

## Le conflit entre endettement et croissance au Chili

Ricardo Ffrench-Davis\*

Quelques mois après l'élection présidentielle qui a marqué le retour du Chili à la démocratie, la nouvelle équipe au pouvoir dispose-t-elle d'une marge de manœuvre suffisante pour appliquer son programme économique axé sur la réduction de l'endettement et de l'inégalité des revenus, et la relance de l'investissement ? D'après les scénarios les plus récents, le Chili couvrirait ses besoins de financement jusqu'en 1990 ; au-delà, il faut craindre un retour au déficit structurel de la balance courante, dû entre autre au repli escompté du prix du cuivre. Dès 1991, le Chili sera sans doute contraint de négocier à nouveau des rééchelonnements de la dette. La politique d'ajustement, menée de 1982 à 1988, dont l'évolution est ici retracée, n'aura en effet pas réussi à provoquer une reprise suffisamment forte de la croissance et de l'investissement, susceptible de redresser sensiblement les exportations.

En 1982, les chocs extérieurs qui ont secoué le Chili (contraction des prêts bancaires, hausse des taux d'intérêt et détérioration des termes de l'échange), se conjuguant au « processus d'ajustement intérieur automatique », ont entraîné un recul de 14 % du PIB, le plus important enregistré par un pays latino-américain cette année-là. En 1984, l'économie chilienne commence à se redresser et le PIB par habitant atteint, en 1988, un niveau qui demeure toutefois encore inférieur de 1 % à celui antérieur à la crise.

---

\* Ricardo Ffrench-Davis était vice-président du Centre de recherche économique sur l'Amérique latine (CIEPLAN) au moment de la rédaction de cet article. Il est aujourd'hui directeur à la Banque centrale du Chili. Cet article est le résumé d'une étude plus longue préparée dans le cadre du programme de recherche du CIEPLAN sur les relations économiques extérieures. La traduction de ce texte a été assurée par Renée Labatut.

---

---

Le processus d'ajustement a suivi un schéma assez traditionnel : réduction sévère de la demande globale ; « neutralité » de la plupart des politiques gouvernementales ; privatisation de nombreuses entreprises publiques ; modération des droits de douane et des restrictions aux importations, associée à une forte dévaluation du taux de change réel. La dette privée a été « nationalisée » de façon directe ou indirecte, faisant augmenter la part du secteur public d'un tiers, en 1981, à 84 % de la dette totale en 1988 ; les intérêts ont été payés avec diligence et régularité.

En 1987-1989 le Chili a profité de l'évolution positive de trois facteurs extérieurs : renchérissement du prix du cuivre ; report de 1988 à 1991-1993 de la moitié des intérêts dus aux banques créancières ; autres économies de devises étrangères résultant de swaps de dette. L'économie chilienne a, de ce fait, tiré parti d'une amélioration inattendue de son environnement extérieur. Cette situation n'a cependant pas duré.

Les prix du cuivre devraient fléchir (Bande et French-Davis, 1989) ; le paiement des intérêts a été reporté pour une courte durée et la conversion des créances en capital entraînera une redistribution des bénéfices dans les années quatre-vingt-dix. Par ailleurs, les engagements extérieurs liés à la dette en souffrance et la capitalisation des dettes par les investisseurs étrangers au Chili, qui totalisent environ 20 milliards de dollars, demeurent importants et égalaient 80 % du PIB annuel en 1989. Ce ratio est extrêmement élevé à la fois en termes historiques et comparé aux autres pays latino-américains (avec environ 53 % en moyenne).

Les projections relatives à la balance des paiements et au service de la dette montrent que, d'ici 1991-1993, les charges annuelles d'amortissement augmenteront pour atteindre 1,7 milliard de dollars tandis que le versement des dividendes et le paiement des intérêts approcheront les 2 milliards de dollars. Il est peu probable que des prêts volontaires viennent couvrir ces besoins de financement. En outre, l'augmentation de la production a résulté en partie de l'utilisation de la capacité inemployée. Pour obtenir une croissance de 5 ou 6 % après la reprise, le taux d'investissement devra dépasser sensiblement le niveau atteint en 1987-1988.

Les données existantes portent à penser que le problème de la dette a seulement été différé et que, faute d'un accroissement significatif des capacités d'exportation, l'essor réel de l'ensemble des moyens de production a été et continuera d'être limité. Les composantes de la production ont été réorientées en faveur des biens exportables. Cependant, entre 1981<sup>1</sup> et 1988, la production totale a enregistré une progression légèrement inférieure à celle de la population et beaucoup plus faible que celle de la main-d'œuvre.

La première partie de l'article donne un bref aperçu des causes, des effets et de l'utilisation de la dette étrangère durant les deux périodes étudiées postérieures à 1976 : la période de larges transferts nets positifs entre 1977 et 1981 et celle de larges

---

1. Nous nous servons des chiffres de 1981 comme référence car c'est l'année d'avant-crise où ont été enregistrés les meilleurs résultats. Elle constitue un bon indicateur disponible de la capacité de production.

transferts nets négatifs entre 1982 et 1988. La deuxième partie analyse les facteurs-clés qui expliquent les résultats macro-économiques actuels de l'ajustement mené à bien entre 1982 et 1988. La dernière partie conclut par une courte discussion des perspectives à venir.

TABLEAU 1

**Dette extérieure du Chili***En millions de dollars et % du total*

	Total (1)	Privée garantie par l'État (2)	Publique garantie par l'État		Privée sans garantie de l'État		Capitalisation Dette (7)	Total y compris capitalisation Dette (8)
			Montant (3)	(%) (4)	Montant (5)	(%) (6)		
1977	5 763	46	4 479	77,7	1 284	22,3		5 763
1978	7 153	48	5 198	72,7	1 955	27,3		7 153
1979	8 790	76	5 369	61,1	3 421	38,9		8 790
1980	11 331	72	5 310	46,9	6 021	53,1		11 331
1981	15 700	69	5 623	35,8	10 077	64,2		15 700
1982	17 263	62	6 770	39,2	10 493	60,8		17 263
1983	18 133	1 815	10 497	57,9	7 636	42,1		18 133
1984	19 746	2 130	13 212	66,9	6 534	33,1	11	19 757
1985	20 490	2 348	15 251	74,4	5 239	25,6	85	20 573
1986	20 785	3 408	17 160	82,6	3 625	17,4	355	21 123
1987	20 722	3 270	17 894	86,4	2 828	13,6	1 187	21 805
1988	19 033	2 812	16 057	84,4	2 976	15,6	2 112	20 917
Oct. 1989	17 674	2 119	13 749	77,8	3 925	22,2	2 917	20 227

(1) Le total inclut les prêts du FMI et la dette remboursable en monnaie nationale; exclut les crédits à court terme aux débiteurs autres que les banques; ces derniers se montaient à 800 millions de dollars en 1986.

(4) et (6) : pourcentages de (1).

(7) Valeur nominale de la dette capitalisée par le biais de D.L. 600 et des opérations de swaps de dettes prévues au chapitre III de la loi des changes.

(8) : (1) plus 100 % de la dette capitalisée par le biais de D.L. 600 plus 93 % de la dette capitalisée aux termes du chapitre XIX jusqu'en septembre 1987, une moyenne de 86 % de ce montant traité entre cette date et décembre 1988, et 78 % en 1989.

Sources : Banque centrale, Dette extérieure du Chili, jusqu'en 1987; pour les estimations 1988-1989 : Boletín Mensual, octobre 1989. Les chiffres concernent l'encours de la dette décaissée à la fin de l'année.

**Les tendances de la dette****Alourdissement rapide de la dette : 1977-1981**

Le Chili a accumulé une lourde dette extérieure durant la période 1977-1981<sup>2</sup>, en contractant auprès des banques étrangères des emprunts non garantis par l'État.

2. Voir Ffrench-Davis (1983a et 1989b) pour des analyses détaillées et des informations complémentaires sur les emprunts extérieurs du Chili et les mesures de politique économique intérieure qui y sont liées; Arellano (1983) et Zahler (1988) sur les réformes financières intérieures.

---

L'encours total de la dette, après une légère augmentation entre 1973 et 1977, s'est considérablement alourdi passant de 5,8 milliards de dollars en 1977 à 15,7 milliards en 1981 alors que la part des investisseurs privés progressait de 22 à 64 % (tableau 1). Comme le secteur public faisait également appel à des bailleurs de fonds privés, le montant des emprunts contractés auprès des banques s'est accru, allant jusqu'à représenter plus de 80 % du volume total de la dette. Les entreprises à l'origine et destinataires des emprunts furent en grande partie nationalisées<sup>3</sup>.

Jusqu'à la fin de 1981, les rentrées nettes excédaient la capacité d'absorption de l'économie chilienne, ouvrant ainsi grand la porte aux importations et poussant à la hausse le taux de change réel. A mesure que les importations grossissaient à un rythme plus rapide que les exportations, le déficit courant commercial continuait de se creuser régulièrement. Malgré tout les capitaux ne cessaient d'affluer à un rythme accéléré par le biais des emprunts du secteur privé. Cet excès de financement a contribué à la hausse du taux de change et entraîné une libéralisation excessive du commerce. L'abondance de l'offre de prêts étrangers est donc le facteur-clé qui a déclenché le processus de déséquilibre des comptes courants alimenté par les financements extérieurs.

La libéralisation progressive des mouvements de capitaux a facilité l'afflux des fonds prêtés avec une libéralité accrue par les bailleurs internationaux.

L'économie s'est en conséquence peu à peu adaptée à cette injection massive de capitaux. La conjoncture a été confortée par la croyance, dans les milieux officiels chiliens, que le risque d'une crise financière était nul puisque, d'une part, la dette, émanant principalement du secteur privé, serait forcément utilisée avec efficacité, d'autre part, le budget était excédentaire et les réserves de devises étrangères supérieures à la masse monétaire.

L'alourdissement de la dette extérieure chilienne a servi principalement à financer un surcroît d'importations courantes (biens de consommation et intermédiaires) du secteur privé alors que les fuites de capitaux et les investissements (tableau 2) demeuraient assez limités. Une analyse de la période considérée fait apparaître que 75 % environ de l'augmentation de la dette étrangère a alimenté entre 1977 et 1982 une hausse du ratio importations/PIB de l'économie chilienne (Ffrench-Davis, 1983b)<sup>4</sup>. Les données existantes montrent que, en termes macro-économiques nets, l'épargne extérieure n'a pas servi à financer le développement des capacités productives ; en fait, le taux de formation du capital après 1973 était moins élevé que dans les années soixante<sup>5</sup>. L'épargne nationale a également reculé de façon sensible

---

3. Ffrench-Davis (1983b) présente une étude comparative des pays latino-américains dans les années 70 et au début des années 80. La fin de la décennie 80 a été examinée dans Feinberg et Ffrench-Davis (1988) et Griffith-Jones (1988).

4. Une autre fraction importante de la dette a été employée pour compenser les effets négatifs de la détérioration des termes de l'échange. Le montant conjugué de ces deux postes n'équivaut bien sûr pas à l'augmentation de la dette puisque d'autres variables intervenaient alors également comme, par exemple, un essor significatif des exportations.

5. Le taux d'investissement qui s'élevait à 20,2 % dans les années 60, est tombé à 15,5 % entre 1975 et 1981 et à 14,9 % de 1982 à 1988 (tableaux 2 et 4). Ces résultats peuvent s'expliquer par la chute des prix relatifs des biens de consommation importés, induite par les politiques commerciales et le rôle joué par le système financier en réorientant une part importante de l'épargne réalisée par certains secteurs de l'économie chilienne pour alimenter la consommation excessive d'autres secteurs. Sur ce dernier point, voir Arellano (1983) et Zahler (1988).

(Zahler, 1988, p. 124). Le secteur privé supportait les déficits extérieurs et intérieurs, alors que le secteur public affichait des comptes équilibrés ou excédentaires.

Les politiques commerciales et financières mises en œuvre sont à l'origine de l'« excès » d'importations. La libéralisation profonde et généralisée des importations qui s'est traduite par l'établissement d'un droit de douane uniforme de 10 %, se conjuguant à une hausse du taux de change réel, a contribué à baisser le coût des importations. Comme nous l'avons écrit précédemment, ces deux processus ont été encouragés par l'abondance des prêts proposés par les banques étrangères. Le surcroît d'importations a eu un effet d'éviction sur la production nationale de biens manufacturés et détourné les investissements du secteur des biens exportables et le déficit extérieur grandissant a conduit inévitablement à un nouveau réajustement à la baisse.

Le resserrement strict des conditions d'accès aux crédits étrangers en 1982 a coïncidé avec des taux d'intérêt réels élevés sur la place internationale et à un fléchissement marqué du prix du cuivre. Par ailleurs, l'économie chilienne était particulièrement vulnérable aux chocs extérieurs, étant donné que le gouvernement avait supprimé les mécanismes de régulation économique (comme la protection

TABLEAU 2

## PIB et investissements au Chili

Indices 1974 = 100 et %

	PIB (1)	PIB par habitant (2)	Taux d'investissement (3)
1974	100,0	100,0	17,4 %
1975	83,4	82,0	15,4 %
1976	86,9	84,2	12,7 %
1977	94,2	90,0	13,3 %
1978	100,1	94,3	14,5 %
1979	107,9	100,1	15,6 %
1980	144,2	104,4	17,6 %
1981	120,0	107,9	19,5 %
1982	103,1	91,2	15,0 %
1983	102,4	89,0	12,9 %
1984	108,8	93,0	13,2 %
1985	111,5	93,7	14,8 %
1986	117,8	97,4	15,0 %
1987	124,5	101,2	16,5 %
1988	133,7	106,9	17,0 %
Niveau moyen :			
— 1975-1981	101,0	94,7	15,5 %
— 1982-1988	114,5	96,1	14,9 %
Taux de croissance annuel moyen :			
1974-1981	2,6 %	1,1 %	—
1981-1988	1,6 %	— 0,1 %	—

Sources : (1) et (2) pour 1970-1981 calculés avec les taux de change retenus dans Marcel et Meller (1986); pour les autres années les calculs sont basés sur les taux de change (prévisionnels) officiels annoncés par la Banque centrale. La colonne (3) représente le ratio investissements fixes bruts/PIB tirés de la comptabilité nationale selon les prévisions de la Banque centrale en avril 1989.

---

contre l'instabilité extérieure), faisant confiance aux automatismes de la devise américaine, et tant le système productif que les consommateurs ployaient sous le fardeau de la dette (Arellano, 1983).

Les chocs extérieurs ont donc eu des répercussions très importantes sur l'économie nationale et le PIB (sans tenir compte de la détérioration des termes de l'échange) chutait de 14 % en 1982 tandis que l'industrie de transformation enregistrait une baisse de 21 %. Les politiques de réduction des dépenses nationales, plus rigoureuses que les mesures de réorientation de la production, se sont traduites par la forte compression de la production constatée cette année-là (tableaux 2 et 4).

## **Transferts négatifs entre 1981 et 1988**

A l'issue de la crise de l'endettement survenue en 1982, cinq cycles de négociations ont rassemblé les banques créancières (Ffrench-Davis, 1989b) dans le cadre des accords du FMI et de la Banque mondiale.

Les négociations avec les banques ont porté sur le rééchelonnement des échéances, le maintien des crédits commerciaux à court terme et l'obtention de nouveaux prêts pour financer une part du remboursement des intérêts<sup>6</sup>. Le reliquat d'intérêts dus était couvert par l'excédent des comptes courants commerciaux et par les transferts nets émanant des autres bailleurs. Les transferts nets aux banques créancières représentaient pour le Chili un flux négatif annuel d'un milliard de dollars environ entre 1985 et 1988 (soit approximativement 6 % du PIB) (tableau 3).

Réciproquement, les organismes internationaux de financement ont joué un rôle capital comme pourvoyeurs nets de fonds. La BIRD et la BID ont fourni en moyenne chaque année 300 millions de dollars de transferts positifs nets (tableau 3). Ces chiffres représentent des montants relativement importants (Félix et Caskey, 1989) étant donné que les transferts nets de ces deux organismes aux pays latino-américains se montaient seulement à 900 millions de dollars par an pendant la période quinquennale 1984-1988 pour devenir négatifs dans cette région en 1987 (Banque mondiale, 1989).

Les banques commerciales créancières ont donc vu leur part reculer à 65 %, alors que la contribution des organisations internationales était renforcée de 3 % en 1982, à 22 % en 1988.

Dans le classement des débiteurs, la participation du secteur public s'est également accrue, mais dans une proportion plus forte. En 1988, 70 % de la dette émanait directement du secteur public ; si l'on y ajoute les emprunts des établissements bancaires régionaux garantis par l'État, les engagements publics représentaient 84 %

---

6. En 1987 les banques n'ont pas injecté « d'argent frais » mais accepté, à la place, de rééchelonner le paiement des intérêts : l'échéance des remboursements a été annualisée à compter de 1988. Le versement des intérêts cette année-là a donc été réduit de l'équivalent de 2 % du PIB. Les autorités se sont engagées à réadopter une échéance semestrielle en 1991-1993. L'allègement du déficit extérieur en 1988 supposera donc un renforcement des restrictions en 1991-1993.

TABLEAU 3

## Transferts nets par créancier

En millions de dollars

	1983	1984	1985	1986	1987	1988
Investissements étrangers directs	— 3	— 46	— 92	— 111	— 117	— 195
Organisations internationales	167	248	353	256	205	409
Officiel bilatéral	— 1	— 8	— 8	— 71	— 45	— 50
Autres bailleurs	— 343	— 41	— 121	75	257	297
Prêts bancaires à moyen et long terme	— 276	— 732	— 829	— 1 114	— 1 129	— 900
Autres transferts à moyen et long terme *	63	— 267	— 46	— 98	— 28	— 36
Court terme **	— 909	312	— 24	383	51	— 512
Total	— 1 303	— 533	— 768	— 681	— 806	— 987

\* Inclut les paiements des intérêts, mais exclut les mouvements de capitaux avec le FMI.

\*\* Inclut les crédits commerciaux bancaires, les revenus et les flux non identifiés.

Sources : Les calculs sont basés sur les données fournies par la Banque centrale. Les transferts nets égalent les débours moins les remboursements du principal et le paiement des intérêts dans le cas de prêts; les investissements étrangers directs nets moins les bénéfices nets versés dans le cas d'investissements étrangers. Les swaps sur les dettes ne sont pas considérés comme des investissements étrangers directs ni comme des remboursements de dette puisqu'il n'y a aucun mouvement de capitaux.

de la dette. Ce coefficient tranche particulièrement par rapport aux 36 % en vigueur en 1981 (tableau 1).

La « nationalisation » de la dette a été menée à bien de trois façons. Premièrement par la Banque centrale et les autres établissements publics qui avaient contracté des emprunts à l'étranger pour alimenter le marché intérieur en devises étrangères nécessaires au remboursement des intérêts dus par les secteurs publics et privés<sup>7</sup>. Deuxièmement en octroyant la garantie de l'État sur la dette étrangère rééchelonnée des banques régionales. Troisièmement la conversion de la dette en capital a permis de réduire à nouveau l'endettement du secteur privé (Ffrench-Davis, 1989a; tableau 3).

Le Chili a assuré le service de sa dette avec rigueur et conservé des relations harmonieuses avec les banques créancières. On ne peut toutefois pas prétendre que le pays a été capable de mener de front la croissance de son économie et le service de sa dette. A cet égard, il a connu globalement le même sort que les autres pays latino-américains. En 1988 le PIB par habitant se situait encore à un niveau inférieur à celui de 1981. En outre le revenu par tête était beaucoup moins élevé que le PIB en raison des transferts négatifs nets aux créanciers.

Toutefois, les défenseurs de la politique gouvernementale ont souvent soutenu que le Chili a été en fait capable à la fois de rembourser sa dette et d'assurer la croissance de son économie. Cette affirmation se fonde sur la reprise des activités

7. La Banque centrale a par ailleurs octroyé des subsides importants aux débiteurs privés qui disposaient ainsi des pesos chiliens nécessaires pour acheter des devises étrangères et assurer le service de leur dette.

---

économiques à partir de 1984, mais ne tient pas compte, dans une optique intérieure, de la forte baisse du PIB en 1982-1983, deux fois plus importante que la moyenne des autres pays d'Amérique latine et, dans une perspective extérieure, des larges transferts nets de la part des organisations internationales qui ont permis de financer des remboursements plus conséquents aux banques créancières, et l'amélioration sensible des termes de l'échange en 1988-1989.

L'environnement extérieur du Chili s'est considérablement amélioré depuis 1987. Le prix du cuivre et d'autres biens exportables (cellulose, farine de poisson, etc.) s'est fortement redressé. Le report du service de la dette, par le rééchelonnement du remboursement des intérêts et les swaps de dette qui ont entraîné une contraction de l'encours dû, a allégé les contraintes extérieures en 1988. Ces trois facteurs se sont traduits par un surcroît de devises étrangères égal à 8 % du PIB de 1988.

L'amélioration des conditions extérieures a encouragé la réouverture de nouvelles négociations avec les banques créancières en 1988. Les accords ont été assouplis, adoucissant les conditions de garantie et de participation aux opérations de rachat<sup>8</sup> et de conversion directe des dettes anciennes avec une décote, dans la limite des sommes convenues.

Les avantages financiers que représentent ces opérations pour le Chili dépendent des termes de chaque transaction, des taux d'intérêt, de la décote des dettes et des disponibilités de financement attendues dans le futur. Par exemple, si, dans un proche avenir, les liquidités viennent à nouveau à manquer compte tenu de la décote actuelle du marché, il semble inopportun de racheter des dettes et de les payer comptant<sup>9</sup>. Il est douteux que le Chili puisse avoir accès à un volume significatif de prêts volontaires. Ainsi donc, compte tenu des décotes en vigueur sur les marchés internationaux secondaires, le rachat de dettes payées sur des liquidités propres réduit les réserves dont dispose le Chili à court, voire largement à moyen terme.

## Swaps de dettes

L'encours de la dette a cessé d'augmenter en raison des vastes opérations de swaps de dettes lancées par le gouvernement à la mi-1985<sup>10</sup>. Depuis lors, un nombre important de transactions permettant le remboursement anticipé de la dette a entraîné une contraction de son volume ; il y a eu également des opérations directes d'annulation des créances (Ffrench-Davis, 1989a).

---

8. En novembre 1988, la Banque centrale a dépensé 170 millions de dollars pour racheter des créances auprès des banques avec une décote fixée aux enchères. La remise moyenne consentie s'est élevée à 43 %, au même niveau que les cours du marché. Les 299 millions de dollars remboursés représentaient 1,6 % de la dette et les 170 millions de dollars dépensés 8 % des réserves nettes de devises de la Banque centrale.

9. Dans le cas de rachat au comptant, le débiteur économise les intérêts dûs sur la valeur faciale de la dette mais perd des devises et les intérêts qu'elles rapportent. Par exemple si la décote s'élève à 90 %, le débiteur récupère en un an les devises dépensées lors du rachat. Avec une remise de 43 % et les taux d'intérêt en vigueur, il lui faudrait près d'une décennie pour le faire.

10. la question a été longuement traitée dans Ffrench-Davis (1988 et 1989a).

En mai 1985, le gouvernement a mis en place un dispositif à deux niveaux permettant le remboursement anticipé d'une partie de la dette aux banques créancières. Ce dispositif repose sur l'utilisation de reconnaissances de dettes vendues avec une décote sur les marchés internationaux secondaires et sur la capitalisation directe ou la conversion de prêts bancaires en capital-risque. Les reconnaissances de dettes chiliennes ont été cédées sur le marché international secondaire avec une décote moyenne d'environ 39 %<sup>11</sup>. Si l'on considère que, en août 1989, 8 milliards de dollars avaient été dépensés par le biais de divers circuits, on constate que la « rente économique », ou l'écart entre la valeur nominale et le prix du marché des reconnaissances, se montait à 3,1 milliards de dollars. Cette somme particulièrement élevée a été répartie entre les divers acteurs intervenant dans les transactions.

L'un des volets du dispositif (chapitre XVIII de la réglementation chilienne des changes) vise à rapatrier les capitaux en fuite et à récupérer les devises étrangères du marché national parallèle.

L'autre volet principal (chapitre XIX) cherche à attirer les investisseurs étrangers. La Banque centrale et les autres débiteurs acceptent des reconnaissances sur leurs propres dettes à 100 % de leur valeur faciale, contre des billets libellés en pesos chiliens pouvant être écoulés ultérieurement sur le marché secondaire local. Cette opération ne suscite donc pas de croissance de la masse monétaire, mais le marché financier national subit une pression de la demande. Les billets libellés en pesos ont été vendus sur le marché secondaire national à un prix moyen de 85 % de leur valeur faciale. Aux termes du chapitre XIX, la Banque centrale et les autres débiteurs nationaux ont récupéré environ entre 25 et 30 % de la décote des reconnaissances de dettes circulant sur les marchés internationaux. Les 60 à 80 % restants ont été perçus principalement par les investisseurs étrangers. Le fait que ceux-ci reçoivent au Chili 85 dollars pour chaque 61 dollars dépensés, suppose une « subvention » ou un taux de change préférentiel de 40 % supérieur au taux officiel.

Ce deuxième volet du dispositif n'annule pas les engagements extérieurs du Chili dont les dettes sont transformées en capital-risque qui devra être amorti et générer des bénéfices après un certain laps de temps. Les faits laissent supposer que les bénéfices couvriront largement les intérêts versés. Si donc la réduction de la dette selon le chapitre XVIII supprime le service du capital, elle tend à l'accroître selon le chapitre XIX. Il convient de noter toutefois que le gouvernement Pinochet n'a cessé de répéter que les profits et le capital réalisés aux termes du chapitre XIX ne bénéficiaient pas des garanties de l'État<sup>12</sup>.

Il faut souligner que les opérations de swaps de dette ne constituent pas un apport d'argent frais, mais seulement de titres qui permettent le transfert de propriété des entreprises existantes. Il n'y a donc pas création de capacités de production nouvelles. Ce que prouve la coexistence d'un nombre important d'opérations de

11. Cette remise est beaucoup plus faible que pour la moyenne des débiteurs des PVD. Les prix ont été soutenus par les garanties et les subventions publiques octroyées aux débiteurs chiliens ainsi que par les larges transferts nets aux banques créancières et les conditions liées au programme de swaps de dettes. Ces facteurs, associés à une balance des paiements et à un budget équilibrés, ont contribué à réduire la décote des reconnaissances de dette du pays.

12. Voir la déclaration de M. Büchi, ministre des finances en exercice alors dans *El Mercurio*, 10 décembre 1987.

---

conversion de la dette en capital et du ratio plutôt faible de formation de capital enregistré en 1987-1988<sup>13</sup>. Dernièrement toutefois, les transactions impliquant de nouveaux investissements productifs se sont multipliées.

La conversion des créances en capital explique les limites du concept traditionnel de dette étrangère pour analyser les effets sur l'économie d'un pays du service de la dette et le fardeau qu'il fait donc peser sur l'économie chilienne. Pour calculer de façon uniforme le poids de l'endettement, il semble donc opportun d'ajouter les obligations supplémentaires découlant de la capitalisation de la dette à sa définition traditionnelle. La colonne 8 du tableau 1 où nous avons intégré ces données montre que la dette révisée s'élevait à 20 milliards de dollars en 1989, soit environ 80 % du PIB annuel.

En bref, entre 1985 et la fin de 1989, la dette a été réduite d'un montant de 8 milliards de dollars ; les obligations vis-à-vis des autres créanciers, principalement les organismes internationaux et divers autres bailleurs de fonds, ont dépassé les 6 milliards de dollars ; enfin les conversions de créances en capital ont atteint une valeur nette de 2,5 milliards de dollars (aux prix nationaux). On n'observe donc, globalement, aucune réduction des engagements nets en dollars courants.

## **Récession et reprise dans les années quatre-vingt**

Le Chili a enregistré des transferts négatifs importants après 1981 qui, en se conjuguant à la détérioration des termes de l'échange, ont entraîné une réduction sensible des moyens financiers de l'économie.

Le fait est que le Chili a subi trois chocs externes importants au début des années quatre-vingt.

Le choc le plus fort réside dans le flux de capitaux. Après avoir représenté jusqu'à 18 % du PIB, ils ont diminué de moitié en 1982 et de trois quarts en 1983 (tableau 4)<sup>14</sup>. La proportion de 18 % enregistrée en 1981 est manifestement imputable à une grossière erreur de politique économique qui a autorisé le recours excessif aux emprunts. Depuis 1977 l'économie chilienne poursuivait son ajustement, tant dans le domaine de la production que des dépenses, pour intégrer un afflux de capitaux

---

13. Le taux de formation de capital par les investisseurs nationaux semble avoir baissé en 1987-1988, période durant laquelle ont été réalisées d'importantes opérations de capitalisation de la dette par rapport à 1985-1986.

14. Les chiffres cités dans cette étude, extraits de la comptabilité nationale, sont calculés en pesos chiliens de 1977 sur la base des prix relatifs de cette année-là. L'influence des chocs et des facteurs extérieurs varierait certainement si l'année de référence était modifiée.

excédant ses besoins à moyen terme. Aussi, même en l'absence d'une crise de l'endettement international, le Chili aurait-il eu besoin d'un réajustement rapide (Ffrench-Davis, 1983a).

Cet ajustement était inéluctable, indépendamment de l'état des relations que le Chili aurait entretenues avec ses créanciers après 1982. Le meilleur résultat possible aurait probablement été un transfert net nul avec les banques créancières. Ce résultat même aurait supposé une forte contraction des flux nets de capitaux par rapport à 1977-1981.

Le deuxième choc provient de l'alourdissement des remboursements d'intérêt imputable au gonflement de la dette et à l'augmentation des taux d'intérêt. Cependant, comme nous l'expliquerons ci-après, la détérioration des transferts nets de fonds (afflux nets de capitaux moins les intérêts remboursés et les bénéfiques) n'est pas intégralement le fait de facteurs exogènes.

Le troisième choc extérieur a été la dégradation des termes de l'échange liée au fléchissement du prix du cuivre.

En 1982 le Chili connaît une grave récession intérieure, provoquée par les chocs extérieurs. La demande globale excède alors très largement la production intérieure. Les chocs extérieurs provoquent une diminution des réserves. Puis, une politique « d'ajustement automatique » déclenchée par la contraction de l'offre de devises étrangères, détermine un tarissement des liquidités nationales et un recul sensible de la demande globale. Il en découle ensuite une baisse de 17,5 % du PIB par habitant entre 1981 et 1983 ainsi qu'un fléchissement du taux de formation du capital. L'activité économique et les investissements redémarrent progressivement dans les années qui suivent.

Un processus d'ajustement se déroule de façon idéale si la demande globale excédentaire disparaît sans contraction de la production (ou, plus précisément, sans ralentissement de la croissance). Dans une économie parfaitement flexible, la baisse de la production devrait, le cas échéant, être négligeable. Dans une économie où la production de biens exportables ne fonctionnait initialement pas à plein régime, une politique de réajustement prévoyant des mesures de réorientation de la production peut entraîner une augmentation du taux d'utilisation des ressources et de la production. Enfin, dans une économie où les prix sont rigides et la mobilité des facteurs productifs imparfaite, des politiques « neutres » de réduction de la demande, c'est-à-dire provoquant une diminution généralisée de l'ensemble des postes de dépenses, peuvent générer une contraction sensible de la production imputable au recul de la demande de biens à la fois exportables et non exportables. Dans la réalité les processus d'ajustement en baisse s'accompagnent généralement d'une chute de la production qui induit un affaiblissement du taux d'utilisation de la capacité installée et un fléchissement du taux de création de nouvelles capacités.

Des politiques sélectives de réorientation de l'appareil productif et des dépenses peuvent limiter les effets récessifs sur la production. Une combinaison appropriée de mesures de contraction des dépenses et de restructuration de la production devraient se traduire par une amélioration du taux d'utilisation du PIB potentiel

---

(Ffrench-Davis et Marfan, 1988). En fait la demande globale doit être impérativement freinée lorsque, comme c'était le cas en 1981, les dépenses excèdent les capacités de production (plus les transferts nets durables). Cette politique peut toutefois être associée à des mesures de réorientation de la production entraînant une contraction proportionnellement plus forte de la demande de biens exportables tout en suscitant un essor de l'offre de ces mêmes biens et des investissements.

Les paragraphes suivants donnent un bref aperçu des chocs extérieurs estimés et de l'évolution de la production, de la demande globale, des exportations et des importations de l'économie chilienne pendant la période s'étendant entre 1980 et 1988<sup>15</sup>. Nous nous proposons de fournir une évaluation approximative de deux composantes intervenant dans le coût économique de l'ajustement : l'accentuation de la sous-utilisation de la capacité installée et le recul des investissements productifs.

Comme le montre le tableau 4, l'ensemble des variables ont subi des fluctuations importantes au cours de la période considérée. L'activité économique se situait à son zénith en 1981. Au regard de la capacité installée, elle ne reflétait pas une production anormalement élevée. Au contraire, des capacités inutilisées existaient pour la production de biens agricoles et de produits manufacturés exportables dans le cadre de la libéralisation des échanges et du redressement du taux de change. La sous-utilisation était probablement plus grande que la sur-utilisation des capacités de production de certains biens non-exportables. Nous retiendrons le PIB réel de 1981 comme un indicateur prudent de la capacité productive de cette année-là (tableau 4).

Globalement, le développement de la capacité installée pendant les années suivantes a peu ou prou suivi l'essor de la population<sup>16</sup>. Nous considérerons par conséquent que la capacité productive par habitant a peu fluctué entre 1981 et 1988. L'écart entre la production réelle durant la période d'ajustement de 1982 à 1988 et le PIB par habitant de 1981 permet d'apprécier l'accentuation de la sous-utilisation de la capacité productive après 1981.

Tous les chiffres du tableau 4, pondérés par la croissance démographique, sont exprimés en pourcentages du PIB de 1981. En conséquence, toute comparaison entre n'importe quel chiffre d'une ligne donnée et sa valeur de 1981, exprime l'évolution par rapport à une situation de PIB par habitant constant et intégrant l'ensemble des variables portées au tableau 4. Par exemple, le chiffre de 1987 pour la formation brute de capital fixe montre une baisse de 19,5 en 1981 à 15,4 en 1987, c'est-à-dire 4,1 points du PIB de 1981, soit 21 % en termes relatifs. En pourcentage du PIB de 1987, il tombe de 19,5 à 16,5 %.

Durant la période de 1982 à 1988, l'écart entre productions « potentielle » et réelle a atteint une moyenne de 11 % du PIB de 1981. Ce chiffre correspond à la

---

15. Ffrench-Davis (1989b) propose une analyse plus détaillée de ces événements.

16. Artiagoitia et Marfan (1988) estiment que la formation brute de capital fixe entre 1982 et 1987 a généré une augmentation du PIB potentiel légèrement supérieure à la croissance démographique. Si l'on suppose, dans l'intérêt de nos calculs, que le PIB potentiel par habitant est resté constant, on observe une tendance à sous-estimer la sous-utilisation de la capacité productive ainsi que le coût réel de la politique d'ajustement.

TABLEAU 4

## Ressources et emplois

Pourcentage de PIB/habitant en 1981

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	Niveau moyen 1982-1988
1. PIB	96,3	100,0	84,5	82,5	86,2	86,8	90,2	93,8	99,0	89,0
2. Dépenses nationales	102,7	112,9	84,3	79,1	84,3	81,3	84,2	88,9	95,2	85,3
3. Consommation	79,7	85,3	74,9	71,4	71,1	69,2	70,7	72,1	77,3	72,4
4. Formation de capital fixe	17,0	19,5	12,7	10,6	11,4	12,8	13,5	15,4	16,8	13,3
5. Épargne nationale	16,5	14,7	9,6	11,0	15,1	17,6	19,5	21,7	21,7	16,6
6. Balance courante non financière	- 6,5	- 12,9	0,2	3,4	1,9	5,5	6,0	4,9	3,8	3,7
a) Biens										
- exportations	18,0	16,6	17,9	17,9	18,7	20,3	21,4	22,3	23,1	20,2
- importations	22,8	- 26,8	- 16,0	- 13,4	- 16,1	- 14,6	- 15,6	- 17,6	- 19,6	- 16,1
b) Services										
- exportations	4,8	3,8	3,1	2,9	3,2	2,7	3,4	4,6	4,6	3,4
- importations	- 6,5	- 6,5	- 4,9	- 4,0	- 3,9	- 2,8	- 3,2	- 4,2	- 4,2	- 3,9
7. Transferts nets de fonds	4,5	12,9	1,9	2,3	0,8	2,2	3,0	3,3	5,3	1,9
a) Entrée de capitaux	7,9	17,9	8,6	4,2	8,1	5,0	4,1	2,7	1,1	4,8
b) Paiements nets de bénéfices et d'intérêts	- 3,4	- 5,1	- 6,7	- 6,5	- 7,3	- 7,2	- 7,2	- 6,0	- 6,4	- 6,8
8. Incidences sur les termes de l'échange	2,0	0,0	- 2,1	- 1,1	- 2,7	- 3,3	- 2,9	- 1,6	1,5	- 1,8

Sources : Banque centrale du Chili, Boletín Mensual, avril 1989; INE-CELABE, CEPAL (1989).

différence entre le potentiel 100 et la moyenne réelle de 89 % enregistrée entre 1982 et 1988 (ligne 1). La production a donc affiché un recul annuel d'environ 2 milliards de dollars. Ce déclin exceptionnel est imputable à l'adoption de mesures rigoureuses de réduction de la production associées à des politiques de réorientation laxistes (taux de change, réglementation commerciale, politiques budgétaires et fiscales sélectives, etc.) ; il traduit aussi manifestement les rigidités structurelles des composantes de la production et de la demande<sup>17</sup>.

L'évolution du PIB répercute les effets des trois chocs extérieurs mesurés aux lignes 7 et 8.

A court terme, le Chili a été en mesure de vivre sur ses réserves. Le choc décrit à la ligne 7a mesure l'utilisation nette de capitaux étrangers. En 1982 la Banque centrale a puisé dans ses réserves pour un montant de 1,2 milliard de dollars qui lui ont servi à compenser le ralentissement de l'afflux des capitaux étrangers. Le volume des disponibilités a également fluctué selon les négociations menées entre le gouvernement et ses créanciers. A cet égard un certain degré de latitude existait évidemment. Cependant, de manière à axer l'analyse sur la question qui nous

17. Lorsqu'une économie est orientée pendant plusieurs années vers une utilisation plus intensive de facteurs extérieurs, il est difficile d'inverser la tendance sans en supporter des coûts réels.

---

intéresse, c'est-à-dire l'évaluation des ajustements intérieurs, nous considérons les chocs extérieurs tels quels.

Le taux de change fixe ainsi que le laissez-faire en matière de politique budgétaire et monétaire qui prévalaient au début de la crise, ont entraîné une contraction des dépenses intérieures (ligne 2) à la fois de consommation et d'investissements. Ces facteurs ont influé sur le secteur externe (ligne 6), faisant fléchir les importations et croître l'offre de biens exportables. La principale variable de politique utilisée comme instrument indirect pour réduire le déficit extérieur a été une contraction particulièrement sévère de la demande globale.

Le recul de onze points de l'utilisation de la capacité du PIB représente l'effet « statique » de réduction de la production induit par la conjugaison des chocs extérieurs et des politiques de réorientation relativement laxistes.

D'un point de vue « dynamique », dès 1983 la formation brute de capital (ligne 4) avait reculé de 9 points (46 %), ralentissant la croissance du PIB potentiel. Il en est résulté un affaiblissement de la capacité à restructurer les composantes de l'offre et de la demande, fonction qui intervient dans la création d'investissements productifs. Le faible taux de formation du capital a constitué une entrave à un éventuel réajustement constructif de l'économie.

Un dispositif « d'ajustement automatique », du type de celui mis en place en 1982, repose essentiellement sur l'effet de choc des mesures de contraction de la demande. L'ajustement endogène qui fait chuter brutalement les dépenses nationales s'accompagne progressivement d'une restructuration spontanée des composantes de l'offre et de la demande ; avec le temps la réallocation des ressources et de la demande tend à s'accélérer. Cette restructuration endogène a été renforcée par une cascade de dévaluations sensibles du taux de change. Ces baisses ont plus que compensé la détérioration du taux de change réel jusqu'en 1982. La dévaluation réelle s'est faite de façon progressive dans le cadre d'une politique de change à parité mobile<sup>18</sup>.

Compte tenu de l'ampleur des chocs extérieurs, ces faits ont permis une reprise progressive de la production et des dépenses. Ces résultats apparaissent si l'on compare les données de 1982-1983 avec celles de 1988. Cette année-là, cependant, le PIB par habitant se situait encore à 1 % en dessous du niveau de 1981 et les investissements par habitant 14 % en dessous. Le niveau de production de 1988 était manifestement déterminé par le taux d'investissement moyen enregistré pendant la période d'ajustement qui ne dépassait pas 13,3 % entre 1982 et 1988 (ligne 4).

Sur le plan extérieur, le dispositif d'ajustement automatique a plus contribué au départ à réduire les importations qu'à accroître les exportations ; comme cela était prévisible, eu égard aux spécificités structurelles de l'économie chilienne, l'élasticité

---

18. Le taux de change a été dévalué de façon progressive après que le gouvernement ait cessé de recourir au taux fixe, en 1982, comme instrument de stabilisation du niveau des prix (une approche monétariste de la balance des paiements). Depuis le début de 1988 et jusqu'en mai 1989 le gouvernement a relevé le taux de change réel, une fois de plus pour ralentir l'inflation.

des importations a été plus grande que celle des exportations face à la chute brutale des dépenses nationales. Là encore, le comportement de ces deux variables a évolué avec le temps. Stimulées par les fortes dévaluations de taux de change (CIEPLAN, 1989), les exportations ont progressé plus rapidement lors de la dernière phase de la période d'ajustement. La proportion moyenne d'exportations de marchandises par habitant entre 1982 et 1988 dépassait de 14 % le maximum initial, comparé au fléchissement de 11 % du PIB. Par ailleurs, en 1988, l'indice des exportations pulvérisait de 28 % le record de 1980<sup>19</sup>, alors que, parallèlement, le PIB par habitant atteignait à peine le niveau maximum initial (99 %). Le ratio exportations/PIB a donc progressé de 25 % environ entre 1980 et 1988 mais cette progression ne s'est pas accompagnée d'une croissance de la production par habitant.

Nous ne sommes pas en présence d'une croissance tirée par les exportations mais, plutôt, d'une dynamique exportatrice alimentée par un ajustement à la baisse de la production. Le processus d'ajustement a suscité la réallocation d'un volume global de ressources relativement stagnantes. L'utilisation des ressources affectées à la production des biens exportables a augmenté de 6,5 points, alors que dans le reste de l'économie elle régressait de 7,5 points<sup>20</sup>. Évidemment, l'essor dynamique des exportations est à son tour un facteur qui a contribué à la reprise économique sans toutefois pouvoir générer une hausse nette du PIB par habitant.

Les importations se sont fortement redressées après le déclin spectaculaire constaté entre 1981 et 1983, et les fluctuations de 1984-1986 liées à la récession mineure enregistrée en 1986. La quantité d'importations par habitant a fait un bond de 26 % entre 1986 et 1988, soit une progression trois fois plus élevée que le taux de 8 % affiché par les exportations par habitant. Lors d'une reprise consécutive à un brutal ajustement à la baisse, il est normal de voir les importations croître plus rapidement que les exportations. Néanmoins l'écart entre le taux de croissance des deux variables est excessif et s'est encore creusé en 1989. La croissance rapide n'est pas perceptible dans la balance commerciale à prix courants en raison de l'amélioration remarquable des termes de l'échange en 1987 et 1988. La pleine mesure de la détérioration de la balance des volumes indiquée au tableau 4, ligne 6a, apparaîtra dans la balance des paiements lorsque le prix du cuivre et des autres exportations retrouvera son niveau « normal ».

19. Il y a lieu de noter que, en 1981, le recul des exportations, en quantité, était imputable à l'appréciation du taux de change. L'utilisation des capacités d'exportations s'est redressée rapidement en 1982-1983 après les dévaluations.

20. Entre 1981 et 1988, les exportations de biens par habitant ont progressé de 6,5 points (23,1-16,6). Étant donné que le PIB a reculé de 1 point (100,0-99,0), il ressort que le reste du PIB par habitant (autre que les exportations) a diminué de 7,5 points.

---

## **Le déficit extérieur : un aperçu prospectif**

Après sept ans d'ajustement aux trois chocs sources de perturbations, en 1988-1989 le déficit extérieur s'est considérablement amélioré. Quelles sont les perspectives dans les années à venir ?

### **Les obligations découlant du service de la dette pour la période 1989-1995**

Depuis 1983 le volume de la dette auprès des banques a fait l'objet de trois rééchelonnements. Étant donné que les créances détenues par les banques représentaient plus des 4/5<sup>e</sup> de l'encours total de la dette, le coût réel de l'amortissement a été faible. Les derniers rééchelonnements décidés en 1987 ont prévu des faibles remboursements aux banques jusqu'en 1990. En 1991 ces remboursements feront un bond et continueront d'augmenter dans les années suivantes. Ces engagements atteindront en moyenne chaque année 1,7 milliard de dollars entre 1991 et 1993. Le service de la dette est anormalement lourd et concentré sur une courte période pour un pays dont le ratio dette/PIB est aussi très élevé.

Durant la même période et avec l'évolution actuelle des taux d'intérêt, les coûts du service de la dette s'élèveraient à environ 2 milliards de dollars par an. Ce chiffre englobe les sommes annuelles estimées correspondant au versement des dividendes liés aux opérations de swaps de la dette. Compte tenu du fait que le paiement des bénéfiques peut être différé pendant une période de quatre ans, les grosses opérations de swaps réalisées en 1987 devraient distribuer les profits accumulés en 1992, et ainsi de suite.

Ainsi le remboursement des intérêts et du principal représente une charge considérable pour le Chili. Comment peut-on la financer ? Par de nouveaux rééchelonnements, des « nouveaux prêts forcés », des réductions des intérêts dus, des swaps de dettes assorties d'une forte décote ? Par un excédent important de la balance courante non financière et l'autorisation de recourir à nouveau à des emprunts volontaires ?

### **Perspectives commerciales et financement extérieur**

Prévoir l'évolution de la balance des paiements peut s'avérer risqué.

Les divergences entre les résultats et les projections peuvent découler à la fois d'erreurs de prévision concernant les effets des politiques économiques ou de

l'adoption de mesures alternatives. Par exemple, un accroissement notable de la demande globale dans une situation proche du plein emploi de la capacité installée aura probablement une incidence négative marquée sur la balance commerciale ; c'est ce qui s'est produit en 1988-1989 au Chili (balance à termes de l'échange constants). En 1982 et 1985 on a observé la situation contraire, avec une forte contraction de la demande globale et un déclin significatif des importations nettes.

Dans les prochains paragraphes, nous considérons un scénario de référence qui est généralement tenu comme acceptable par divers cercles, concernant l'évolution probable des variables-clés de l'économie mondiale et des paramètres de comportement de l'économie chilienne. Il est également admis, comme hypothèse de travail, que les principales politiques touchant au secteur extérieur et au cadre de la dette internationale ne seront pas changées.

Ces prévisions concernant la valeur de certaines variables-clés en 1991-1993 sont : le prix du cuivre à 85-95 cents/livre, hypothèse communément retenue par les spécialistes ; une augmentation annuelle de 7 à 10 % du volume des exportations, ce qui suppose une élasticité de 1,4 ; et le LIBOR à un taux d'environ 8 %.

En 1988-1989 l'excédent de la balance extérieure s'explique par le niveau élevé du prix du cuivre. Depuis 1988, une partie du surcroît de revenus générés par les exportations est gelé dans un fond de stabilisation du cuivre pour être utilisé lorsque les prix baissent au-dessous du niveau « normal ». En ajoutant d'autres améliorations des termes de l'échange et le moratoire sur le paiement des intérêts, en partie compensé par l'essor des importations plus important que ne l'avaient prévu les projections officielles, l'excédent pourrait être suffisant pour couvrir les besoins de financement jusqu'en 1990 dans la mesure où aucune dépense n'est engagée pour le remboursement anticipé de la dette ou pour financer un emballement des importations.

Le prix du cuivre devrait marquer un repli sensible au début des années quatre-vingt-dix. Même avec un prix réel « normal » dans la fourchette de 85-95 cents la livre, on constate un écart résiduel significatif. On peut s'attendre à ce que la situation réelle de la balance des paiements se fasse jour brutalement sur le marché. Compte tenu du scénario de référence retenu et des accords concernant la dette actuellement en vigueur, on constate un important déficit de la balance courante. En conséquence, un apport de capitaux frais ou un allègement du service de la dette et des incitations à accroître l'offre de biens exportables ainsi que la demande relative de produits ne faisant pas l'objet d'échanges, sont nécessaires pour équilibrer la balance extérieure : par exemple, les swaps de dettes assorties d'une décote, ainsi que d'autres dispositifs de réduction du service de la dette ; un taux de change réel à la baisse, une demande globale suivant l'essor de la capacité de production et des mesures incitatives pour stimuler les investissements productifs dans le secteur des biens exportables.

En bref, dans un scénario « normal », la balance des comptes courants accuse un déficit structurel. L'évolution prévisible des variables-clés, déterminée par une baisse du prix du cuivre, annonce une situation déficitaire qui coïncide, par hasard,

---

avec la première année de retour à la démocratie du Chili. L'ampleur du déficit prévisible tendra à grossir en raison des politiques mises en œuvre par le gouvernement en 1988-1989 : réévaluation du taux de change, réduction du droit de douane moyen, rachat payé en espèces des créances et autorisation d'utiliser les recettes d'exportations pour procéder au remboursement anticipé de la dette extérieure.

Évidemment, l'ensemble des variables considérées sont susceptibles d'affirmer leur amélioration ou au contraire de s'aggraver. Ce n'est pas rabâcher que de répéter que les projections réagissent avec une grande sensibilité aux modifications apportées aux politiques et aux scénarios de travail. Modifier les hypothèses peut conduire à effacer le problème de la dette : un prix élevé stable du cuivre, un essor accéléré des exportations, des taux d'intérêt modérés, une moindre élasticité des importations au revenu et une croissance du PIB soutenue par l'épargne nationale, malgré d'importants transferts aux créanciers<sup>21</sup>. En revanche, le déficit peut se creuser si les hypothèses contenues dans le scénario de référence sont moins favorables.

Le scénario de référence se situe dans une fourchette plus vraisemblable. Les résultats produits supposent que le problème de la dette n'est pas résolu, et que le déficit de la balance extérieure doit absolument être résorbé au cours des années quatre-vingt-dix pour générer une croissance stable.

L'ancienne opposition chilienne a formulé des propositions économiques acceptables, à la fois avant et après la victoire des démocrates lors du référendum du 5 octobre 1988 et aux élections présidentielles du 14 décembre 1989. Elle propose des mesures efficaces, raisonnables et sensées pour tenter de régler les trois problèmes majeurs dont elle a hérité : un endettement important, une répartition inégale des revenus, un investissement trop faible.

Le renforcement de la formation de capital a été placé en tête des priorités comme instrument pour alimenter une croissance soutenue de la capacité productive, indispensable pour pouvoir améliorer la productivité globale du Chili et relever durablement le niveau de vie.

A partir de 1991, le déficit extérieur prévisible devra être financé par un rééchelonnement des remboursements et de nouveaux prêts, ou bien en modifiant les hypothèses du scénario de référence, notamment celles relatives aux opérations de swap de dettes.

La stratégie proposée par les forces démocratiques sera confrontée à une conjoncture internationale qui apparaît instable, avec les fluctuations des taux de change et d'intérêt internationaux, ainsi que des flux commerciaux. Cependant, les conséquences durables de la crise de l'endettement international permettent d'espérer une évolution constructive vers la mise en œuvre d'une solution réaliste pour les pays débiteurs. Cette solution suppose un allègement du poids de la dette étrangère et de son service au bénéfice direct des pays débiteurs.

---

21. Cette hypothèse implicite est fréquente dans les modèles de balance des paiements qui projettent un excédent important de la balance courante non financière sans calculer explicitement le ratio d'investissement nécessaire pour obtenir la croissance voulue du PIB et la possibilité réelle de financer les besoins d'investissements.

## Bibliographie

- Arellano J.P. : « De la liberalizacion a la intervencion : el mercado de capitales en Chile, 1974-1983 », *Coleccion Estudios CIEPLAN*, n° 11, Santiago, décembre 1983.
- Arellano J.P. et Marfan M. : « Ahorro-inversion y relaciones financieras en la actual crisis economic chilena », *Coleccion Estudios CIEPLAN*, n° 20, Santiago, décembre 1986.
- Artiagoitia P. et Marfan M. : « Inversion productiva y crecimiento economico en Chile : 1960-1987 », Mimeo, CIEPLAN, Santiago, avril 1988.
- Banco Mundial : « World Debt Tables : External Debt of Developing Countries, 1989-1990 edition », The World Bank, Washington DC., décembre 1989.
- Bande J. et Ffrench-Davis R. : « Copper Policies and the Chilean Economy, 1973-1988 », *Notas Tecnicas*, n° 131, CIEPLAN, juin 1989 et Institute of Developing Economies, Tokyo, mars 1989.
- CEPAL : « Balance preliminar de la economia latinoamericana, 1989 », Santiago, décembre 1989.
- CIEPLAN : « Set de estadísticas economicas », CIEPLAN, novembre 1989.
- Feinberg R.E. et Ffrench-Davis R., eds. : *Development and External Debt in Latin America : Bases for a New Consensus*, University of Notre Dame Press, Indiana, USA in Ediciones CIEPLAN, Santiago and Grupo Editor Latinoamericano (GEL), Buenos Aires, 1986.
- Felix D. et Caskey J. : « Economic Adjustment in Latin America : will Current Policies Restore Growth », in D. Felix, ed., *Financing Latin American Growth : Prospects for the 1990's*, forthcoming.
- Ffrench-Davis R. : « L'essai de politique monétariste au Chili », in *World Development*, novembre 1983a, in *Coleccion Estudios CIEPLAN*, n° 9, Santiago, décembre 1982, et in *Problèmes d'Amérique latine*, n° 66, décembre 1982.
- Ffrench-Davis R. : « The External Debt, Financial Liberalization and Crisis in Chile », in M. Wionczek, ed. : *Politics and Economics of External Debt Crisis*, Westview Press, Boulder, 1985, et in *Coleccion Estudios CIEPLAN*, n° 11, Santiago, décembre 1983b.
- Ffrench-Davis R., ed. : *Relaciones financieras externas y desarrollo nacional en America Latina*, Fondo de Cultura Economica, Mexico, 1983c.
- Ffrench-Davis R. : « Import Liberalization : the Chilean Experience, 1973-1982 », in J.S. et A. Valenzuela, eds. : *Military Rule in Chile*, The Johns Hopkins University Press, Baltimore et Londres, 1986.
- Ffrench-Davis R. : « La conversion de la dette extérieure chilienne en actifs nationaux », *Problèmes d'Amérique latine*, n° 89, 3<sup>e</sup> trimestre, Paris, 1988.
- Ffrench-Davis R. : « Adjustment and Conditionality in Chile, 1982-1988 », Mimeo, novembre 1989b.
- Ffrench-Davis R. et Marfan M. : « Selective Policies under a Structural Foreign Exchange Shortage », *Journal of Development Economics*, vol. 29, 1988.
- Foxley A. : « Experimentos neoliberales en America Latina », *Coleccion Estudios CIEPLAN*, n° 7, Santiago, mars 1982, special issue, et *Latin American Experiments in Neo-Conservative Economics*, University of California Press, California, 1983.
- Griffith-Jones S., ed. : *Managing World Debt*, Wheatsheaf Books Ltd., Sussex, et St. Martin's Press, New York, 1988.
- Massad C. et Zahler R., eds. : *Deuda interna y estabilidad financiera : estudios de casos*, Grupo Editor Latinoamericano, Buenos Aires, 1988.
- Sachs J. : « Conditionality, Debt Relief and the Developing Country Debt Crisis », Working Paper, n° 2644, NBER, Cambridge, juillet 1988.
- Zahler R. : « Estrategias financieras latinoamericanas : la experiencia del Cono Sur », *Coleccion Estudios CIEPLAN*, n° 23, Santiago, mars 1988.

