HAL
open science

Le Brésil et la Russie face au risque de crise financière

Jérôme Sgard

To cite this version:

Jérôme Sgard. Le Brésil et la Russie face au risque de crise financière. La Lettre du CEPII, 1998, 166, pp.1-4. hal-01010651

HAL Id: hal-01010651

https://sciencespo.hal.science/hal-01010651v1

Submitted on 20 Jun 2014

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

LA LETTRE DU CEPII

N° 166 — Mars 1998

CENTRE D'ÉTUDES PROSPECTIVES ET D'INFORMATIONS INTERNATIONALES

Le Brésil et la Russie face au risque de crise financiere

Contrairement aux craintes initiales, la crise financière asiatique est restée cantonnée en Asie du Sud-Est, épargnant la plupart des pays d'Amérique latine et d'Europe de l'Est. Pourtant deux des Big Five, le Brésil et la Russie, n'ont échappé à la tourmente qu'au prix de réactions énergiques des autorités monétaires et budgétaires. La vulnérabilité particulière de ces deux géants de l'économie mondiale résulte d'histoires certes fort différentes, mais qui aboutissent à un même mélange détonnant : un déficit budgétaire important, une dette publique financée à très court terme et une base monétaire très faible issue d'un passé de forte inflation. Dans ces conditions, un choc financier externe peut compromettre le financement de l'Etat, l'obligeant à monétiser une partie de sa dette. Les réflexes de défense contre l'inflation peuvent alors ressurgir, rendant la stabilisation d'autant plus difficile. A l'automne dernier, la réaction rapide des autorités monétaires a évité ces enchaînements destructeurs. Mais en l'absence de redressement des finances publiques, l'équilibre reste particulièrement instable, notamment en Russie.

Un financement fragile de l'économie

Il y a certainement peu à attendre d'une comparaison globale du Brésil et de la Russie : au-delà de leur grande taille, ou de leurs larges inégalités sociales, on vérifierait vite que la structure économique de ces deux pays, leur histoire récente et ancienne, ou leur système politique, les placent plutôt aux antipodes l'un de l'autre. La comparaison que l'on propose ici se limite donc à une question précise : pourquoi ces deux pays ont-ils montré, cet hiver, une vulnérabilité exceptionnelle, face aux tensions internationales dues à la crise en Asie ? Ainsi, après le krach de Hongkong, le 23 octobre dernier, le Real et le Rouble ont été directement attaqués, tandis que les primes de risques sur ces deux pays augmentaient beaucoup plus que celles appliquées en moyenne aux pays émergents. En outre, venant de très gros pays, une rupture des régimes de change aurait pu relancer les effets de contagion en Amérique latine comme en Europe de l'Est. Mais les réactions très vigoureuses des autorités ont bloqué en quelques semaines la dynamique de crise : interventions massives sur les marchés de change, doublement des taux d'intérêts, à plus de 30% en termes réels, et, au Brésil, correction budgétaire de près de 2% du Pib.

Si l'on passe en revue les critères habituels de "risque-pays", il apparaît que la contrainte d'endettement externe, tout comme le solde courant diminué des investissements directs, ne peuvent pas expliquer l'ampleur de la crise, même dans le cas du Brésil qui a un besoin de financement international conséquent (voir tableau). Sur le plan interne, les déficits publics ont atteint des niveaux très importants l'an dernier, à 5,3% du Pib au Brésil, et 7,3% en Russie. Dans une

Quelques données

	Brésil	Russie
Population (millions)	160	146
PIB (mds $)	750	460
Exportations/Pib (%)	7,5	22
Solde courant/Pib (%)	-4,2	+0,1
Investissements directs/Pib (%)	2,2	1,1
Intérêts/recettes d'exportations (%)	26	14,6
Dette extérieure/Pib (%)	25	32
Dette à court terme/dette totale (%)	18,3	20,8
Déficit public total/Pib (%)	5,3	7,3
Déficit primaire/Pib (%)	0,1	- 2,1
Intérêts/recettes fiscales (%)	28	46
Recettes de l'état central/Pib (%)	12,4	10,8

large mesure, ceux-ci reflètent les difficultés à établir, dans les deux pays, une nouvelle règle du jeu fédéral, entre les autorités locales (régions et communes) et l'état central qui porte, directement ou non, l'essentiel de la dette publique. En Russie, il faut intégrer aussi l'accroissement des arriérés de paiements, qui ne sont qu'une forme déguisée de déficit budgétaire : ils témoignent de la difficulté à rétablir une autorité fiscale puissante et légitime, alors que les ressources de l'état central ont encore diminué, l'an dernier, à 10,4% du Pib.

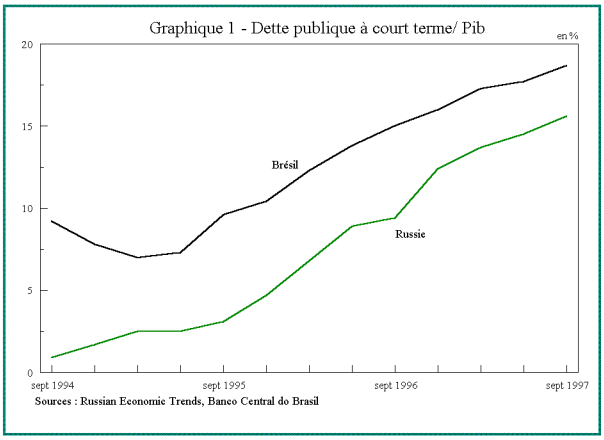
Dans de telles conditions, l'impact d'un choc interne dépend surtout des marges de réaction à court terme de la politique économique. Une action possible est de réduire rapidement les dépenses budgétaires, option qui ne s'applique pas toutefois aux paiements d'intérêts. Or, l'an dernier, ceux-ci ont absorbé 46% des recettes fiscales en Russie, contre 28% au Brésil : ceci peut expliquer que seul ce dernier ait décidé une réduction importante de son déficit budgétaire. Ensuite, la façon dont est couvert le déficit budgétaire peut accentuer les risques. Alors qu'au Brésil, celui-ci est assuré principalement par l'épargne privée domestique, la Russie est beaucoup plus dépendante des capitaux internationaux.

En 1997, le déficit total de 30 milliards de dollars en Russie a été couvert à hauteur de 5 milliards par l'épargne intérieure, via le système bancaire ; le reste a été absorbé soit par des emprunts extérieurs (4 milliards, dont le FMI), soit par la vente à des investisseurs étrangers de bons du trésor en roubles (21 milliards). Pour 1998, l'accord signé avec le Fonds Monétaire, en février, repose sur un déficit ramené à 25 milliards de dollars. Sur ce total, 10 à 14 milliards seraient implicitement couverts par des achats de Bons du Trésor par les investisseurs étrangers. Outre que ces derniers sont devenus très prudents depuis l'automne dernier, cette stratégie repose sur une hypothèse fragile : les taux d'intérêt internes s'établiraient entre 12 à 14% sur l'année, contre 26 à 40% au premier trimestre. Si ces taux devaient se maintenir, le surcoût budgétaire annuel serait de 7 à 11 milliards de dollars. Il est probable que cette somme serait couverte, à nouveau, par emprunts, ce qui affaiblirait un peu plus les finances publiques et la politique monétaire.

Les conséquences à long terme d'un passé inflationniste

Dès lors, une perte de confiance des investisseurs, tant étrangers que nationaux, pourrait faire passer d'une situation de fragilité latente à une crise ouverte. Ici apparaît, dans les deux pays, la première séquelle d'un passé de haute inflation : la faiblesse profonde et durable de l'épargne financière. D'abord, le stock d'actifs en circulation a été réduit massivement par l'inflation ; ensuite, la demande d'actifs à la marge, qui reflète le flux d'épargne nette financière, reste elle-même très limitée et ne porte que sur des maturités très courtes. Les économies post-inflationnistes se caractérisent, de manière générale, par une épargne financière limitée aux agrégats monétaires et quasi-monétaires, qui ne se reconstituent que très progressivement. Au Brésil, où la stabilisation date de 1994, les dépôts bancaires (en Reals) représentent 23% du Pib, auxquels on peut toutefois ajouter des stocks non-négligeables de titres détenus par les agents privés non-bancaires. En Russie, où l'inflation a été stabilisée en 1995, les dépôts en roubles représentent seulement 8% du Pib (3% pour les dépôt en dollars). Un facteur supplémentaire d'affaiblissement de la politique monétaire est l'extension du troc, depuis la stabilisation de 1995 : il représente désormais plus de 45% des échanges internes.

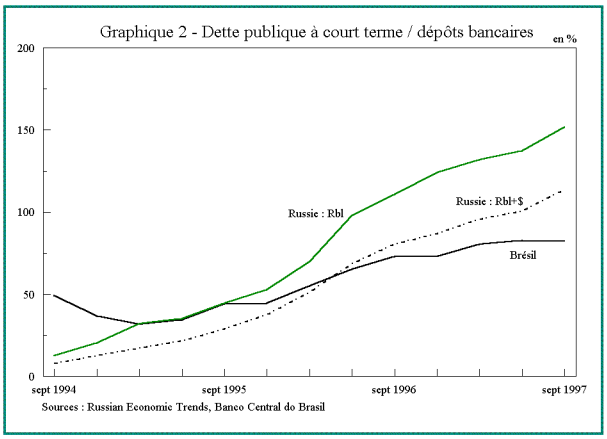
Cette situation déjà fragile au Brésil, et nettement dangereuse en Russie, rend difficile le financement de l'état par des marchés domestiques, peu profonds et peu liquides. Or, dans les deux pays, au cours des dernières années, les taux d'intérêts réels sont restés élevés, reflétant une réduction lente des anticipations d'inflation, et se sont ajoutés à des soldes budgétaires primaires insuffisants. Ceci s'est traduit par une croissance rapide de la dette interne de l'état, émise à court terme, qui a atteint près de 18% du Pib au Brésil, en 1997, et 15% en Russie (graphique 1)[1]. Au regard de critère généraux, de type Maastricht, ceci pourrait certes refléter un calcul rationnel : pendant un temps, des déficits importants peuvent faciliter la renégociation du pacte fédéral et les restructurations industrielles. Le problème est que les marchés de capitaux domestiques ne peuvent pas assurer cet



1. Deux éléments principaux doivent être ajoutés pour donner le montant de la dette publique totale : d'une part viennent les obligations à moyen terme, qui ne sont pas émises sur les marchés de capitaux, mais qui peuvent être transférées par l'Etat, par exemple pour recapitaliser des banques ou un système de retraite ; d'autre part s'ajoute la dette en devises, sous forme de crédits ou de titres, qui, généralement, présente des maturités beaucoup plus longues que la dette négociable interne.

arbitrage inter-temporel. Tout programme financier à moyen terme est donc soumis au risque d'une modification du jugement porté par les marchés sur la soutenabilité de cette politique. Tel a été le cas, l'hiver dernier, lors du choc de Hongkong.

La vulnérabilité financière peut alors s'apprécier en rapportant le montant de la dette publique à court terme au volume des dépôts, posé comme une approximation de l'épargne financière interne (graphique 2). Au Brésil, le rapport entre ces deux données est passé de 44% à 82%, de septembre 1995 à septembre 1997. En Russie, parti du même niveau, ce ratio est passé à 152% deux ans plus tard, sur la



base des seuls dépôts en roubles ; si l'on inclut les dépôts en dollars, il passe sur la même période de 29 à 114%. Ainsi, le stock de dette publique négociable atteint désormais un volume proche de celui de l'épargne liquide au Brésil, et l'a dépassé amplement en Russie, où l'épargne extérieure couvre la différence. Ceci est une source majeure d'instabilité pour les deux pays, dans la mesure où tout choc sur les finances publiques se répercute directement sur les équilibres monétaires. Ne pouvant être absorbé par les mécanismes de réallocation d'actifs, propres à un marché financier diversifié, ce choc passe directement sur le marché monétaire, dont les réponses sont d'autant plus élastiques que sa taille est elle-même limitée.

De la crise financière à la crise monétaire

Dès lors, l'enchaînement amorcé à l'automne permet de mettre en évidence les trois phases successives d'une éventuelle crise :

■ Dans un premier temps, un choc exogène impose une hausse des taux d'intérêts de la Banque Centrale, qui est incorporée en quelques semaines dans une dette publique à maturité très courte et ainsi dans le solde public.

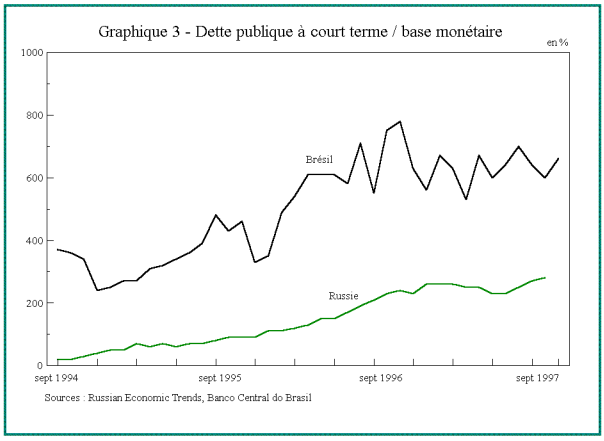
■ A défaut d'ajustement budgétaire rapide, la politique monétaire compromet donc à la fois le financement à la marge d'un déficit public en augmentation, et le refinancement du stock de dette publique, à rotation rapide. Si cette situation se prolonge, et à moins d'un sauvetage par le FMI, tout équilibre sur le marché primaire des Bons du Trésor peut devenir impossible à terme : aucune demande privée de titre n'émerge dès lors que les agents anticipent que toute nouvelle hausse des taux se traduirait, à brève échéance, par une nouvelle dégradation de la position budgétaire de l'état.

■ Celui-ci n'étant plus jugé solvable à court terme, l'amortissement des Bons venant à échéance ne peut plus être réalisé que par un seul agent : la Banque Centrale, qui est contrainte de monétiser la dette publique échue, ce qui crée un risque inflationniste immédiat.

En novembre dernier, la Russie est arrivée à ce point, avant de stabiliser ses marchés ***in extremis*** : au cours de ce même mois, toutes les émissions de Bons du Trésor ont été absorbées par la Banque centrale. Un point souvent mal perçu est que les acteurs financiers russes ont l'expérience des crises monétaires et des dévaluations brutales, et intègrent entièrement, dans leurs anticipations, le scénario résumé ci-dessus. Aussi, une monétisation, même limitée, de la dette publique peut se répercuter rapidement sur le marché des changes : dans le pire des cas, un décrochage violent marquera alors le début de la crise d'inflation, avant même que l'effet d'un relâchement plus large de la politique monétaire ait pu se transmettre aux prix intérieurs. Ce facteur explique la grande volatilité de ces marchés, comme le caractère fortement auto-réalisateur des jugements instantanés sur la soutenabilité de la dette publique : les paniques peuvent devenir rapidement incontrôlables.

Après la phase d'affaiblissement financier implicite, puis le passage à la crise ouverte, deux facteurs accentuent le risque inflationniste ultérieur et durcissent encore les réactions de marché. D'une part, le choc inflationniste, du à la monétisation partielle de la dette, est d'autant plus fort que la base monétaire M0 est étroite (graphique 3). Ainsi, au Brésil, la liquidation de 16% seulement de la dette à court terme entraînerait un doublement nominal de cet agrégat et, directement, une augmentation équivalente du niveau moyen des prix. En Russie, un tel effet serait atteint avec la monétisation de 40% de la dette publique.

D'autre part, les agents ont conservé des réflexes puissants de défense contre l'inflation, qui sont individuellement rationnels, mais dont on sait qu'ils rendent plus difficile, globalement, le contrôle de



ces dynamiques. Ainsi, l'expérience spécifique d'indexation du Brésil rendrait probablement très difficile l'absorption, par la Banque centrale, de tout choc ponctuel sur la masse monétaire ou sur le taux de change. Une dévaluation de 20% risquerait donc de se traduire par une hausse immédiate de 20% des prix intérieurs, qui annulerait tout gain de compétitivité. Surtout, le retour à une inflation de type inertiel pourrait relancer la dynamique d'accélération des prix "par plateaux", connue au cours des années soixante-dix et quatre-vingt : l'effet d'emballement, à très court terme, entre dévaluation et inflation pourrait alors être difficile à contrôler[2].

Des contraintes durables

Les risques successifs décrits ici expliquent les réactions immédiates des pouvoirs publics, au Brésil comme en Russie, face à la crise émergente de l'hiver dernier. Ils ont atteint leurs objectifs et les taux d'intérêt ont pu être réduits en partie, au premier trimestre. Toutefois, ce succès a été obtenu au prix de politiques très pro-cycliques, qui vont freiner une croissance déjà faible, dans les deux pays, et peser éventuellement sur les ajustements micro-économiques.

Comment peut-on envisager les prochains mois en Russie, clairement la plus menacée ? Le seul scénario optimiste serait que le nouveau gouvernement stabilise enfin les finances publiques et entérine ainsi le constat que la capacité d'endettement de l'Etat russe reste très étroite, à long terme. Sinon, une seconde voie serait d'imposer un moratoire sur la dette en roubles, afin de la consolider sur le moyen terme et de retrouver ainsi des marges de manœuvre. Après tout, l'Argentine et le Brésil ont réalisé ce type d'opération, au début des années quatre-vingt-dix, pour réduire la pression de la dette publique à court terme sur la Banque centrale. Toutefois, le poids des investisseurs étrangers en Russie (près de 40% des Bons du Trésor), comme l'économie politique internationale dans laquelle s'inscrirait une telle décision (relations avec le FMI et le G7, etc.) seraient très difficiles à gérer. On pourrait aboutir en particulier à des conflits juridiques longs et dommageables avec les investisseurs internationaux, qui pourraient mettre en question progressivement le choix de l'ouverture commerciale.

Reste l'hypothèse d'une nouvelle destruction inflationniste de l'épargne, dans une situation déjà très dégradée : comme la Bulgarie en a fait l'expérience en 1996-1997, une "seconde inflation dans la transition" pourrait ne pas laisser d'autre solution que le ***Currency Board***. C'est précisément dans ce type de situation (et aucune autre) que ce régime devient la seule issue viable. Compte tenu des faiblesses de cette économie, une telle orientation comporterait des risques très sérieux pour les restructurations industrielles, mais aussi pour l'intégration monétaire de l'espace national.

Jérôme Sgard

2. Voir Jérôme Sgard, " Inflation, stabilisation et prix relatifs en Argentine et au Brésil, l'expérience des années quatre-vingt dix", ***Revue Economique***, janvier 1998.

LA LETTRE DU CEPII

RÉDACTION
Centre d'études prospectives et d'informations internationales,
9, rue Georges-Pitard
75015 Paris.
Tél. 33 01 53 68 55 14
Fax : 33 01 53 68 55 03

DIRECTEUR DE LA PUBLICATION :
Jean-Claude Berthélemy
RÉDACTEUR EN CHEF :
Claire Lefebvre
CONCEPTION GRAPHIQUE :
Pierre Dusser
RÉALISATION : Annick Hutteau
GRAPHIQUES : Didier Boivin
DIFFUSION
La Documentation française.

ABONNEMENT
(11 numéros)
France 295 F TTC
Europe 305 F TTC
Autres pays 305 F HT
Adresser votre commande à :
La Documentation française,
124, rue Henri Barbusse
93308 Aubervilliers Cedex
Tél. : 01 48 39 56 00.
Le CEPII est sur le WEB
son adresse : **www.cepii.fr**

ISSN 0243-1947
CCP n° 1462 AD
1er trimestre 1998
Mars 1998
Imp. ROBERT-PARIS
Imprimé en France.

Cette lettre est publiée sous la responsabilité de la direction du CEPII. Les opinions qui y sont exprimées sont celles des auteurs.