilien a également eu tendance à fixer le prix des biens et des services produits par les entreprises nationales et les entreprises des États composant la Fédération à un niveau artificiellement bas avec l'objectif de combattre l'inflation et de réduire les tensions sociales, mais aussi d'attirer de nouvelles devises en poussant les entreprises à se financer sur le marché international.

La plupart des entreprises brésiliennes qui doivent se financer à l'extérieur sont en mesure de rembourser leurs dettes en monnaie locale. Elles dégagent généralement des bénéfices et ont réellement investi leurs emprunts dans un souci de rentabilité. Ne disposant pas de devises, elles déposent le montant du remboursement à la Banque centrale qui, au lieu de remplir de son rôle d'intermédiaire qui se limiterait à convertir le remboursement en devises et le trans-

(2) Pour illustrer le paragraphe précédent, on peut évoquer les différents concepts de déficit public au Brésil : le déficit opérationnel, le déficit défini par la Banque centrale, le déficit de caisse.

mettre à la banque étrangère, se substitue comme débiteur. Juridiquement la banque étrangère a, malgré elle, un compte à la Banque centrale et c'est désormais avec celle-ci qu'elle doit négocier le paiement des intérêts ; il n'est plus question de rembourser le capital.

Ainsi, ce ne sont pas les entrepreneurs brésiliens qui sont de mauvais payeurs, mais essentiellement la Banque centrale qui s'approprie les prêts arrivés à terme et bloque leur remboursement, forçant les banquiers à accepter le *relending* (réallocation des sommes prêtées et remboursées) et la substitution de débiteurs fiables, les entrepreneurs, par un débiteur douteux, l'État brésilien. Ces prêts forcés permettent de combler une partie du déficit public. On peut dire alors que le gouvernement équilibre sa balance des paiements grâce au recours à l'endettement externe par voie détournée. Il est responsable du processus d'étatisation de la dette. Le rapport entre dette publique externe et dette externe totale est en constante augmentation et dépasse aujourd'hui 80 %.

Deux patients montages

Devant l'impossibilité de rembourser la dette selon les modalités contractuelles, de nouvelles solutions surgissent qui pourraient satisfaire à la fois les débiteurs et les créateurs. Deux mécanismes bien distincts dans leur conception sont proposés.

La conversion (debt equity swap)

On parle beaucoup de conversion de la dette. Pour être précis, on devrait parler d'échange et de conversion en investissement des titres de la dette externe brésilienne contractée auprès des banques commerciales. Le système est le suivant : la banque créditrice étrangère revend sa créance à une entreprise multinationale désireuse d'augmenter le capital ou de réduire l'endettement de sa filiale au Brésil, ou de s'implanter au Brésil par des prises de participation. En contrepartie de la créance, mais rarement à hauteur de sa valeur nominale, l'entreprise débitrice cède des participations ou, dans le cas de la dette publique, la Banque centrale du Brésil finance les investissements.

La banque créditrice se débarrasse d'une créance douteuse après avoir préalablement provisionné la décote (on dit aussi désagio !) qu'elle a consentie à la banque ou à l'industriel candidat à l'investissement. Il existe un marché secondaire des créances, et parallèlement depuis quelques années les banques centrales étrangères, notamment européennes, suggèrent aux banques engagées de provisionner la dette dans des proportions qui varient pour chaque pays. Pour le Brésil, la décote se situe, en août 1988, autour de 50 %.

La banque peut aussi échanger des créances d'un pays contre des créances d'un autre pays ou des créances du secteur public contre des créances du secteur privé. Elle peut ainsi diversifier son portefeuille ou se spécialiser sur un pays ou un secteur qui lui offre de meilleures perspectives.

L'industriel finance des investissements à hauteur nominale de sa créance (amputée d'une commission que prend la Banque centrale sur l'opération). Il gagne alors autour de 50 % en capital, mais il gagne également sur la législation qui règle le rapatriement des bénéficiaires et du capital des sociétés étrangères. Ainsi, s'il peut rapatrier sans surtaxe 12 % de son investissement comme bénéfice comme l'y autorise la loi brésilienne, il en rapatriera 25 % de plus pour une décote de 20 % (3). Il échappe également, pour la valeur de la décote, à la totalité de la taxe sur la plus-value réalisée à l'occasion de la sortie du capital.

En 1984, la conversion était encouragée et permettait un crédit d'impôt de 10 %. Cette mesure fut supprimée par la suite, les industriels n'ayant guère besoin d'être encouragés. Car, si la situation politique et économique du Brésil est incertaine, en particulier en ce qui concerne le statut des entreprises "étrangères" dans la nouvelle constitution, la rentabilité des capitaux dits "à risque" est bonne et les multinationales ont toujours intérêt à désendetter leurs filiales à moindre coût.

Les placements illégaux des ressortissants brésiliens à l'étranger peuvent bénéficier ainsi d'un "blanchissage". Mais cette pratique reste peu fréquente. Contrairement à d'autres pays d'Amérique latine, la dette a bien servi à financer des investissements au Brésil.

Le Brésil stimule son économie en favorisant l'investissement. Il rembourse sa dette en économisant des devises car la Banque centrale finance les investissements en *cruzados*, au taux officiel du dollar. Celle-ci encaisse par ailleurs des commissions sur les opérations. En termes de comptabilité publique, dans les fonds propres de "l'entreprise Brésil", le poste "Endettement extérieur" diminue au profit du poste "Investissements étrangers". Cela constitue une meilleure structure de bilan qui se présente comme un atout favorable lors de nouvelles négociations. En termes plus politiques, c'est un gage de bonne volonté de la part du Brésil.

Réticences

Les opérations de conversion ne sont pas règle courante et les réticences sont certaines. Du fait du processus d'étatisation (4), 80 % de la dette brésilienne dépend du secteur public. Le recours à la conversion peut en être

(3) Déclarant un capital de 100, il peut rapatrier 12, mais son capital réel n'étant que de 80, il ne devrait rapatrier que 9,6 soit un plus de 2,4 qui, rapporté au montant légal de 9,6, donne bien 25 % de bénéfice supplémentaire non taxé.

(4) Nous avons vu que plus de 20 milliards de dollars de la dette bancaire du secteur privé ont été déposés auprès de la Banque centrale qui n'en dispose plus car elle les a versés, pour combler le déficit public, au Trésor qui ne peut les restituer, à plus forte raison les réaffecter sous quelque forme que ce soit. Cette partie de la dette du secteur privé, qui aurait pu faire l'objet de conversions, est devenue une dette du secteur public et ne s'y prête donc plus aussi facilement.

singulièrement limité. Car, si la dette privée des entreprises peut être couverte par des prises de participation directes, ce n'est pas le cas du secteur public. Céder des participations dans des entreprises publiques, c'est-à-dire privatiser, n'a jamais été sérieusement envisagé au Brésil. Rendre possible l'échange d'une créance sur l'État brésilien contre une prise de participation dans une société privée brésilienne ou dans une filiale de l'investisseur ou encore dans un projet dit "d'intérêt général", implique une création monétaire à fort effet inflationniste car la conversion doit alors être couverte par une émission de monnaie. Il est d'ailleurs intéressant de souligner ici la contradiction flagrante entre le contrôle de la masse monétaire qu'impose le FMI comme préalable à toute négociation et les pressions que subit le Brésil de la part des banquiers internationaux pour développer et assouplir les opérations de conversion.

Pour les nationalistes, la conversion permet la mainmise des étrangers sur l'économie. Si on est prêt à accepter cette perte de souveraineté, autant attirer de nouveaux investissements en devises en révisant la législation ; par exemple sur les changes ou sur le statut de l'entreprise étrangère. Ces mesures simples reviendraient moins cher aux finances brésiliennes.

Mais la plus grande réticence est liée à l'idée selon laquelle, finalement, il n'est pas sûr que la dette doive être payée... Cette conviction partagée par une grande partie de la classe politique, et qui prend souvent la forme d'une revendication anti-impérialiste, ne favorise pas les solutions nouvelles.

D'un point de vue comptable, ce que gagne l'investisseur est ce que perd le banquier. Il n'y a pas de ressource nette directe pour l'économie brésilienne, et dans un deuxième temps il y a un manque à gagner fiscal. Aussi, tout naturellement, le Brésil cherche à limiter les bénéfices de l'industriel à son profit. Les propositions se multiplient :

— prise en compte totale ou partielle de la décote (par exemple : reconnaître un investissement de 90 quand la décote a été de 20 % sur un titre de 100) au cas par cas ou par adjudication (l'entreprise acceptant la prise en compte la plus proche de la décote pourra accéder au système). Ce qui allège d'autant le remboursement et réduit l'évasion fiscale (pour un titre de 100 en dollar, remboursement en cruzados au taux "officiel" d'un équivalent de 90) ;

— reprise de la différence entre la rentabilité des capitaux à risque et le coût de l'emprunt. La rentabilité des capitaux issus de la conversion est faible pour le Brésil si une bonne partie des bénéfices sort sous forme de dividendes transférés à l'extérieure, alors qu'un nouvel emprunt, qui pourrait se négocier aujourd'hui à un taux d'intérêt fixe de 7 %, laisserait une meilleure marge de rentabilité pour le pays quand on sait que les taux de rentabilité dépassent 10 % dans certains secteurs ;

— sélection des bénéficiaires : ne reconnaître que le créancier initial, obliger les banques à investir elles-mêmes, n'accepter que les entreprises ayant des filiales, qui n'interviennent que pour éponger leurs dettes, qui n'ont pas rapatrié de capital dans les années précédentes, qui s'engagent à réinvestir leurs gains, qui laisseraient le capital dans le pays pour une période supérieure à 12 ans... ;

— application de ce mécanisme dans les secteurs jugés prioritaires pour le gouvernement brésilien, et non forcément jugés rentables et dynamiques par les

investisseurs étrangers : géographiques comme pour le Nord-Est, ou sectoriels comme pour le tourisme et le secteur de biens pour l'exportation qui rapporteraient des devises... et interdiction de ce mécanisme dans des secteurs où la présence d'étrangers porterait atteinte au "contrôle technologique national" (ce qui peut concerner la distribution des produits dérivés du pétrole...) ;

— couplage avec des obligations (voir plus loin le mécanisme de mobiliérisation) ;

— demande d'argent frais pour toute conversion, l'industriel devant investir en argent frais un certain pourcentage du montant de la conversion (*matching funds*) ;

— limite des plafonds de conversion à moins de 2 milliards de dollars par an ce qui est très faible par rapport à l'encours de la dette ; de l'ordre de 10 % seulement des intérêts annuels dus.

La position (déclaration du 19 juillet 1987) du PMDB, principal parti au pouvoir, est dans ce sens un parfait exemple de xénophobie et de prise de position extrême qui amène à un total blocage du mécanisme. Elle a eu pour effet de favoriser un mouvement de sortie de fonds de la part des entreprises étrangères pour effectuer des rachats de créances dans d'autres pays plus "compréhensifs" et pour lesquels la décote est plus forte (Pérou 94 % ; Mexique 50 %, Chili 39 % et Argentine 75 %).

Aussi la conversion de créances en investissements est restée de faible ampleur au Brésil : moins de 3 milliards de dollars ont été officiellement convertis jusqu'en 1988. Ce n'est que tout dernièrement que le Brésil a permis de nouveau ces échanges et que 1,1 milliard de dollars ont été convertis en investissements dans des projets de développement au cours de six enchères entre mars et août 1988. En revanche, sur la même période, on peut estimer à 2 milliards les conversions non contrôlées, qui ne passent pas par les comptes de la Banque centrale mais se règlent directement entre débiteurs et porteurs de titres de la dette. Ces conversions clandestines permettent de jouer sur la marge entre taux officiel et taux parallèle du dollar. On pense qu'elles se règlent essentiellement lors des opérations "bicyclette" (5). Il faut souligner ici que le règlement de la dette ouvre des espaces considérables pour de nombreuses spéculations. Le "service de la dette" a engendré des mécanismes qui servent à l'enrichissement de certaines couches de la population liées à l'administration, aux milieux financiers et industriels et qui se répercutent dans toutes les sphères de l'économie.

(5) Les spéculateurs ont tout intérêt à acheter des titres de la dette brésilienne sur les marchés internationaux où ils sont fortement dévalués et à obtenir leur remboursement directement auprès de l'entreprise brésilienne endettée avant que celle-ci ne rembourse par l'intermédiaire de la Banque centrale. Le remboursement anticipé se négocie alors avec une très légère remise, de 2 % à 10 %. Ce processus utilise les facilités de la législation sur le statut des entreprises internationales (il faut pouvoir disposer d'une société-écran au Brésil et à l'étranger) et a recours au marché parallèle du dollar. Le "cycliste" brésilien achète des dollars au marché parallèle pour les transférer à l'étranger où il achète les titres. Remboursé en cruzados au cours officiel du dollar, son profit sera d'autant plus grand que le taux du marché noir est proche du taux officiel et que la décote internationale est forte et la remise interne faible. Selon certains, ces pratiques joueraient un rôle déterminant sur la cotation du dollar au parallèle.

La mobiliérisation (securitization). L'exemple mexicain

Ce mécanisme est également traduit par "sécuritisation" ou "titrisation". Son but est de transformer les dettes à court et moyen terme en dettes à long terme, puis de les transformer en bons négociables, à taux d'intérêt fixe ou non (*debt bonds*). Ces bons seraient placés dans le public et, pour être porteurs de valeur reconnue, devraient être garantis par une institution financière jouissant d'une assise internationale. C'est ce que le Mexique a réussi à obtenir grâce à un montage aussi astucieux que laborieux mais dont les résultats se sont révélés très décevants. Le schéma est le suivant :

Tout d'abord, le Mexique achète avec ses réserves de devises des bons du Trésor américain. Il s'agit de titres remboursables à 20 ans au taux de 8,5 %, mais "à coupons zéro". C'est-à-dire que ces titres n'ont pas de coupons. Les intérêts seront versés intégralement en une fois lors du remboursement. Le Mexique ne doit donc déboursier qu'un peu moins de 2 milliards pour obtenir des titres d'une valeur garantie de 10 milliards à terme (6).

Puis le Mexique émet des obligations, titres négociables sur les marchés internationaux car leur valeur est garantie par les 10 milliards de bons du Trésor américain. Ils donnent droit à des versements d'intérêts.

Dans un troisième temps, les banques échangent leurs créances sur le Mexique contre ces obligations. Elles disposeront alors d'un actif dont le remboursement (mais non le paiement des intérêts) est garanti. Elles pourraient même théoriquement revendre ces titres à une valeur plus forte que celle de leur ancienne créance sur le marché secondaire. Elles peuvent même espérer recevoir une rémunération intéressante. Certaines banques peu engagées, en acquérant ces obligations, pourraient se retirer du groupe des créanciers. Ces "bons de sortie" leur éviteraient de devoir déboursier à nouveau de l'argent frais lors des futures négociations des plans de remboursement.

En dernière étape, le Mexique ouvre des "enchères de décote". Les questions qui ont précédé le dépouillement étaient intéressantes. A quel prix les banques créditrices allaient-elles acquérir ces obligations ? Y aurait-il alignement sur le cours du second marché, y aurait-il une entente entre banques pour freiner la décote ou quelques isolés proposeront-ils des décotes très importantes ? L'issue était incertaine du fait du danger d'officialisation des décotes pour l'ensemble de la dette mexicaine et de la contamination de ce processus de dévaluation de la dette sur les autres pays. Cependant, on estimait que 20 milliards de dettes pourraient ainsi être échangées avec une décote de 50 %.

Diminuer sa dette de 20 milliards en déboursant moins de 2 milliards, cela semblait constituer une bonne opération pour le Mexique malgré le risque de devoir verser des intérêts sur les obligations supérieurs au taux de 8,5 % (ce qui est gagné en remboursement de capital est alors perdu en alourdissement des intérêts). Disposer d'un titre à la valeur garantie par le Trésor américain, plutôt

(6) Selon la formule des intérêts composés : avec $i = 8,5\%$, $A = 2$ milliards, $n = 20$ ans, $B = A + \text{intérêts dus}$, on obtient : $B = A(1+i)^n = 10,22$ milliards.

qu'une créance dévaluée semblait également une bonne opération pour les banques.

Mais lors de l'ouverture des enchères, le 26 février 1988, seulement 3,6 milliards de dollars de dettes ont pu être troqués contre 2,5 milliards d'obligations avec une décote moyenne de 30 %, chiffre dérisoire en relation avec la dette bancaire (75 milliards) et de la dette globale (105 milliards).

On peut avancer quelques explications à cet échec. Ce système garantit le remboursement du capital (au bout de vingt ans !) et non le paiement des intérêts. On peut donc craindre une nouvelle décote si les intérêts ne sont pas versés. Beaucoup de banques n'ont guère apprécié que le gouvernement américain fasse ainsi financer son déficit public. En achetant des bons du Trésor américain, le Mexique n'apporte-t-il pas de l'argent frais au budget américain ? Enfin, dans la plupart des pays, les pertes comptables enregistrées sur le poste "provisions pour créances douteuses" bénéficient d'un régime fiscal beaucoup plus favorable que celles enregistrées sur le poste "titres-obligations". Or on estime que, en raison des traditions propres aux institutions financières de chaque pays (relations avec la Banque centrale, législation bancaire et fiscale, politiques de gestion), si certaines banques, comme les banques françaises, ont pu constituer progressivement des provisions pour créances douteuses avec un taux de couverture supérieur à 40 %, d'autres, comme les banques américaines et japonaises, n'ont pu provisionner que très récemment et donc dans une proportion beaucoup plus faible. Il a fallu attendre que la Citicorp, première banque engagée sur l'Amérique latine, accroisse ses provisions pour créances douteuses de 3 milliards en mai 1987, après la décision brésilienne de ne plus payer les intérêts, pour que l'ensemble des banques américaines s'empressent de suivre son exemple. Les banques japonaises n'ont toujours pas provisionné plus de 10 % de leurs dettes. L'avantage fiscal assuré l'emporte sur l'avantage incertain espéré du montage. Il était donc difficile pour les banques d'accepter une décote supérieure au taux des créances provisionnées alors que 30 % était un minimum pour les Mexicains.

Le Brésil est, paraît-il, tenté par un montage similaire, mais ses exigences sont encore plus restrictives. Il demanderait que seuls les détenteurs de ce type d'obligations, ceux qui auraient "bénéficié" du mécanisme de mobiliérisation, puissent prétendre bénéficier par la suite du mécanisme de conversion. Mais pour procéder à ce genre d'opération il devrait trouver la caution d'une grande banque ou se garantir sur des valeurs qu'il détiendrait. Or le Brésil ne dispose plus de réserves en devises suffisantes pour suivre l'exemple du Mexique.

Maintenir l'illusion et le statu quo

Décortiquer des mécanismes comme la conversion ou la mobiliérisation renvoie finalement à rendre compte de marchandages dont l'âpreté et la mesquinerie poussent à la complexité toujours plus grande des solutions proposées. Cette sophistication technique n'a rien de neutre, la finance n'est pas une

science. C'est ici un fidèle reflet des enjeux fondamentaux et des rapports de force entre le Nord et le Sud.

La solution au problème de la dette ne viendra pas des nouvelles créations des financiers et des banquiers. La complexification des montages proposés apparaît comme une fuite en avant, comme une volonté d'épaissir le rideau de fumée. L'important est de maintenir l'illusion. Pour les créateurs, l'illusion qu'ils seront payés un jour et que leur argent continue à "travailler". Toute solution est alors bonne, à condition de ne pas accepter de risques qui conduiraient à accuser des pertes sèches ni des taux de décote supérieurs à ce qu'ils ont déjà provisionné, c'est-à-dire à ce qu'ils ont déjà fait supporter aux contribuables de leurs pays. Pour les débiteurs, l'illusion qu'ils paieront un jour, à condition de pouvoir disposer tout de suite d'argent frais leur permettant de ne pas entreprendre de réformes qui remettraient en cause le consensus social et les assises de l'État.

Dans le cas du Brésil, vu l'importance pour la société et l'économie brésilienne du mode de gestion du déficit public, il est clair que les difficultés de mise en oeuvre des politiques d'ajustement, qu'elles soient hétérodoxes ou orthodoxes, se posent immédiatement en termes de démocratie, de bien-fondé de la légitimité de l'État et du gouvernement. Car nul n'ignore que les politiques d'ajustement, par les attaques qu'elles portent aux conditions de vie de la majorité de la population, ne peuvent qu'aggraver la crise de légitimité du pouvoir et donc les chances de réussite des plans d'ajustement. Il faut au gouvernement brésilien suffisamment de marge de manoeuvre pour maintenir ses archaïques réseaux de clientèle (le *coronelismo*) et pour se concilier sa société civile. Il faut rappeler que le niveau de vie de la grande majorité de la population brésilienne est l'un des plus bas du monde et contraste avec l'opulence d'une minorité très réduite qui refuse d'envisager toute politique de redistribution.

Toujours dans le cas du Brésil "8^e puissance industrielle", on ne peut aborder le problème de la dette sans évoquer le dynamisme des industriels brésiliens pour s'imposer sur le marché intérieur et le marché international. Les dépenses de l'État ont permis la constitution d'une classe d'industriels forte, susceptible d'inquiéter celle des pays développés. Aussi certaines politiques brésiliennes avancent que les négociations sur la dette cachent mal la volonté internationale de lutter contre la concurrence brésilienne. Cette déclaration est difficilement recevable car elle veut ignorer que l'intérêt premier des banques est d'obtenir le remboursement, ou du moins le paiement des intérêts, et donc de préserver le dynamisme de l'économie brésilienne. Le refus de rembourser la dette ne peut être analysé, comme les dirigeants brésiliens voudraient le faire croire, comme un acte de souveraineté. Car le gouvernement brésilien, qu'il prône la responsabilité et l'effort pour justifier les politiques d'austérité, ou qu'il tiennent un discours populiste nationaliste pour justifier les énormes dépenses publiques des États et de l'Union, ne vise que la reproduction d'une classe dirigeante accrochée à ses privilèges en refusant toute réforme de structure mais aussi toute réelle rupture avec la communauté financière internationale.

Il est difficile de croire que le problème de la dette pourra se résoudre grâce à des subtilités financières. Il s'agit là d'une partie de bras de fer entre le Nord et le Sud, où l'adhésion pour les pays du Sud aux règles économiques du Nord

impliquerait une soumission aux contraintes de politiques d'ajustement qui se traduiraient par une remise en cause totale du consensus social qui assoit leurs gouvernements.

(août 1988)

Principales sources

Gouvernement brésilien (1988), *Programa econômico*. Brasília : département économique de la Banque centrale, vol. 16, mars 1988.

Gouvernement brésilien (1987), *Plano de controle macroeconômico. 1^o relatório de acompanhamento e atualização*. Brasília : ministério da Fazenda, octobre 1987.

Luiz de Mello Belluzo (1987), *Financiamento externo e deficit publico*, colloque franco-latinoaméricain sur les finances publiques et le développement. Rio de Janeiro : IIAP-IEI/UFRJ-CEPAL, 16-18 novembre 1987.

Articles de quotidiens (*Folha de São Paulo*, *Correio Brasiliense*, *Gazeta Mercantil*) et d'hebdomadaire (*Senhor*).