

# DU PRODUCTIF AU FINANCIER ET DU FINANCIER AU PRODUCTIF EN ASIE ET EN AMÉRIQUE LATINE\*

*Pierre Salama*

Universidad de Paris XIII

UFR de Sciences Economiques, Av JB Clément 93430, Villetaneuse, France  
e-mail: salama@seg.univ-paris13.fr

**RESUMÉ** L'objet de l'article est de comparer les crises financières récentes asiatiques et latino-américaines. La contagion des unes sur les autres intervient mais elle doit être relativisée. Les crises asiatiques se caractérisent par une profitabilité industrielle en déclin et une fuite en avant par des financements de type "ponzi" pour faire face au service de la dette. Les crises latino-américaines sont surtout le reflet, d'un point de vue macroéconomique, d'une dépendance financière accrue de telle sorte que ces économies tendent à épouser une logique d'économie casino et à imprimer à l'évolution de leur PIB un profil en montagne russe. Ces causes différentes expliquent qu'on ne saurait se limiter à un renforcement de la capitalisation des banques et à la définition des nouvelles règles prudentielles pour surmonter durablement les crises financières.

**Mots clefs:** dépendance financière, valorisation du capital, endettement à court terme, financement Ponzi, économie casino, grandes fluctuations

## DO PRODUTIVO AO FINANCEIRO E DO FINANCIERO AO PRODUTIVO NA ÁSIA E NA AMÉRICA LATINA

**RESUMO** O objetivo do artigo é comparar as crises financeiras recentes da Ásia e da América Latina. O contágio de umas sobre outras existe, mas deve ser relativizados. As crises asiáticas se caracterizam por uma lucratividade industrial em declínio e uma corrida pelos financiamentos do tipo "Ponzi" para fazer face ao serviço

---

\* Segunda parte do artigo publicado no volume 4, n. 1, jan.-jun. 2000, da *Revista de Economia Contemporânea* – REC (Nota do editor).

da dívida. As crises latino-americanas, de um ponto de vista macroeconômico, são principalmente o reflexo de uma dependência financeira provisionada de tal forma que estas economias tendem a desposar uma lógica econômica de um cassino e a imprimir, na evolução do seu PIB, um perfil em montanha-russa. Estas causas diferentes explicam que não será possível se limitar a um reforço da capitalização dos bancos e à definição de novas regras de prudência para superar, de forma durável, as crises financeiras.

**Palavras-chave:** dependência financeira, valorização do capital, endividamento a curto prazo, financiamento Ponzi, economia cassino, grandes flutuações

### **FROM PRODUCTION TO FINANCE AND FROM FINANCE TO PRODUCTION IN ASIA AND LATIN AMERICA**

**ABSTRACT** The purpose of this paper is to compare recent Asian and Latin-American financial crises. A contagion effect does prevail between them but should be put into perspective. Asian crises are distinguished by declining industrial profitability and a forward flight through Ponzi-like financing schemes to face debt service. Latin-American crises, from a macroeconomic viewpoint, reflect above all a financial dependence increased to a point where those economies tend to embrace a casino-type economic rationale and to confer a roller coaster profile to the evolution of their GNP. Those different causes explain why a mere strengthening of bank capitalization and the definition of new prudential rules are not enough to ensure a lasting recovery from financial crises.

**Keywords:** financial dependence; capital valorization; short-term indebtedness; Ponzi-like financing; casino-type economy; large fluctuations

## 4. LA NATURE DIFFÉRENTE DES CRISES

### 4.1 Finance et valorisation ou le retour de la finance sur le travail en Asie

#### *Une valorisation insuffisante*

Les conglomérats ont pratiqué la non transparence de leurs comptes. Il est difficile pour l'instant de faire une analyse totalement fiable de la valorisation de leur capital et de son évolution dans les principaux secteurs. On a toutefois quelques données, assez grossières, révélatrices de la profondeur de cette crise. La BRI, dans son rapport de 1998, a calculé l'évolution du coefficient marginal de capital, mesuré comme le rapport du taux réel de croissance du PIB sur le ratio investissement par rapport au même PIB. Des cinq pays étudiés (Corée, Indonésie, Malaisie, Philippines et Thaïlande), seule l'Indonésie a connu une augmentation (légère) de ce coefficient entre les périodes 1986-1990 et 1991-1996. Partout ailleurs, il a baissé, passant en Corée de 32,9 à 20,2, en Malaisie de 25,1 à 22,1, aux Philippines de 20,5 à 12,2 et en Thaïlande de 32,6 à 12,9 (BRI, 1998, p. 38 et suiv.), traduisant ainsi une nouvelle phase de rendements décroissants, d'un point de vue macro-économique de l'investissement, plus ou moins prononcés. Plus significative, sans doute, est l'évolution de la relation entre investissement direct étranger et expansion des exportations (*idem*, p. 39). Cette relation s'est affaiblie dans les années quatre-vingt dix (plus exactement dans la période 1992-1996) dans l'ensemble des pays, plus particulièrement en Thaïlande. Selon Corsetti *et alii* (1998), la profitabilité des chaebols coréens, dont la faillite allait survenir en 1997, aurait baissé de manière significative dans les années quatre vingt dix, ainsi qu'on peut le voir dans le tableau 7.

Le peu de transparence des comptes et la faible désagrégation des données font qu'il soit difficile de trancher sur la question des causes de la baisse de valorisation du capital. Est-elle principalement due à des rendements décroissants, eux mêmes provoqués par un surinvestissement, ou bien à une amputation croissance des gains par l'augmentation du coefficient d'endettement des entreprises et consécutivement des services financiers? Selon Chang H-J *et alii* (1998), la marge opérationnelle nette des frais financiers par rapport aux ventes est de 2,8% en moyenne de 1973 à 1996 en Corée et de 1% en 1996 (les frais financiers relativement aux ventes étant de 5,5% et

5,8% respectivement). Il est intéressant d'opposer ces données à celles de Taïwan, qui a évité la crise et souffre d'un ralentissement de sa croissance, et des Etats-Unis. Les frais financiers sont plus faibles: en 1995 ils étaient de 2,2% à Taïwan et les marges opérationnelles nettes de ces frais sont supérieures à celles de la Corée: 5,1% à Taïwan et 7,9% aux Etats-Unis. D'un côté la marge opérationnelle avant frais (tableau 8) financiers est comparable en Corée, bien qu'en déclin léger, à celles de Taïwan et des Etats Unis, d'un autre, une fois comptabilisés les frais financiers, l'écart est bien plus prononcé. On pourrait donc attribuer à la lourdeur des frais financiers, donc au comportement d'endettement, la baisse de la profitabilité, mais il est intéressant de noter que la profitabilité, avant prélèvement de ces frais, décline également en Corée. Cette dernière évolution traduit une baisse de l'efficacité du capital engagé, elle-même produite par un déclin de la compétitivité de l'industrie.

Le déclin relatif de la compétitivité se traduit par un ralentissement sensible des exportations dès 1995, et une baisse absolue en 1996 ainsi qu'on peut l'observer dans les graphiques ci-joints. Ce ralentissement, puis cette baisse viennent de l'augmentation très vive des salaires (supérieure à celle de la productivité du travail en Corée), d'une appréciation du taux de change sensible, d'une flexibilité de l'appareil industriel moins grande que par le passé, et probablement d'une délocalisation insuffisamment rapide

**Tableau 7: Profitabilité de quelques chaebols (en pourcentage)**

	Moyenne 1992-1996	1996
Hanbo*	3	1,7
Sammi*	2,9	3,2
Jinro*	2,7	1,9
Kia*	18,9	8,7
Dainong	6,8	5,5

Source: LG Economic Research Institute dans Corsetti et alii (1998)

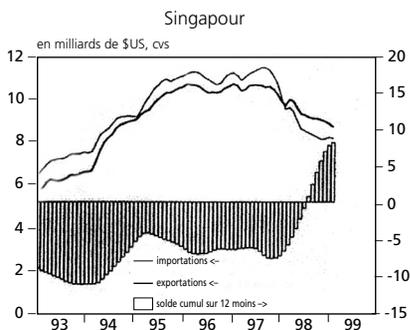
\* Ces chaebols ont fait faillite en 1997

**Tableau 8: Comparaison internationale de la profitabilité**

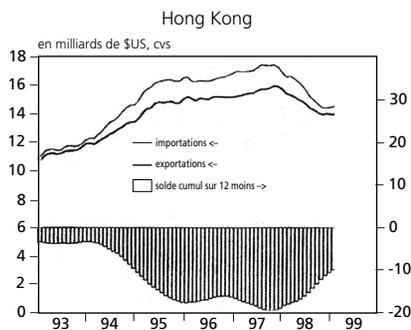
	Corée (1973-1996)	Corée (1996)	Taiwan (1995)	USA (1995)
Marge opérationnelle/vente	7,4	6,5	7,3	7,7
Frais financiers/vente	5,5	5,8	2,2	n.a.
Marge opérationnelle nette de frais financiers et divers /vente	2,8	1	5,1	7,9

Source: Banque de Corée dans Chang et alii (1998), p. 742

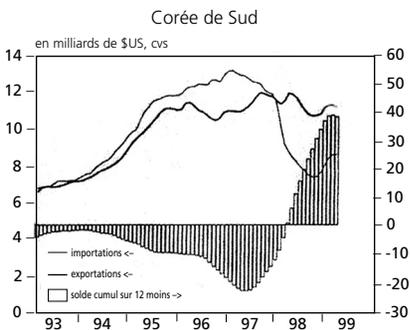
### Les Echanges Extérieurs



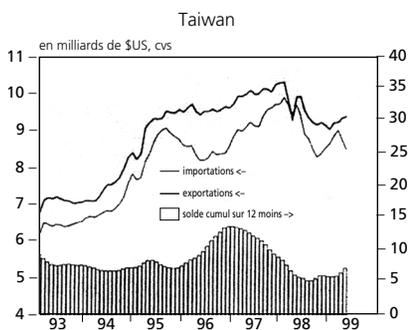
Source: FMI, Rexecode  
Dernière observation janvier 1999



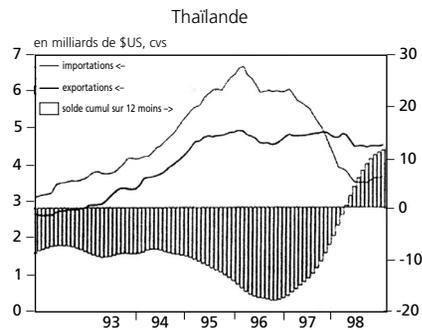
Source: FMI, Rexecode  
Dernière observation janvier 1999



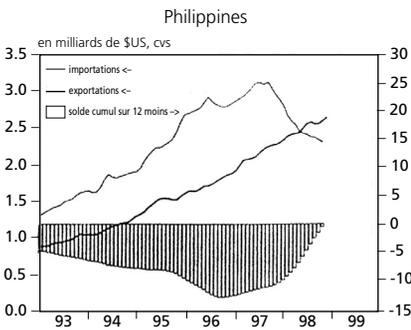
Source: FMI, Rexecode  
Dernière observation février 1999



Source: FMI, Rexecode  
Dernière observation février 1999



Source: FMI, Rexecode  
Dernière observation décembre 1998



Source: FMI, Rexecode  
Dernière observation janvier 1999

de segments de l'industrie vers des pays asiatiques dits de seconde génération où les salaires sont sensiblement plus faibles et les possibilités de gérer la force de travail d'une manière plus libre sont plus grandes.<sup>15</sup> Bien que l'essor de la productivité ait été important, on peut considérer qu'il a été insuffisant face au rythme d'augmentation des salaires et à l'appréciation de la monnaie nationale. La flexibilité de l'appareil de production, bien qu'importante, a été insuffisante et les pays asiatiques — à quelques exceptions près — ont eu des difficultés croissantes à modifier leur spécialisation et à l'inscrire sur des produits à élasticités de la demande par rapport au revenu et aux prix élevées et sur des biens à haute composition technologique dont la compétitivité repose sur la qualité plutôt que sur les prix.<sup>16</sup>

Avec le ralentissement de la demande externe, les charges financières augmentent en terme relatif, de manière démesurée, et les entreprises fortement endettées se trouvent face aux conséquences d'un financement laxiste. L'alourdissement du service de la dette des entreprises devient excessif dès lors que la croissance de la production fléchit. *Ce n'est pas seulement l'élévation du taux d'intérêt qui rend plus difficile la conciliation entre le degré de liquidité et l'endettement — ainsi qu'on pourrait le déduire de l'apport de Mynski sur le financement Ponzi —, mais également la baisse de la rentabilité produite par le rétrécissement relatif des marchés des biens exportés par les économies asiatiques.* Ce rétrécissement découle à la fois du déclin relatif de la compétitivité et de la saturation des marchés sur ces produits et donc de l'incapacité à accentuer la flexibilité — pourtant élevée — de leur appareil de production et de changer ainsi suffisamment la gamme de produits destinés à l'exportation.

La forme conglomérat a pu dans un premier temps favoriser, dans certains pays comme la Corée, des économies "d'agglomération" et permettre de socialiser les pertes initiales sur des projets nouveaux par des gains sur d'autres, plus anciens, tout en constituant une force de négociation avec l'État suffisamment grande pour continuer à obtenir des aides conséquentes. Dans un second temps, cette forme complexe, peu transparente, a pu générer davantage de coûts de transaction et freiner l'externalisation nécessaire de certaines productions. C'est parce que cette crise financière est provoquée en partie par une crise de valorisation, qu'elle est plus importante que la crise financière qu'a connue le Mexique en 1994.<sup>17</sup>

Le rythme des exportations doit être maintenu à un niveau élevé. Si tel n'est pas (plus) le cas, la vulnérabilité financière des entreprises est menacée et avec elle celle des banques. C'est ce qui s'est produit dès 1996 et en 1997, la crise financière se développe d'abord en Thaïlande, puis à Hong Kong, en Corée et dans la plupart des économies asiatiques.

#### *D'un financement "Ponzi" à la crise financière*

Les entreprises en Asie ont financé leurs investissements massifs à partir de leurs propres ressources et en empruntant de manière excessive. Elles ont pu d'autant plus facilement emprunter massivement ces dernières années que la libéralisation se développait, poussant les banques à accorder des crédits sans analyse précise des risques encourus. Avec la libéralisation, les banques se livrent en effet à une concurrence plus forte. La réduction des marges qui en résulte, accentuée par la hausse des taux d'intérêt sur les dépôts, et la plus forte volatilité des taux d'intérêt provoquée par la fin de l'encadrement du crédit et des taux, les conduisent à prendre davantage de risques que par le passé. Deux raisons supplémentaires expliquent ce comportement "peu prudent": d'une part, le contexte macroéconomique devient surliquide, les capitaux affluent de l'étranger, attirés par les taux d'intérêt élevés au moment où ceux-ci baissent dans les pays développés, d'autre part, les banques se lancent dans de nouvelles activités pour lesquelles elles n'avaient pas nécessairement l'expérience requise. La BRI, dans son rapport de 1998 (p. 126 et suivantes), utilise à plusieurs reprises l'expression "d'extraordinaire" pour qualifier l'expansion du crédit, dirigé non seulement vers les entreprises mais aussi vers le secteur immobilier en plein essor. Selon Miotti *et alii* (1998), les banques asiatiques, fin 1996, sont plus liquides, plus efficaces que les banques latino-américaines, mais moins rentables, moins solvables et surtout moins capitalisées. Les risques de faillite ont alors d'autant plus la possibilité d'apparaître que la garantie de l'État diminue à mesure que la libéralisation avance.

Grâce à ce comportement des institutions financières, les groupes industriels ont pu facilement pratiquer la stratégie de "la fuite en avant" en diversifiant leurs productions, en sur-dimensionnant leurs capacités d'offre et en pariant sur la baisse de coûts occasionnée par les économies d'échelle et de conglomérat. Ils ont également diversifié leurs activités, n'hésitant pas dans

certains cas à spéculer sur des valeurs immobilières et à concevoir des projets d'investissement dont l'objectif caché était de légitimer des demandes d'emprunt afin de rembourser des emprunts passés, et à pratiquer ainsi un financement "Ponzi".<sup>18</sup> Le ratio dettes sur fonds propres des entreprises atteint des niveaux très élevés, bien supérieurs à celui observé dans les pays développés. Selon *The Economist* du 29 Novembre 1997, sur les trente "chaebols" les plus importants en Corée, 25 avaient un ratio dettes/fonds propres supérieur à trois dont dix de plus de cinq, contre normalement un ratio voisin de un dans les économies développées.<sup>19</sup>

Notre thèse attribue au surinvestissement la responsabilité majeure de la crise. Les comportements peu prudents des institutions financières ont facilité ce surinvestissement et ont accentué sa fragilité. Cette approche de la crise n'est pas partagée par de nombreux économistes (pour une présentation des débats, voir Yung Chul Park et Chi-Young Song, 1998, et Geoffron et Plihon, 1999). Radelet et Sachs (1998, 1999) insistent par exemple sur le rôle du ratio, très élevé, des dettes à court terme sur réserves internationales pour expliquer la fragilité financière. Les mesures de libéralisation prises de manière trop rapide ont pour certains une responsabilité importante, nous l'avons vu. L'instabilité intrinsèque des marchés financiers internationaux, l'appréciation des monnaies liées au dollar, la conjoncture défavorable du Japon ont joué un rôle certain. Yung Chul Park et Chi-Young Song (1998) cherchent à mesurer le rôle de la contagion dans la venue des crises en testant une relation qui fait dépendre la prédiction d'une crise de change soit d'un déséquilibre des fondamentaux, soit d'une panique financière.<sup>20</sup> Le test conclut à l'impossibilité de déterminer qui de la panique financière ou des "fondamentaux" est responsable, tous le sont. Les mêmes auteurs cherchent alors à tester le rôle de la contagion, une fois la crise financière déclenchée en établissant une relation entre le taux de change de la Corée au temps  $t$  et ceux de la Malaisie, de la Thaïlande, et de l'Indonésie au temps  $t-1$  et enfin de la Corée au temps  $t-1$ . La Corée paraît avoir été affectée par les crises survenues en Indonésie et plus particulièrement en Thaïlande. Ce test ne peut cependant évaluer le rôle joué par l'effondrement de la bourse de Hong Kong survenu le 23 Octobre 1997 puisque le dollar de Hong Kong n'a pas été déprécié, or les observateurs considèrent en général que la Corée a été particulièrement sensible à l'effondrement de cette bourse (Sgard, 1999)

plutôt qu'à la crise du bath de juillet. Quoiqu'il en soit, la relation entre les taux de change, à supposer qu'elle soit pertinente, n'explique pas les causes de cette contagion. Vient-elle d'une panique des investisseurs ne faisant pas, ou peu, de différences entre les pays Asiatiques, ou bien d'un déséquilibre des fondamentaux? Il peut paraître logique que la contagion sera d'autant plus forte d'un pays à un autre: (1) que les critères macroéconomiques (les "fondamentaux") seront proches, (2) que les relations commerciales seront étroites (Corsetti *et alii*, 1998) puisqu'une dévaluation dans un pays menace les exportations dans un autre et conduit à se prémunir contre ces changements dans les conditions de la concurrence,<sup>21</sup> et (3) que l'intégration entre les pays, fût elle "silencieuse", est importante, au niveau commercial, mais également au financier. Ces trois critères sont analysés par Yung Chul Park et Chi-Young Song.

Les résultats sont intéressants. Quatre pays: l'Indonésie, la Malaisie, les Philippines et la Thaïlande ont des fondamentaux proches. Douze variables<sup>22</sup> concernant huit pays sont analysées entre 1994 et 1996 tant au niveau de leur valeur absolue ou relative que de leur écart type. On assigne à chaque variable un score selon l'importance de son écart type par rapport à la moyenne entre 1 et 9. Meilleure est la situation, plus élevé est le score. Le score maximal est 108 pour chaque pays. On établit quatre groupes de pays en 1995 et en 1996. Les résultats obtenus selon cette méthode montrent qu'en 1995 Singapour et Taïwan ont de bons "fondamentaux", à l'inverse de l'Indonésie et des Philippines. Le classement est le même en 1996, bien que pour certains pays leurs scores soient légèrement moins bons.

**Tableau 9: Evaluation comparée des fondamentaux**

Groupe	1995		1996	
Groupe 1	Singapour (91)	Taïwan 77	Singapour 82	Taïwan 78
Groupe 2	Corée 67	Malaisie 71	Corée 57	Malaisie 62
Groupe 3	Hong Kong 50	Thaïlande 57	Hong Kong 54	Thaïlande 50
Groupe 4	Indonésie 37	Philippines 35	Indonésie 41	Philippines 42

Source: Yung Chul Park et Chi-Young Song, p. 24, 1998

Bien que les différentes variables n'aient pas reçu des pondérations spécifiques, il ressort de ce classement que les pays asiatiques sont loin de connaître la même situation. On ne peut, sur la base de ce classement, considérer que la crise Thaï ait pu provoquer des effets de contagion sur les économies du groupe 1, voire du groupe 2. La contagion s'explique pour d'autres raisons. L'intégration financière et la nécessité de solder des positions ont pu jouer un rôle. Il en est de même des relations commerciales étroites.

Ainsi que nous l'avons souligné, la contagion de la crise financière d'un pays à l'autre n'est possible de manière durable que si les conditions s'y prêtent. Nous les avons analysées en insistant sur une variable qui est en général omise — la baisse de rentabilité — et analysée indirectement par ses effets sur le solde de la balance commerciale, voire le taux d'endettement. Les exemples offerts par la diffusion de la crise mexicaine à la fin des années quatre-vingt-quatorze confirment ce point de vue. La crise s'est étendue en Argentine, mais pas au Brésil. Aujourd'hui, la crise brésilienne s'étend à l'Argentine, mais peu au Mexique. La contagion d'une crise d'un pays à un autre dépend des seuils atteints par certains "fondamentaux". Elle peut précipiter une crise latente, elle ne la crée pas de toutes pièces.

Lorsque la crise se développe, la flexibilité du travail s'accroît avec la projection de la crise financière sur le niveau d'activité de la production. Produit de la crise, l'accroissement de la flexibilité du travail (licenciements, baisse des salaires, précarisation, intensification par introduction d'autres modes de domination dans le travail) est alors recherché comme condition de son dépassement (Jong-Wha Lee et Changyong Rhee, 1999). Les envolées des cours boursiers, comme par un retour de flamme, se paient en chute de la masse salariale. La réorganisation des entreprises, affaiblies par cette crise, se traduit par la mise en œuvre de modes de gestion de la force de travail plus flexibles que par le passé. Travail précaire, intensité du travail, chômage se développent avec la mise en place d'organisations du travail visant à réduire les temps morts et à mieux valoriser les équipements en place. Si l'essor de la finance n'a pas eu d'effets sur le mode d'organisation du travail en Asie du Nord et du Sud c'était lors de la phase longue de croissance,<sup>23</sup> la crise financière agit fortement sur les modes de gestion du travail.

## 4.2 Vers une économie casino en Amérique Latine

### *Un régime d'accumulation spécifique à dominante financière*

La financiarisation des entreprises à l'époque de la "décennie perdue" des années quatre-vingt avait pesé lourdement sur les revenus du travail (Xx). Des modes de domination archaïques dans le travail avaient ressurgi: la journée de travail allongée des travailleurs, en multipliant les emplois afin d'atténuer les effets de la baisse drastique des revenus, redonnait de l'actualité à la plus value absolue "à l'ancienne"(Xx). Avec la fin de la crise, dans les années quatre vingt dix, la situation change. La finance ne joue plus exactement le même rôle et ses effets sur le travail sont différents. L'ouverture rapide des frontières a conduit à une destruction-restructuration de l'appareil de production, la destruction l'emportant en partie sur la restructuration, contrairement aux prédictions des tenants de la libéralisation rapide des échanges et du retrait de l'État de l'économie. Le vif essor des exportations et parfois la transformation de leur contenu ne sont pas suffisants pour compenser celui des importations. La restructuration de l'appareil industriel n'est pas assez rapide et importante pour que les entreprises modernisées puissent exporter massivement et transformer positivement et durablement le solde de la balance commerciale car les investissements sont en effet insuffisamment élevés par rapport au PIB (annexe statistique). Les bourses connaissent un essor considérable, non seulement parce que des capitaux viennent de l'étranger à l'occasion des privatisations, mais aussi parce que les entreprises arbitrent en faveur de placements lucratifs. La faiblesse relative de leur taux d'investissement pèse alors sur la gestion du travail. Des formes originales de domination dans le travail sont recherchées afin de compenser le manque à gagner lié à la faiblesse de l'investissement. C'est ce que nous allons montrer.

La sortie des crises hyperinflationnistes a été un succès parce que le taux de change est redevenu crédible. La stabilité relative du taux de change nominal et la fin rapide de l'inflation se traduisent par une forte appréciation de la monnaie nationale en terme réel. On se trouve dès lors devant le paradoxe suivant: d'un côté, la libéralisation financière impose une relation plus ou moins stable de la monnaie nationale vis-à-vis du dollar, l'entrée massive de capitaux tend à apprécier un taux de change réel, déjà fortement apprécié

par la réduction de l'inflation; d'un autre côté l'appréciation du taux de change réel par rapport au dollar freine l'essor des exportations en même temps qu'elle stimule les importations, et ce d'autant plus que le commerce est diversifié géographiquement (Brésil, Argentine) et que le dollar lui-même s'apprécie par rapport aux autres devises clés. La brèche commerciale est condamnée à se développer dans ces conditions, et avec elle le déficit de la balance des comptes courants et ce d'autant plus que l'appareil de production rendu partiellement obsolète par les années de faible investissement et d'hyperinflation est brutalement soumis à la contrainte externe, sans politique industrielle d'accompagnement. Le déficit de la balance des comptes courants croît fortement, non seulement parce que le solde de la balance commerciale devient profondément négatif, mais aussi parce qu'augmentent fortement les dépenses de tourisme, les dépenses liées au retour des profits et dividendes des firmes multinationales, ainsi que celles liées à l'achat de brevets étrangers, dont la progression est à la mesure de l'internationalisation du capital croissante (Cepal, 1998), et enfin les dépenses liées au service de la dette externe. Le déficit de la balance des comptes courants exprime une partie du besoin de financement puisqu'à ce dernier il convient d'ajouter l'amortissement de la dette.

Le maintien, voire la hausse des taux d'intérêt, condition nécessaire mais pas suffisante pour attirer les capitaux, d'un côté rend plus vulnérables les banques en abaissant en partie la valeur de leurs actifs, en les incitant à accorder de mauvais crédits et en augmentant le risque d'impayé des débiteurs (Mishkin F., 1995; Goldstein M. et Weatherstone D., 1997); d'un autre côté, il élève considérablement le coût des emprunts et incite à revoir à la baisse les projets d'investissement pour deux raisons, l'une liée au coût, l'autre à la possibilité d'arbitrer en faveur d'achat de bons du trésor plus rentables que l'investissement lui-même.

La vulnérabilité des banques, déjà fragilisées par la libéralisation très rapide des marchés financiers et l'augmentation des crédits douteux, augmente lorsque les dépôts ne suivent pas au même rythme la croissance des taux d'intérêt, et leur capitalisation devient plus pressante lorsque la crise apparaît (M. Gavin et R. Hausman, 1995). Le coût pour recapitaliser les banques et socialiser leurs pertes, certes plus faibles qu'en Asie, atteint des dimensions considérables au Mexique après les fortes dévaluations de 1994

et 1995 (Giron, A. et Correa, E., 1997). Il est évalué par la BID au Mexique à 15% du PIB et devrait conduire à une augmentation considérable de la dette interne.

Le dépassement des *déficits de la balance des comptes courants* passe par des entrées de capitaux de plus en plus massives.<sup>24</sup> Le fonctionnement de l'économie s'oriente vers ce que Keynes nommait une "économie casino". Les taux d'intérêt élevés *creusent le déficit budgétaire* (alourdissement du service de la dette interne, récession et ralentissement de la progression des recettes) et freinent les investissements. A partir de seuils — difficiles à définir, mais qu'on peut estimer par expérience entre 6% et 8% du PIB — l'ampleur des déficits (budgétaires, balance des comptes courants) suscite une chute de la crédibilité de la politique économique des gouvernements, des sorties massives de capitaux, une baisse drastique des bourses nationales, et dans la plupart des cas un effondrement de la monnaie par rapport au dollar, le tout suivi d'une récession.<sup>25</sup> Une métaphore peut permettre d'illustrer la logique de l'économie casino: les vitesses se *soustraient* lorsque deux trains vont dans le même sens à des vitesses différentes, elles *s'ajoutent* lorsque ces trains vont en sens contraire. Tant que le fonctionnement de l'économie casino ne suscite pas de craintes d'insolvabilité, les déficits sont comblés par des entrées de capitaux. Déficits et entrées vont dans le même sens, les seconds plus rapidement que les premiers et l'accroissement des réserves est le résultat de la différence de leurs taux de croissance. Lorsque les déficits continuent à se creuser, mais que les entrées de capitaux cessent et que ceux-ci quittent le pays, déficits et sorties de capitaux s'ajoutent sans trouver de moyens de financement internationaux, ainsi qu'on a pu l'observer au Brésil: en Mars 1997 les réserves s'élevaient à 74 milliards de dollars et en Janvier 1998 elles s'effondraient à 29 milliards. C'est ce *retournement* qui explique à la fois la brutalité de la situation nouvelle et l'ampleur des besoins de capitaux.

La persistance de ces politiques peut paraître suicidaire. Elle s'explique par plusieurs facteurs. Le premier concerne le succès même de ces politiques dans leur lutte contre l'hyperinflation et pour la reprise de l'activité économique. Dans certains cas (Brésil, Mexique), les phases de croissance retrouvée ont permis une faible hausse des revenus du travail, modeste pour les emplois formels, plus importante pour les emplois non salariés infor-

mels (Xx, 1996, 1998), dans d'autres (Argentine), les salaires réels ont certes baissé, ceux des travailleurs non qualifiés davantage que ceux des travailleurs qualifiés (BID, 1998), mais ils ont probablement moins baissé que si l'hyperinflation s'était poursuivie. Cette évolution des revenus du travail et l'éloignement de la menace de les voir baisser par une reprise hyperinflationniste sont à la base de la légitimité élevée des gouvernements. La réduction, parfois drastique (Argentine) des niveaux d'emploi, la réduction du niveau de vie des travailleurs et des retraités lorsqu'elle a lieu, fragilisent cette légitimité, mais paradoxalement, la crise financière peut redonner une nouvelle légitimité à des gouvernements (Brésil) ayant montré dans le passé leur capacité à lutter contre l'inflation, alors même qu'ils portent une responsabilité particulière de cette situation de crise. La seconde raison de la persistance de ces politiques s'explique par le poids acquis par ceux qui ont profité des bénéfiques produits par la politique de privatisation suivie, des gains produits par la financiarisation de l'économie. La troisième raison qui explique l'inertie vient probablement de ce que le succès d'une politique paraît condamner à l'échec toute autre politique dans la mesure où celle-ci serait assimilée à un retour au passé et donc aux crises hyperinflationnistes. Le règne de la "pensée unique" se nourrit ainsi paradoxalement de ses propres échecs et de la grande difficulté à concevoir des politiques économiques différentes et d'autres modes de développement du capital. Enfin, ce serait une erreur de négliger l'influence des institutions internationales dans la définition de politiques libérales comprises comme seules compatibles avec la modernisation de ces économies C'est pourquoi le dépassement de ces politiques est difficile à envisager hors le développement d'une crise sociale et politique.

La logique financière introduite par le fonctionnement d'une économie casino tend à imposer une grande instabilité et donc des fluctuations importantes de l'activité économique. Il s'agit d'un véritable cercle vicieux. Alléger le poids de ces contraintes nécessiterait de changer de régime d'accumulation et de rompre ainsi avec la libéralisation à outrance de l'ensemble des marchés. Ne pas le faire, c'est se condamner à une répétition des enchaînements<sup>26</sup> comme le montrent les exemples récents du Mexique et de l'Argentine.<sup>27</sup> Mais ne pas le faire c'est aussi éviter les conséquences politiques qu'aurait un coût social trop élevé qu'une autre politique économique

pourrait probablement entraîner. C'est ce qui explique que les gouvernements soient conduits à pratiquer la "politique de l'autruche", tout en cherchant à se légitimer en invoquant les lois inexorables de l'économie, conçues à partir du prisme de la "pensée unique". C'est ce qui explique aussi qu'une crise économique ne suffise pas et qu'il faille passer par des crises politiques pour que d'autres chemins, devenus crédibles, soient imaginés et mis en pratique.

#### *Les conséquences sur le travail*

L'argent semble produire naturellement de l'argent et les rapports entre le marché financier et le marché du travail apparaissent comme des rapports d'interdépendance. Plus précisément, les deux marchés se présentent comme séparés et dépendants: ce qui se passe sur un marché peut avoir des conséquences sur l'autre. Une baisse du chômage peut par exemple être mal perçue par la Bourse dans la mesure où elle peut signifier une reprise inflationniste de nature à produire une hausse des taux d'intérêt.

Avec l'essor des marchés financiers, l'origine des gains financiers devient floue et mystérieuse. L'argent semble produire l'argent et le marché financier paraît capable de créer de la valeur de lui même. Le capital financier, comme le sont la terre, le travail et le capital physique dans le paradigme néo-classique, devient en quelque sorte un "facteur de production" rémunéré par ce qu'il produit. Marchés du travail et de la finance semblent cependant cohabiter de manière conflictuelle: ce qui est bon pour l'un paraît mauvais pour l'autre et réciproquement. En fait, les rapports de l'un à l'autre sont plus complexes. La finance est payée sur la plus-value, mais elle peut permettre de faire produire plus de plus-value. Lorsqu'elle est aidée à la production de plus-value, soit parce qu'elle permet d'acquérir suffisamment de capitaux pour investir, soit parce qu'elle diminue le risque par les opérations de couverture, elle est "vertueuse" car elle rapporte davantage qu'elle ne coûte. Si on devait faire une comparaison, ce serait avec les travailleurs du commerce. Improductifs selon Marx, ils sont indirectement productifs parce qu'ils permettent la réalisation des marchandises et peuvent accélérer la rotation du capital. Lorsqu'elle conduit à arbitrer en défaveur de l'investissement, parce que les profits attendus sont supérieurs à ceux espérés dans la production, elle pèse sur les conditions de travail. Le

“miracle des petits pains” est une illusion, l’argent ne produit pas l’argent seul, si ce n’est par le travail, et s’il paraît le produire dans le secteur financier, c’est qu’il vient, par des voies multiples et des mécanismes difficilement lisibles, du travail.

Notre hypothèse de travail est que l’essor de l’un (le financier) peut être plus ou moins favorable à l’essor de l’autre (le travail), mais qu’une relation inverse peut également se développer et qu’elle tend à dominer aujourd’hui, ensuite que les relations entre la finance et le travail vont au delà de simples relations d’interdépendance et qu’en ce sens elles ont un caractère *organique*. Ces relations, difficiles à cerner en période de croissance, sont plus visibles en période de crise et se manifestent différemment. Que la crise financière ait pour origine une valorisation insuffisante du capital engagé — comme on peut l’observer dans quelques pays asiatiques — ou qu’elle soit directement financière, conséquence d’une défiance des marchés financiers internationaux, provoqué par exemple par un déséquilibre profond et croissant de la balance des comptes courants — ainsi qu’on peut le constater dans la plupart des économies latino-américaines —, le résultat est toujours une restructuration industrielle et bancaire, et un accroissement de la flexibilité du travail sous une forme ou une autre, numérique d’abord, fonctionnelle ensuite.<sup>28</sup>

Il apparaît clairement que les rapports de la finance au travail sont différents en Asie et en Amérique latine, tout au moins dans les phases de croissance. En Amérique latine, l’essor impétueux des bourses et leur volatilité importante ont constitué un attrait considérable pour les entreprises industrielles. Loin d’augmenter de manière importante leurs investissements dans le secteur productif, elles ont maintenu, tout en le relativisant, le comportement rentier qui s’était développé lors de la “décennie perdue”. L’arbitrage entre finance et investissement conduit à une financiarisation des entreprises relativement élevée. C’est cet arbitrage entre investissement et finance qui pèse sur les modes de gestion de la force de travail dans un contexte d’ouverture et de libéralisation élevée et rapide de l’ensemble des marchés. Dit autrement, *la contrainte conduisant à des formes de flexibilité numérique et fonctionnelle plus accentuée, la stabilisation, voire la régression des salaires réels par le jeu d’embauches plus précaires par le passé, l’augmentation du chômage, facilitée par la dérégulation du marché du travail, ne peuvent être*

*comprises sans mettre en avant le comportement contraint des entreprises dans un contexte de libéralisation de l'économie et de l'essor du financier* (Xx, 1998). Capitalisation boursière en forte croissance et répartition fonctionnelle des revenus plus concentrée sont le produit d'un même processus: l'un ne peut se comprendre sans l'autre.

*Le retour des grandes fluctuations, une comparaison des crises en Argentine, au Brésil et au Mexique*

La globalisation financière et la libéralisation des marchés facilitent la diffusion de la crise. Nous avons vu quel pouvait être le rôle de la contagion financière dans le déclenchement d'une crise, mais nous avons souligné que celle-ci précipitait en général une crise latente, présente en pointillé. Force est de reconnaître cependant que la diffusion de la crise a pu servir de prétexte aux gouvernements pour déplacer la responsabilité de la crise vers les pays où elle est apparue en premier. Ainsi en a-t-il été du Brésil. Soumis à une forte spéculation à la fin de 1997, le gouvernement brésilien n'a voulu voir qu'une conséquence de la crise asiatique. La politique définie alors pour stopper cette spéculation fut alors loin de correspondre aux enjeux : augmentation démesurée des taux d'intérêt réels, s'approchant des 50% annuels avec le pari que ceux-ci pourraient baisser une fois les sorties de capitaux freinées et leur retour assuré, économies budgétaires prévues, maintien du taux de change réel. D'un côté la hausse des taux d'intérêt devait à la fois provoquer un accroissement considérable du service de la dette interne, à taux flottant, composée de titres à court terme souvent indexés au cours du dollar, supérieur aux économies budgétaires projetés (qu'il fut d'ailleurs presque impossible de réaliser), et devait précipiter la récession économique, creusant encore davantage le déficit budgétaire. Ce dernier devait alors rapidement atteindre 7% à 8% du PIB et provoquer de nouveau la méfiance des spéculateurs sur le risque de dévaluation ou de non paiement des autorités. D'un autre côté, l'afflux considérable de capitaux devait entretenir une euphorie de la part du gouvernement, sûr de la justesse de sa politique, et le conduire à sous-estimer l'aspect structurel de cette crise. L'idée selon laquelle l'entrée massive de capitaux, dont une partie importante était constituée d'investissements directs, allait permettre de combler les déficits d'aujourd'hui et impulser des exportations nouvelles demain, cette idée de-

vait s'imposer d'autant plus qu'elle semblait correspondre à une interprétation (simpliste) du cycle de la balance des paiements: les déficits préparant les excédents de demain. La crise qui éclata en septembre 1998, à la veille des élections, fut également attribuée à des causes externes. Cette fois le moratoire russe fut rendu responsable et une politique plus ou moins identique fut alors définie avec l'aval des institutions financières internationales qui devaient aider financièrement à surmonter cette crise, définie par le gouvernement mais aussi par des responsables du FMI comme "injuste" (...?). L'aveuglement devait alors atteindre son comble lorsque, réélu, le Président décidait de poursuivre sa politique économique alors que tous les indicateurs signalaient l'imminence d'une nouvelle crise financière. Celle-ci éclata avec force.

Ce régime d'accumulation à dominante financière devient progressivement un *piège* dont il est de plus en plus difficile de sortir sans crise. Deux conclusions peuvent être tirées. La première concerne la nature de la crise lorsqu'elle survient. *Elle n'est pas nécessairement une crise de surproduction produite d'une accumulation trop importante du capital et d'une rentabilité devenue insuffisante. Elle est surtout, sauf exception, le résultat de la logique financière de ce régime d'accumulation.* C'est ce qui explique que la crise puisse durer peu de temps et qu'un retour à une croissance élevée puisse avoir lieu. Si la limite financière à la croissance est surmontée, par une dévaluation et/ou une aide massive des banques et institutions internationales et des gouvernements étrangers, alors après une récession profonde, mais de courte durée, la croissance peut reprendre, ainsi qu'on a pu l'observer dès 1996 au Mexique et en Argentine. L'amélioration rapide de la balance commerciale, l'entrée massive de capitaux, autorisent le dépassement de la crise et le retour à la croissance pour un temps, sans que le régime d'accumulation ait à être modifié. Pour reprendre la métaphore utilisée sur la direction des trains, on revient vers un système de "soustraction", jusqu'à ce que la contrainte externe soit telle qu'à nouveau "l'addition" s'impose et que la crise revienne avec brutalité. *La logique financière de ces régimes d'accumulation fortement ouverts sur l'extérieur sans y être préparés, imprime à la croissance un profil de "montagnes russes".*

La dépendance très élevée vis à vis des marchés financiers internationaux contient d'autres aspects complémentaires dont les effets sur l'investisse-

ment, le déploiement des actifs en faveur des actifs financiers, la fragilisation des banques, sont importants. La crainte d'entrées insuffisantes de capitaux conduit à maintenir les taux d'intérêt élevés. D'une manière générale, le niveau des taux d'intérêt, en dehors des phases de spéculation avérées sur la monnaie nationale, dépend du régime de change. Dans un système de *currency board* (Argentine), les taux d'intérêt peuvent ne pas être très élevés (ils le seront davantage pour les produits en monnaie locale que pour ceux en dollars), dans un système de taux de change flottant sans bande déclarée et avec une intervention non systématique de la Banque centrale (système dit non "sale", Mexique), les taux d'intérêt seront supérieurs mais plus faibles que dans un système à taux de change fixe, surtout si ce dernier inclut, comme au Brésil jusque début 1998, des dévaluations programmées. La politique de taux d'intérêt forts est dans l'ensemble, nous l'avons vu, un frein à l'investissement et alourdit considérablement le service de la dette interne des États, creuse profondément et rapidement leur déficit budgétaire, source d'un scepticisme croissant quant à la politique économique du gouvernement.

Au total, ce type de croissance repose sur "le fil du rasoir". La durabilité de cette croissance est problématique. Lorsque survient la crise, la crainte de voir les capitaux sortir conduit à élever les taux d'intérêt à un niveau tel qu'ils deviennent un obstacle quasi-impossible à franchir pour les projets d'investissement nécessitant un recours au crédit et rendent très difficile le remboursement des crédits anciens, ce qui fragilise les banques, mais aussi le gouvernement, fortement endetté. Cette mesure étant considérée comme insuffisante pour rétablir la confiance des marchés, une politique d'austérité est alors engagée, ainsi qu'on a pu l'observer au Brésil avec la succession des plans ayant l'aval du FMI fin 1997 et début 1998. De nouvelles recettes sont prévues, ainsi que des coupes claires dans les dépenses publiques (autres évidemment que le service de la dette interne), et la légitimité du gouvernement peut être affaiblie par ces mesures. Les dépenses publiques sont réduites d'autant plus fortement que celles assurant le service de la dette interne et externe augmentent de manière exponentielle, à mesure que les taux d'intérêt s'élèvent et qu'il convient de dégager un excédent budgétaire — hors service de la dette — afin qu'une fois assuré ce service, le déficit ne soit pas trop béant. Comme il est difficile de créer de nouveaux impôts, que la réduction

des dépenses de manière significative devient également difficile en raison de leur caractère incompressible,<sup>29</sup> le pari de réduire les taux d'intérêt, une fois la confiance des marchés internationaux retrouvée et les capitaux revenus, est fortement risqué.<sup>30</sup> Le déficit budgétaire enflé démesurément, accentué par l'effet récessif sur la croissance, provoqué par la hausse très forte des taux d'intérêt. Parallèlement le déficit des comptes courants a tendance à augmenter bien que la récession freine les importations.

Nous sommes ainsi en présence d'un cycle particulier: les fluctuations du PIB sont très importantes, à la hausse comme à la baisse. La durée de la récession est courte. Les périodes de reprise tendent à se raccourcir, manifestant ainsi une volatilité très prononcée des taux de croissance. Les fluctuations sont très importantes. L'exemple de l'Argentine et celui du Mexique, dans une moindre mesure, le démontrent en 1994, forte croissance, 1995, forte récession, et 1996, retour à une forte croissance. Tel n'est cependant pas le cas au Brésil durant cette période. Inversement, la crise financière spasmodique — initiée au Brésil à la fin de 1997 dans un contexte de début de récession, surmontée, puis de retour en septembre 1998, atténuée ensuite et réapparaissant avec force en janvier 1999 — accentue et accélère la récession, se projette en Argentine, affectée par la chute du cours des matières premières et la réapparition de déficits de la balance commerciale, et se traduit par une récession importante. La contagion d'un pays à l'autre n'affecte cependant pas, ou peu, le Mexique, qui pourtant connaît une logique financière analogue de son régime d'accumulation. Le ralentissement de l'activité économique est davantage le produit d'une politique d'austérité mise en place pour compenser les effets négatifs de la chute du prix du pétrole sur les recettes budgétaires que le résultat d'une fuite massive et durable des capitaux. Les déséquilibres de la balance des comptes courants n'ont pas atteint ces seuils des déficits mystérieux à partir desquels les comportements des spéculateurs changent radicalement. Le niveau de déséquilibre des fondamentaux n'est pas suffisant pour que la contagion trouve un lieu où se déployer durablement avec force. Mais le creusement des déficits prépare la fragilité d'aujourd'hui et les spéculations de demain, toutes choses étant égales par ailleurs.

Il semble que ces fluctuations s'apparentent à celles qu'ont connues les économies européennes au siècle passé, lorsque l'intervention de l'État était

faible et le “salaire indirect” (allocations chômage), inexistant. Le retrait important de l’État, la flexibilité accentuée de la force de travail avec, ici, la possibilité de licencier sans indemnité — seule une faible partie de la population économiquement active bénéficie d’une protection sociale significative —, légitiment ce genre de comparaison. Mais deux arguments limitent la pertinence de cette observation.

Le premier concerne la nature de la crise, le second la volatilité des taux de croissance. Il est difficile, dans le cas présent, de qualifier ces crises de crises de surproduction, ainsi que nous l’avons déjà noté. Cette caractérisation peut être faite pour de nombreux pays asiatiques dans lesquels le taux d’investissement, ayant atteint des niveaux extrêmement élevés, devenait moins efficace, ainsi que nous l’avons vu. Tel n’est pas le cas des économies latino-américaines. Leur taux d’investissement, bien que légèrement croissant dans les années quatre-vingt dix, se situe aux trois cinquièmes de celui des économies asiatiques et n’atteint pas celui des années soixante dix, nous l’avons vu. On peut par contre considérer que ces crises sont fondamentalement le produit direct de la logique financière de ces régimes d’accumulation. C’est la crainte du retrait de capitaux et ce retrait lui-même qui conduisent à mettre en place des politiques profondément récessives. Le paradoxe est alors à son sommet: *le retrait de l’État responsabilise davantage l’État que par le passé de l’instabilité profonde du niveau d’activité.*

Le second argument concerne la volatilité des taux de croissance. Il s’agit ici davantage d’une déduction logique que d’une preuve statistique, puisque ces régimes d’accumulation ont été mis en place dans les années quatre-vingt-dix, que nous sommes en présence de la seconde crise, après celle de 1994, et qu’il est difficile d’établir des relations statistiquement fiables. La logique financière de ce régime d’accumulation tend à produire des crises financières qui se projettent dans le monde réel en produisant une récession. Le dépassement de cette récession se produit lorsque les actifs financiers menacés trouvent une garantie internationale et que les conditions d’un retour des capitaux paraissent à nouveau satisfaisantes. Des phénomènes d’hystérisme se manifestent: taux de chômage qui reste élevé, malgré la reprise de la croissance, taux d’intérêt importants traduisant à la fois la persistance de la défiance et la recherche de capitaux externes (Jong-Wha Lee et Changyong Rhee, 1999). Les inégalités sociales s’accroissent et les possibili-

tés d'un dynamisme du marché intérieur susceptible d'alimenter la croissance sont d'autant limitées. Cette limitation des sources de la croissance peut être contrecarrée par les perspectives positives offertes par la construction d'un marché commun. Mais dans l'ensemble, il est probable que les phases de croissance seront limitées par la venue de plus en plus rapide d'obstacles financiers de plus en plus difficilement franchissables, dans une économie mondiale elle-même de plus en plus instable.

Tant que ne sont pas modifiées les conditions qui fondent cette croissance et tant que ce sont donc préservés ce régime d'accumulation et ce type d'insertion dans la division internationale du travail, les risques systémiques sont grands. La contagion des crises asiatique et russe à l'Amérique latine est d'autant plus importante que l'économie financière internationale devient fragile, particulièrement instable et que les économies latino-américaines sont sous l'emprise de régimes d'accumulation permissifs de l'essor de la crise. En d'autres termes, il est erroné de considérer que la crise asiatique ou russe vient perturber des efforts de stabilisation entrepris depuis quelques années et qu'elle revêt un caractère "injuste", comme aiment à le souligner les responsables politiques et les dirigeants des institutions internationales. Elle a des origines internes. Elle est le produit de la fragilité intrinsèque des régimes d'accumulation mis en place, de leur logique financière. Elle est de la responsabilité des gouvernements. Elle est précipitée, voire aggravée par la crise internationale. Ce ne sont pas des mesures prudentielles, nécessaires, visant à une plus grande lisibilité de l'action des banques et au respect de ratios, qui permettront seules d'éviter l'alternance de ces phases d'essor et de crises, comme aiment à le croire ceux qui ne voient que l'arbre et non la forêt.

#### NOTE

15. *A contrario*, Taïwan ayant délocalisé davantage et ayant des frais financiers moins élevés, souffrira moins que la Corée de cette baisse de la compétitivité et de la saturation du marché mondial sur certains produits.
16. Cette appréciation de la crise de valorisation latente, puis confirmée avec l'évolution moins favorable des exportations, diffère de celle développée par Krugman, dans la mesure où elle ne repose pas sur la même démonstration (les calculs de la productivité totale des facteurs et les implicites sur la nature de la fonction de production testée) et ne considère pas que la crise de valorisation serait le produit d'une incapacité, à l'égal des

- pays de l'Est, de passer d'une accumulation extensive à une accumulation intensive incorporant le progrès technique.
17. La récession profonde provoquée par cette crise a duré peu de temps (un an), ses conséquences sociales ont été importantes, mais le Mexique a pu renouer avec la croissance, après une dévaluation massive, un essor important de ses exportations vers les Etats-Unis en pleine croissance (Weintraub, 1997) et un alourdissement de son endettement, en maintenant le même régime d'accumulation. On peut penser que tel ne sera pas le cas pour la plupart des économies asiatiques et que le retour à la croissance passera par une restructuration sensible de leur appareil de production et des rapports autres de la finance au productif.
  18. Ce détournement des financements de leurs objectifs avoués était d'autant plus aisé que les banques avaient l'habitude d'octroyer des crédits dans la décennie précédente sans analyse de la situation financière des entreprises et à partir d'une décision prise par l'administration publique, lorsque les projets d'investissement correspondait aux objectifs du plan et qu'avec la libéralisation la concurrence entre les banques s'est accentuée.
  19. Ce ratio était quatre fois plus faible à Taïwan (voir Yung Chul Park, 1998, p. 32).
  20. Sont pris en considération dans ce modèle le déficit des comptes courants en pourcentage du PIB sur les quatre années précédant la crise, le taux de croissance des créances privées sur trois ans, la surévaluation et le ratio des réserves sur les engagements à court terme et les importations.
  21. On peut ainsi interpréter les changements de parité intervenus à Singapour et à Taïwan.
  22. Les variables sont les suivantes: taux de croissance du PIB, taux d'épargne, taux de croissance des exportations, réserves internationales en multiples de mois d'importations, taux d'inflation, taux de croissance de M2, dettes à court terme sur réserves, dette externe sur PIB, solde de la balance des comptes courants sur PIB, solde budgétaire sur PIB, taux d'appréciation, taux de chômage. Les variables ne reçoivent pas une pondération particulière et jouent donc toutes le même rôle.
  23. La recherche d'une flexibilité plus grande du travail et d'une modération salariale n'est pas le produit d'une financiarisation importante des entreprises. Celles-ci maintiennent des taux d'investissement très élevés, de l'ordre du double de celui observé en Amérique latine. La flexibilité désirée par les entreprises a pour origine, certes les mutations techniques, mais aussi et surtout la recherche de moyens pour contrebalancer la perte de compétitivité subie. Elle constitue un moyen majeur pour rétablir la valorisation du capital, les autres s'étant avérés insuffisants (segmentation-délocalisation des productions les plus simples vers les économies asiatiques de seconde génération, glissement vers des produits plus sophistiqués, à coefficient recherche plus important), ainsi que nous l'avons vu. L'incapacité à imposer une flexibilité plus élevée de la force de travail et à freiner l'essor des salaires diminue la valorisation du capital et met en avant les problèmes financiers analysés tant que le régime d'accumulation de type "substitution des exportations" n'est pas modifié et le contexte de libéralisation dans lequel il se déroule n'est pas remis en cause.

24. Cette politique connaît un franc « succès » pendant des années. Au Brésil, par exemple, plus de 121 milliards de dollars seront captés de Janvier 1994 à Mars 1998, comblant les 84 milliards de déficit de la balance courante. Ces afflux massifs de capitaux expliquent l'augmentation des réserves de quelque 37 milliards de dollars.
25. Remarquons qu'il n'est pas nécessaire d'avoir des déficits "jumeaux". Le déclenchement de la crise asiatique a eu lieu alors que les déficits budgétaires étaient inexistantes.
26. Les déficits de la balance des comptes courants en pourcentage du PIB deviennent trop importants et grèvent la crédibilité de la politique économique du gouvernement, les capitaux fuient cherchant à se préserver d'une dévaluation et d'une cessation de paiement des banques et ce faisant ils les provoquent. la crise financière éclate. Les trajectoires économiques deviennent alors profondément irrégulières, à la croissance succède non pas une simple récession, mais une crise, un peu comme au 19<sup>e</sup> siècle dans les économies européennes.
27. Après des déficits abyssaux de la balance commerciale et la crise financière qui en a résulté, les fortes dévaluations en 1994 et 1995 ont provoqué de forts excédents commerciaux, vite transformés en déficits dès la fin de 1997, au Mexique. En Argentine, l'effet "téquila", suite à la crise financière mexicaine, a stoppé le processus de dégradation des échanges extérieurs à la faveur d'une profonde récession. N'ayant pas pratiqué de dévaluation (celle-ci étant anti-constitutionnelle...), l'Argentine connaît à nouveau des déficits importants et supérieurs à ceux qui étaient prévus, avec le retour de la croissance.
28. Rappelons que selon l'OCDE, la flexibilité "numérique" concerne toutes les formes quantitatives de la flexibilité, internes ou externes à l'entreprise, et à pour objet les salaires et l'emploi. La flexibilité "fonctionnelle" est d'ordre qualitatif et concerne l'adaptabilité de la main d'oeuvre employée, c'est à dire l'organisation du travail et la possibilité de la modifier.
29. Réduire les dépenses de santé, comme il est souvent proposé, est non seulement problématique d'un point de vue éthique, lorsqu'on connaît l'importance de la demande insatisfaite de soins, mais aussi inefficace relativement à l'augmentation du service de la dette, lorsqu'on sait le faible poids des dépenses de santé relativement à celles assurant le service de la dette interne de l'État.
30. Les mesures prises en novembre 1997 au Brésil n'ont pas permis d'abaisser suffisamment vite les taux d'intérêt. Ceux ci ont fléchi au bout de quelques mois, tout en restant très élevés. Les économies au niveau des dépenses, autres que celles affectées au service de la dette, n'ont pu être réalisées totalement. Le déficit budgétaire s'est alors fortement accru, malgré des entrées importantes provenant des privatisations. C'est l'aspect considéré comme insoutenable de ces déficits qui a conduit les spéculateurs à chercher à placer leurs actifs à l'étranger. On considère que sur les 45 milliards de dollars qui se sont enfuis de mars 1997 à janvier 1998, 30 ont été le fait de Brésiliens.

#### BIBLIOGRAPHIE CITÉE

- AGLIETTA, M. (1995) *Macroéconomie financière*. La découverte, collection repères, Paris.
- AMSDEN, A. (1989) *Asia's Next Giant. South Korea and Late Industrialization*. Oxford University Press. New York.

- ARTUS, P. (1998) "Economie réelle et placements financiers dans les pays émergents". Service de la recherche de la Caisse des dépôts et consignations. Paris.
- BRI (1997, 1998) Rapports annuels, Genève.
- BOORMAN, J. (1998) "Reflections on the asian crisis: Causes, Culprits and Consequences". In: *Regulatory and Supervisory Challenges in a New Era of global Finance*, edited by Teunissen J. J. Fondad.
- CHESNAIS, F. (ed.) (1996) *La mondialisation financière*. Syros, Paris.
- CONTAMIN, R., LACU, C. (1008) "Origines et dynamiques de la crise asiatique". L'année de la régulation, La Découverte.
- CORSETTI, G., PESENTI, P., ROUBINI (1998) What Caused the Asian Currency and Financial Crisis? Part I: Macroeconomic Overview et Part II: the Policy Debate, working paper 6833 et 6834 NBER; (1998) Paper Tgers? A model of the Asian crisis, mimeo (internet).
- CNUCED (1997, 1998) Trade and Development Report, Genève.
- DAVANNE, O. (1998) Instabilité du système financier international. Conseil d'Analyse Economique, La Documentation Française.
- ECONOMIC REPORT OF THE PRESIDENT (1999) Washington.
- GAVIN, M., HAUSMANN, R. (1996) "Overcoming Volatility in Latin America". Rapport de la BID, 1995, "Les origines des crises bancaires: le contexte macro-économique". Problèmes d'Amérique latine n° 21, La documentation française, Paris.
- GEOFFRON, P., PLIHON, D. (1998) "La corrosion financière des modèles industriels asiatiques". *Revue d'économie industrielle* n. 86
- GIRON, A., CORREA, E. (1997) *Crisis bancaria y carteras vencidas* UNAM, UAM, La Jornada ediciones. Mexico.
- GOLDSTEIN, M., WEATHERSTONE SENIOR, D. (1997) *The seven Deadly Sins: Presumptive Indicators of Vulnerability to Financial Crises in Emerging Economies*. Institute of International Economics, mimeo. Washington.
- GRIFFITH, J. St. (avec J. Cailloux et ST. Pfaffenzeller) (1998) The East Asian Financial Crisis: its causes, Consequences, Policy and Research Implications, mimeo (internet). Séminaire de l'IDS; "Regulatory Challenges for Source Countries of Surges in Capital Flows". In: *The Policy Challenges of Global Financial Integration*, édité par Teunissen J. J., Fondad; The Mexican Peso Crisis, IDS Discussion paper n. 354.
- HA-JOON CHANG, HONG-JAE PARK, CHUL GYUE YOO (1998) "Interpreting the Korean crisis: financial liberalization, industrial policy and corporate governance". *Cambridge Journal of Economics* n. 22.
- HANSON, G. H., FEENSTRA, R. C. (1997) "Foreign Direct Investmen and relative wages: Evidences from Mexico's Maquiladoras". *Journal of International Economics*, v. 42, n. 3-4.
- HIRATA, H., LAUTIER, B., SALAMA, P. (ed.) (1998) "Les transformations du travail (Amérique latine, Asie)". *Revue tiers Monde* n. 154, PUF, Paris.
- HOCHRAICH, D. (1998) "Crise financière et compétitivité dans les pays d'Asie , au delà de la crise monétaire". In: *Les études du CERI*, Fondation nationales des sciences politiques, Paris.

- HUMPHREY (ed.) (1995) "Industrial Organization and Manufacturing Competitiveness in Developing Countries". *World Development* v. 23, n. 1.
- JETIN, B. (1998) "La flexibilité du travail en Corée du Sud". *Tiers Monde* n. 154.
- JONG-WHA LEE, CHANGYONG RHEE (1999) *Social Impacts of the Asian Crisis: Policy Challenges and Lessons*. Occasional Papers n. 33. PNUD.
- MIOTTI, E. *et al.* (1997) "Fragilité des systèmes bancaires des économies émergentes" et "Retour sur la crise asiatique". In: *Etudes de la Caisse des dépôts et consignations*, mimeo, Paris.
- PAIS, C., RIVIÈRE D'ARC, H. (1997) *Esprit d'entreprise et nouvelles synergies de part et d'autre du Pacifique*. Maison Neuve et Larose, Paris.
- RADELET, St., SACHS, J. (1999) *What have We Learned, So Far, From the Asian Financial Crisis?*, mimeo; (1998) *The Onset of the East Asian Crisis* NBER working paper n. 6.680.
- SALAMA, P. (1989) *La dollarisation*. La Découverte collection Agalma; (1996): "La financiarisation excluante: les leçons des économies latino-américaines", dans Chesnais (op. cit.); (1998): "De la finance à la flexibilité en Amérique latine et en Asie du Nord et du Sud-Est". *Tiers Monde*, n. 154, PUF, Paris.
- , VALIER, J. (1994) *Pauvretés et inégalités dans le Tiers Monde*. La Découverte.
- SEN, S. (1994) *Finance and Development*. Center for Studies in Social Sciences, Calcutta.
- VIDAL, G. (1999) "Las transformaciones de los mercados de capital y el desarrollo de las crisis". *Comercio Exterior*, v. 49, n. 2.
- WADE, R. (1998) "From 'miracle' to 'cronism': explaining the Great Asian Slump". *Cambridge Journal of Economics* n. 22.
- YUNG CHUL PARK (1998) "The Financial Crisis in Korea and its Lessons for reform of the International Financial System". In: *Regulatory and Supervisory Challenges in a New Era of global Finance*, edited by Teunissen J. J. Fondad.
- YUNG CHUL PARK, CHI-YOUNG SONG (1998) *The East Asia Financial Crisis: a Year Later*, mimeo, colloque IDS 13-14 july.