

F1

B 26508 ex 1

LA TECHNIQUE AU SECOURS DE L'ILLUSION

Notes à propos de la dette brésilienne  
et de la mobiliérisation mexicaine

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

N° : 26508 ex 1

Cpte : B

29.5.89

M

P158

Catherine AUBERTIN  
Economiste ORSTOM

Département "Société, Développement, Urbanisation"

AXE 3 "URBANISATION ET SOCIÉTÉS URBAINES"

DOCUMENT DE TRAVAIL N° 9

AOÛT 1988

L'impossibilité de régler le problème de la dette du Tiers Monde, tant du côté des débiteurs que des créditeurs, éclaire sous un jour violent les relations entre le Nord et le Sud et accuse les limites du développement fondé sur le crédit et sur les spéculations financières. A terme, les deux parties sont perdantes.

La multiplication des articles, des expressions, des mécanismes liés à la dette, laisse l'impression que la sophistication des techniques financières accompagne la certitude que la dette ne sera jamais remboursée.

Le cas du Brésil illustre bien ces rapports entre technique et illusion en portant le débat sur le plan politique : c'est le pays le plus endetté du monde et la presse et les parlementaires brésiliens en font à la fois un titre de gloire et un défi, le résultat d'une conspiration du capitalisme international et le produit de l'illégitimité du gouvernement.

Ce travail 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 mars 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.

## 1. 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 oeuvre, elles se résument à 4 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<sup>1</sup>, 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 reprêtées 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'intérêts.** 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 (*spréad*) que l'on remettra en question. On essaiera, 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...

---

<sup>1</sup>On rembourse le principal, on pave 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.

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 (second marché ou introduction sur un marché financier sous forme d'obligations, 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.

## 2. PRESENTATION DE LA DETTE BRESILIENNE

### 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 est libellée en dollars américains. La valeur de la monnaie brésilienne, le cruzado, est calculée par rapport au dollar. Aussi, chaque dévaluation du cruzado (les dévaluations 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 US \$.

La majorité des emprunts a été souscrite à des taux d'intérêts 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, nécessité 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 d'US\$ 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 20 ans avec un délai de grâce de 8 ans, une réduction de moitié de la commission des banques (*spread*) et des remboursements progressifs (10% seront remboursés en 2008).

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 reprêter 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 comity*) qui regroupe les 500 banques créditrices.

La dette publique a été contractée par l'Etat brésilien auprès d'organismes publics nationaux, auprès des Etats 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 Etats qui représente environ 20% de la dette totale. Il représente les gouvernements et se compose des représentants des Banques Centrales des Etats 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 substituent simplement un créateur (une entreprise étrangère) par un autre (l'Etat 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'Etat 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, M. 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'Etat, 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'Etat a tendance pour combler le déficit public<sup>2</sup> 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'intérêts 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'Etat 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 crédits 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.

---

<sup>2</sup> 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.

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 bloquer la somme pour la convertir en devises et rembourser, se substitue comme débiteur et utilise l'argent pour combler le déficit public. Juridiquement la banque étrangère a désormais, malgré elle, un compte à la Banque Centrale. Le gouvernement équilibre ainsi 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%.

### 3. DEUX PATIENTS MONTAGES

Devant les difficultés de remboursement de la dette, de nouvelles solutions surgissent qui pourraient satisfaire à la fois les débiteurs et les crédateurs. Deux mécanismes 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, l'entreprise débitrice cède des participations ou, dans le cas de la dette publique, la Banque Centrale du Brésil finance les investissements à hauteur de la valeur nominale de celle-ci.

La banque créditrice se débarrasse d'une créance douteuse et n'a qu'à provisionner la décote (on dit aussi désagio !) qu'elle a dû consentir à la banque ou à l'industriel candidat à

l'investissement. Il existe un marché secondaire des décotes, 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 entre 40% et 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. Il gagne donc 40 à 50% en capital, mais il gagne également sur la législation qui régle le rapatriement des bénéfices 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%<sup>3</sup>. 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 éponge sa dette en économisant des devises.** Il paye en cruzados au taux officiel du dollar, profitant d'une sous-évaluation de sa monnaie. Il stimule son économie en favorisant

---

<sup>3</sup> 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.

l'investissement. En termes de comptabilité publique, dans les fonds propres de "l'entreprise Brésil", le poste "Epargne extérieure-Endettement" diminue au profit du poste "Epargne extérieure-Investissement". 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.

## RETICENCES

Les opérations de conversion ne sont pas règle courante et les réticences sont certaines. Du fait du processus d'étatisation<sup>4</sup>, 80% de la dette brésilienne dépend du secteur public. Le recours à la conversion en est 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'Etat brésilien contre une prise de participation dans une société privée brésilienne ou dans une filiale de l'investisseur implique une création monétaire à fort effet inflationniste. 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 conversions.*

Pour les nationalistes, la conversion permet la main-mise des étrangers sur l'économie. Si on est prêt à accepter cette perte de souveraineté, autant attirer de nouveaux investissements en devises à moindre coût, en revoyant la législation sur les changes par exemple.

---

<sup>4</sup> Nous avons vu que plus de 20 milliards de la dette privée ont été déposés auprès de la Banque Centrale qui n'en dispose plus car elle les a donnés, pour combler le déficit public, au Trésor qui ne peut les restituer, à plus forte raison les réaffecter sous quelque forme que se soit. Cette partie de la dette privée, qui aurait pu faire l'objet de conversions, est devenue une dette publique qui s'y prête mal.

Mais la plus grande réticence est liée à l'idée selon laquelle, finalement, il n'est pas sûr que la dette doit 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 partie des bénéfices sort, alors qu'un nouvel emprunt, qui pourrait se négocier aujourd'hui à 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 19/08/87) 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 80%; Mexique 43%, Chili 50% et Argentine 35%).

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, en mars 1988, que le Brésil a permis de nouveau ces échanges et que 150 millions de dollars ont été convertis en investissements dans des projets de développement. En revanche, 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"<sup>5</sup>. Il faut souligner ici

---

<sup>5</sup> 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.

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.

### LA MOBILIERISATION (SECURITIZATION). L'EXEMPLE MEXICAIN.

Ce mécanisme est également traduit par "sécuritisation". 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<sup>6</sup>

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. Ils disposeront alors d'un actif dont le capital (mais non les intérêts) est garanti. Ils n'ont plus à craindre de nouvelle décote et pourraient même théoriquement revendre ces titres à une valeur plus forte que celle

---

<sup>6</sup> 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.

de leur ancienne créance sur le marché secondaire. Ils 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 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 20 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, 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, âpres et mesquins, bien éloignés de la sophistication technique, mais fidèles reflets de l'expression des enjeux fondamentaux des relations Nord-Sud. On sait que "la finance" n'est guère une science, ne serait-ce que parce que la connaissance de ses outils et une observation de longue durée ne permettent de dégager aucune théorie. Il suffit d'évoquer le dernier krach boursier et l'affolement des professionnels pour s'en convaincre.

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 créiteurs, 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'Etat.

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'Etat 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<sup>ème</sup> 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'Etat ont permis la constitution d'une classe d'industriels forte, susceptible d'inquiéter celle des pays développés. Les négociations sur la dette cachent souvent mal la volonté de lutter contre la concurrence brésilienne. Le refus de payer la dette ne peut cependant 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 tienne 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 impossible d'admettre plus longtemps que le problème de la dette se résoudra 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 implique une soumission aux contraintes commerciales qui leur sont extérieures, mais aussi une remise en cause total du consensus social qui assoit leurs gouvernements.

## Principales sources

- Gouvernement brésilien (1988) - Brasil, Programa Econômico.

Département économique de la Banque Centrale Vol. 16. Mars 1988. Brasília.

- Gouvernement brésilien (1987) - Plano de controle macroeconômico.

1<sup>o</sup> relatório de acompanhamento e atualização.

Ministerio da Fazenda. Octobre 1987. Brasília

- Luiz de Mello Belluzo (1987) - Financiamento externo e deficit publico.

Colloque franco-latinoaméricain sur les finances publiques et le développement. IIAP - IEI/UFRJ - CEPAL. Rio de Janeiro. 16-18 Novembre 1987.

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

LISTE DES DIFFERENTS DOCUMENTS DE TRAVAIL

- Document de travail n° 1,

P. BONNEFOND axe 2 :

"NOTES SENEGALAISES".

- Document de travail n° 2,

A. SID AHMED axe 2 :

"RENTE PETROLIERE : QUELQUES PROBLEMES THEORIQUES"

- Document de travail n°3,

R. DOGNIN axe 1 :

"DES CALEBASSES ET DES VACHES"

- Document de travail n° 4,

L. PERROIS axe 1 :

"ANTHROPOLOGIE ET HISTOIRE : LES ARTS PLASTIQUES DU NORD-OUEST CAMEROUN"

- Document de travail n° 5,

A. MARLIAC axe 1 :

"CHRONOCULTURAL SIGNIFICANCE OF 14 C AND TL DATINGS IN NORTH CAMEROUN IRON AGE SETTLEMENTS CASE REFLEXION UPON THE RELIABILITY OF ABSOLUTE DATING"

- Document de travail n° 6,

H. GODARD axe 3 :

"ATLAS INFORMATISE DE QUITO. PRESENTATION ET PREMIERS RESULTATS"

- Document de travail n° 7,

B. LACOMBE axe 2

"STATISTIQUES ET FAMILLES. TAUX ET PROBABILITES D'AGRANDISSEMENT  
DES MENAGES ET FAMILLES - TROIS ETUDES" -

- Document de travail n° 8,

J.C. NGUINGUIRI axe 1

"TRADITIONS ET COUTUMES FONCIERES DES COMMUNAUTES DU LITTORAL  
CONGOLAIS - TROIS ETUDES -"

- Document de travail n° 9,

C. AUBERTIN axe 3

"LA TECHNIQUE AU SECOURS DE L'ILLUSION"

- Document de travail n° 10,

J. GAILLARD axe 2

"HISTOIRE ET DEVELOPPEMENT DE LA COMMUNAUTE SCIENTIFIQUE  
COSTARICAINE"

- Document de travail n° 11,

J. GAILLARD axe 2

"HISTOIRE ET DEVELOPPEMENT DE LA COMMUNAUTE SCIENTIFIQUE  
THAILANDAISE"

- Document de travail n° 12,

T. SAUVIN axe 2

"L'INTRODUCTION DE LA COMPENSATION DANS LES STRATEGIES  
INDUSTRIELLES DU TIERS MONDE"

- Document de travail n° 13,

E. SALL axe 2

"MICRO - ETAT - NATION ET SOCIETE EN GAMBIE"

- Document de travail n°14,

D. QUILAQUEO axe 2 :

"ORGANISATION DE LA COMMUNAUTE MAPUCHE DE RIO NEGRO EN ARGENTINE"

- Document de travail n° 15,

O. BOIZO axe 2 :

"ETUDES SUR LE DEVELOPPEMENT IVOIRIENS"

- Document de travail n° 16,

P. PILLON, A. WARD axe 2 :

"GROUPEMENTS D'ELEVAGE AUTOCHTONES DANS LE PACIFIQUE SUD - TROIS ETUDES -"