

STABILITE DE L'ECONOMIE REELLE ET EMPLOI EN AMERIQUE LATINE:  
LES EFFETS REGRESSIFS DES FLUX FINANCIERS

Ricardo FFRENCH-DAVIS\*

\* Professeur d'économie à l'Université du Chili; ancien directeur des études de la Banque centrale et Prix national en sciences sociales et humanités du Chili en 2005; courriel: rffrench@econ.uchile.cl. L'auteur remercie les spécialistes du BIT ainsi que Joseph Ramos, Raymond Torres, Andras Uthoff, Jürgen Weller, Álvaro Díaz et un lecteur critique anonyme pour leurs commentaires. Il remercie également Werner Gárate et Juan Jacobo Velasco, du BIT, des informations qu'ils lui ont fournies et Felipe Arriagada de sa collaboration.

Les articles paraissant dans la *RIT*, de même que les désignations territoriales utilisées, n'engagent que les auteurs, et leur publication ne signifie pas que le BIT souscrit aux opinions qui y sont exprimées.

**Résumé.** *L'auteur étudie les réformes réalisées en Amérique latine depuis les années 1990. Les prix ont été stabilisés, mais la croissance insuffisante et l'instabilité économique ont freiné l'investissement productif et l'emploi. Les crises répétées ont eu des effets récessifs et ont essoufflé la formation de capital et la création d'emplois décents. Les flux financiers ont été les premiers déterminants de cette situation. La reprise de 2010 marque un retour à l'évolution positive de 2004-2008, mais avec un fort degré de précarité et de graves erreurs de politique macroéconomique.*

L'un des traits persistants des sociétés latino-américaines, c'est la précarité de l'emploi. Malgré le recul de la pauvreté enregistré depuis les années 1990, on ne relève encore aucune avancée significative et soutenue vers une majorité d'emplois plus stables avec protection sociale, droit d'organisation et véritable pouvoir de négociation, autant de caractéristiques attachées à la notion de travail décent au sens de l'OIT.

Les pays d'Amérique latine ont mené à bien des réformes économiques ambitieuses en application de ce que l'on a appelé le Consensus de Washington. Ils ont

notamment procédé à des privatisations, à des libéralisations commerciales et financières radicales et introduit une politique de discipline budgétaire, convaincus que telle était la voie de la stabilité et de la croissance économique. À terme, les réformateurs comptaient sur une amélioration sensible de la situation en matière d'emploi et d'égalité. Dans les faits cependant, et malgré la stabilité des prix effective des deux dernières décennies (l'inflation étant généralement sous contrôle), la région a enregistré une croissance médiocre du PIB et une instabilité de l'économie réelle, c'est-à-dire de la production et de l'emploi. Malgré les progrès notables observés pendant la reprise économique et sociale de 2004-2008, la précarité de l'emploi constitue toujours un problème pressant, et c'était le cas même avant la propagation de la crise financière mondiale, qui n'a fait qu'aggraver les choses<sup>1</sup>. La reprise de 2010 a marqué un retour à l'évolution positive de 2004-2008, mais avec un fort degré de précarité et de graves manques quant à la politique macroéconomique et sa durabilité.

Au moment où nous écrivons ces lignes, en 2011, la région est encore dans la partie ascendante du cycle, surtout pour ce qui est des pays exportateurs de ressources naturelles dont les prix sont particulièrement élevés (CEPALC, 2011). Cela permet un progrès de l'emploi et de son caractère formel, ainsi que des revenus et du PIB. Mais la création de nouvelles capacités de production reste lente. Parallèlement, les taux de change montent et, en termes réels, c'est-à-dire en volume, les importations augmentent nettement plus vite que les exportations. Cela n'est tenable que si les prix des exportations restent sensiblement supérieurs à leurs moyennes historiques.

Un constat largement partagé, dans les évaluations des réformes effectuées, c'est que la région a bien relevé le défi macroéconomique, mais qu'elle est passée à côté de certains objectifs microéconomiques. Les partisans du Consensus de Washington signalent, à cet égard, le manque de mesures relatives à la «flexibilité de l'emploi». D'autres observateurs soulignent l'absence de politiques de développement de la production et la dégradation de la capacité de négociation des travailleurs face aux employeurs, deux phénomènes accentués par les réformes du Consensus de Washington.

---

<sup>1</sup> Cette situation a débouché sur l'adoption du Pacte mondial pour l'emploi, à la session de juin 2009 de la Conférence internationale du Travail (BIT, 2009) et, la même année, sur celle de la Déclaration du Sommet de Pittsburg dans laquelle les dirigeants du G20 s'engagent à placer les emplois de qualité au cœur de la reprise.

Dans le présent article, nous nous concentrons sur la dimension macroéconomique du problème en affirmant que, contrairement aux idées reçues, la politique macroéconomique figure justement parmi les principaux facteurs à l'origine de l'évolution décevante de l'économie et de l'emploi de ces dernières décennies. Nous partons pour cela du constat suivant: la production et l'emploi ont été confrontés à des fluctuations cycliques très marquées de l'activité économique, de la demande globale, de l'accès au crédit et du taux de change, autant de variables déterminantes du cadre macroéconomique, soit de l'environnement général dans lequel opèrent les producteurs de biens et de services. Le comportement volatil de ces variables macroéconomiques a affaibli la formation de capital, à l'emploi et à la productivité de l'ensemble de l'économie. Les flux d'actifs financiers ont joué un rôle essentiel dans cette défaillance; s'y sont ajoutées récemment les fortes fluctuations des termes des échanges.

Le cadre macroéconomique dépend avant tout de l'orientation et de l'interaction des politiques budgétaires et monétaires, de la politique de change, de la régulation du marché national des capitaux et du compte des mouvements de capitaux avec l'extérieur. Ce cadre a lui-même une influence sur le rythme et la stabilité de la croissance économique et, ce faisant, sur la répartition des avantages qui en découle, du fait de retombées sur la situation de l'emploi et le dynamisme des politiques sociales. On relèvera que, progressivement, les politiques macroéconomiques n'ont plus été conçues et évaluées compte tenu de leurs effets sur l'emploi et la croissance, mais axées avant tout – et beaucoup trop – sur le contrôle de l'inflation et des retombées à court terme. Ce glissement a introduit un déséquilibre entre les divers objectifs à atteindre, alors que l'efficacité demande un juste équilibre entre objectifs, ainsi qu'une bonne adéquation et une bonne coordination des moyens mis en œuvre pour y parvenir.

Nous affirmons qu'il faut abandonner la logique nettement financiariste et court-termiste, qui domine la pensée macroéconomique du Consensus de Washington, pour privilégier ouvertement les effets des politiques sur le développement de la production et sur l'égalité. Nous soulignons que la création d'emplois plus nombreux et de meilleure qualité est indispensable si nous voulons réduire progressivement les inégalités profondes qui caractérisent nos marchés et sociétés. Nous montrerons pourquoi et comment la politique macroéconomique doit tenir compte des effets différents qu'une même mesure

peut avoir sur les grandes et les petites entreprises, sur l'investissement et la consommation et sur les travailleurs qualifiés et ceux qui le sont moins. La progressivité des mesures adoptées et la qualité de la coordination entre la politique monétaire, la politique de change et les interventions financières et budgétaires peuvent avoir une influence considérable sur la croissance économique et ses effets de répartition, notamment sur le nombre et la qualité des emplois. Le contraste entre le radicalisme des réformes d'inspiration néolibérale et la médiocrité des résultats enregistrés tend à confirmer les hypothèses qui seront énoncées plus loin<sup>2</sup>.

Dans la première partie, nous présentons brièvement les principaux succès et échecs enregistrés dans les pays d'Amérique latine depuis le début des années 1990, l'accent étant mis sur l'évolution de la production et la situation de l'emploi. Dans la deuxième, nous décrivons la forte instabilité de l'économie réelle en montrant que ce trait va de pair avec une instabilité marquée de la demande intérieure et du taux de change, variables qui affectent les différents agents productifs. Nous montrerons que cette instabilité néfaste doit d'abord être mise sur le compte d'une volatilité mondialisée et de chocs extérieurs récurrents affectant les flux d'actifs financiers. La troisième porte sur les effets récessifs et régressifs de l'instabilité en question. Nous examinons ensuite les conséquences dynamiques de la répétition des phases récessives sur l'investissement productif et l'emploi. Dans la quatrième partie, nous exposons brièvement la politique de change et les politiques financières qui seraient nécessaires à la mise en place d'un cadre macroéconomique favorable à l'emploi décent, avant de conclure.

Ce qu'il convient de retenir, c'est qu'il faut revoir en profondeur l'environnement macroéconomique et les réformes financières pour promouvoir la formation de capital, réduire l'hétérogénéité structurelle, celle de la main-d'œuvre comme celle des entrepreneurs, et favoriser une création suffisamment forte d'emplois de meilleure qualité.

---

<sup>2</sup> Voir Ffrench-Davis (2005) pour un examen de la teneur et de l'impact des réformes et politiques macroéconomiques, commerciales et financières mises en œuvre en Amérique latine dans le cadre du Consensus de Washington.

## I. LES REFORMES MACROECONOMIQUES DEPUIS LES ANNEES 1990

### 1. Succès et échecs du point de vue de la stabilité et de la croissance

Au cours des décennies qui ont précédé les réformes du Consensus de Washington, beaucoup de pays d'Amérique latine ont connu de fortes poussées inflationnistes, souvent du fait de déficits budgétaires colossaux, financés par des émissions monétaires des banques centrales, ce qui tendait à créer des excédents considérables de la demande globale par rapport aux capacités de production. Sont venus s'ajouter à cela des chocs extérieurs dus à des fluctuations des termes de l'échange, qui ont donné lieu à de fréquentes variations dans la disponibilité de devises.

Les causes de cette instabilité macroéconomique étant établies, les réformes des années 1990 ont fait une priorité de la lutte contre l'inflation et de la discipline budgétaire. Dans ce cadre, les efforts ont notamment visé à isoler la gestion monétaire de pressions croissantes et à l'axer avant tout sur la lutte contre l'inflation. Cette logique a souvent amené les banques centrales à découpler la politique monétaire des autres volets de la politique macroéconomique et à axer leur action sur le contrôle de l'inflation, sans tenir compte des interactions avec d'autres objectifs essentiels pour le développement.

Vers le milieu des années 1990, l'inflation était sous contrôle, succès associé à une amélioration considérable du solde budgétaire. En effet, pendant les cinq années qui ont précédé la propagation de la crise asiatique (de 1998), le déficit public a atteint en moyenne 1,5 pour cent du PIB seulement, taux bien plus favorable que les 3,9 pour cent enregistrés dans les années 1980. De même, la pratique consistant à financer le déficit public par l'expansion monétaire a pratiquement disparu.

Les résultats enregistrés pendant la période d'expansion qui a débuté courant 2003 sont remarquables. L'essor significatif des recettes de l'Etat s'est traduit par un accroissement des dépenses sociales – dans une mesure compatible avec une amélioration notable de l'équilibre budgétaire – et par un recul de la dette publique en pourcentage du PIB. Grâce à ces progrès, aux effets anticycliques favorables, plusieurs pays d'Amérique latine disposaient de fonds publics directement utilisables ou avaient créé les conditions d'un bon accès au crédit. En 2008 et 2009, des politiques anticycliques ont donc pu être

lancées pour atténuer les effets récessifs et régressifs de la crise financière qui avait gagné la région (voir CEPALC, 2010a, chap. II).

Il ne fait pas de doute que les pays d'Amérique latine ont satisfait pour la plupart aux critères d'équilibre macroéconomique associés au Consensus de Washington. Ils ont enregistré cependant des résultats très médiocres en termes de niveau et de stabilité de la croissance économique et de justice sociale, malgré la reprise significative de l'activité observée sur la période 2004-2008, si l'on fait abstraction du recul de 2009. En effet, comme il ressort du tableau 1, la croissance annuelle a atteint à peine 3,2 pour cent en moyenne entre 1990 et 2008; pour observer sa dynamique, nous avons subdivisé la période en deux tranches, dont la première (1990-1997) se clôt par l'arrivée de la crise asiatique et la seconde (1998-2008) par celle de la crise mondiale. Les taux de croissance sont similaires dans ces deux tranches<sup>3</sup>. Le tableau 1 montre en outre l'évolution du PIB par membre de la population active<sup>4</sup>. Compte tenu de l'augmentation de la population active pendant les deux décennies à l'examen (gain de 2,6 pour cent par an), la croissance annuelle du PIB par travailleur atteint 0,6 pour cent à peine.

Tableau 1

La médiocrité de la croissance explique que le PIB par habitant des pays du G7 soit quatre fois supérieur à celui des pays d'Amérique latine<sup>5</sup>. De même, des inégalités sociales profondes demeurent. En effet, le ratio entre le quintile de revenu le plus élevé et le plus faible (Q5/Q1) est deux fois plus important dans les pays d'Amérique latine que dans les pays du G7 (17 contre 8). Cela signifie que la région reste très inégalitaire par rapport au reste du monde (Banque mondiale, 2005), caractéristique étroitement liée aux structures de production. En effet, l'hétérogénéité structurelle importante des entreprises

---

<sup>3</sup> Ce résultat médiocre est généralement mis sur le compte du délai habituel avant qu'une réforme commence à produire ses effets, délai bien compréhensible qui n'explique cependant pas pourquoi les résultats de la seconde décennie sont similaires à ceux de la première. En outre, vingt ans se sont déjà écoulés, et cette attente prolongée implique un coût élevé de gestation des effets escomptés.

<sup>4</sup> C'est généralement le PIB par actif occupé qui est utilisé. Nous avons choisi de faire apparaître le PIB par actif, parce qu'une économie équitable devrait assurer l'accès de tous les demandeurs d'emploi à un poste de travail et, en cas d'échec, celui de tous les chômeurs à une allocation. Le chômage autre que frictionnel constitue une perte de productivité potentielle.

<sup>5</sup> Ces chiffres sont ajustés compte tenu du pouvoir d'achat distinct d'un dollar des Etats-Unis sur chaque marché (ppa). En dollars des Etats-Unis courants, la différence entre le revenu moyen des pays d'Amérique latine et celui des pays du G7 est très supérieure à la différence en ppa.

(selon la taille) et de la main-d'œuvre (selon le niveau de qualifications) se traduit par des inégalités entretenues par le fonctionnement de ces marchés<sup>6</sup>. Pour une croissance soutenue, il faut améliorer la productivité des catégories à faible revenu et, par là même, l'employabilité des plus pauvres et des revenus intermédiaires. Dans la situation actuelle, il existe, en Amérique latine, des possibilités de mener des politiques complémentaires favorisant à la fois la croissance et la réduction des inégalités sur le marché du travail (voir Bourguignon et Walton, 2007; French-Davis, 2010a, chap. VII).

Un exemple fort: la formation des travailleurs et des petits entrepreneurs, qui est essentielle à l'amélioration de l'employabilité, la répartition des productivités et la contribution de l'une et de l'autre à une croissance équitable. Les programmes de formation actuels sont généralement limités, et leur répartition tend à creuser encore les inégalités, car il est plus facile de renforcer la capacité des éléments déjà bien formés que celle des travailleurs non qualifiés<sup>7</sup>. Par conséquent, il est indispensable de renforcer l'action publique en faveur de la formation, de donner une place stratégique à ce volet dans les programmes de l'Etat et de redéfinir les priorités en la matière. Cet objectif se prête tout particulièrement à la coopération public-privé. En outre, il faut associer les syndicats, les organisations d'employeurs et les regroupements régionaux, mais aussi les ONG, à la stratégie nationale visant à remédier aux lacunes en matière d'éducation et promouvoir l'adaptation permanente des capacités compte tenu de l'évolution des modes de production.

## *2. Précarité de l'emploi et stagnation du revenu*

La situation de l'emploi dépend de la demande des employeurs, mais aussi de l'offre des individus à la recherche d'un travail. Il convient de souligner à cet égard que l'accroissement démographique a atteint 1,6 pour cent par an, alors que l'essor de la

---

<sup>6</sup> On trouvera dans Infante (2011) une analyse et des informations empiriques sur l'hétérogénéité structurelle profonde des économies d'Amérique latine d'aujourd'hui et sur les conséquences de cette situation en termes de répartition.

<sup>7</sup> Ainsi, les données sur la formation des jeunes montrent que les programmes touchent davantage les jeunes «intégrés» que les jeunes «exclus», et que leur efficacité est moindre pour cette seconde catégorie (voir Rodríguez, 2011). De même, des informations relatives au Chili révèlent que, dans les années 2000, 80 pour cent des subventions publiques destinées à la formation ont été absorbées par les grandes entreprises (cité dans French-Davis, 2010a, pp. 197-198).

population active a été de 2,6 pour cent, sur la période 1990-2008. Cela signifie que le taux de dépendance s'est amélioré, le ratio entre inactifs et actifs se réduisant de façon notable, de même que le nombre de personnes par ménage. Cette évolution découle d'une transition démographique rapide, doublée d'un accroissement progressif du taux d'activité des femmes. La conjonction de ces deux phénomènes se traduit par une «prime» démographique favorable aux ménages. En revanche, elle accroît la pression sur le marché du travail, du fait même de cette augmentation annuelle de 2,6 pour cent des personnes souhaitant travailler; taux qui est toutefois descendu à 2 pour cent entre 2004 et 2008.

L'accroissement du taux d'activité des femmes transparaît dans l'augmentation lente, mais constante, du taux d'activité, qui passe de 57 pour cent en 1990 à 60 pour cent vers 2010. Cette évolution marque le pas pour l'ensemble de la région en période de récession et lorsque le chômage augmente, comme le montre le tableau 2.

Tableau 2

Actuellement, le salaire réel moyen est légèrement supérieur au niveau enregistré avant l'éclatement de la crise de la dette, au début des années 1980, ce qui signifie une absence de véritable progrès de cet indicateur pour les trois dernières décennies. L'effet de cet échec social a certainement été atténué pour les ménages par l'amélioration du ratio entre inactifs et actifs. Des chiffres de la Commission économique pour l'Amérique latine et les Caraïbes (CEPALC) montrent que, en 2007, le salaire réel moyen dépassait de 12 pour cent à peine le niveau, médiocre pourtant, de 1990 (voir Weller, 2009, pp. 16-19). Ce chiffre suppose une croissance annuelle comparable à la faible augmentation du PIB par membre de la population active, soit 0,6 pour cent par an entre 1990 et 2008 (voir tableau 1). On relève cependant un essor relatif des revenus salariaux et de l'emploi entre 2004 et 2010, expansion qui compense les reculs enregistrés les années précédentes (voir la colonne 1998-2003 du tableau 2). Le BIT fait aussi état d'une augmentation significative des salaires minima réels entre 2008 et 2010.

Bien sûr, les salaires reflètent uniquement la situation de l'emploi formel. Ce détail mérite d'être souligné si l'on considère que la précarité de l'emploi dans la région a

contraint beaucoup de travailleurs à se tourner vers l'économie informelle pendant les périodes de récession. Entre 1990 et 2005, le taux des actifs travaillant pour le secteur informel serait ainsi passé de 57 à 63 pour cent pour l'emploi non agricole (voir Tokman, 2009, tableau 2). Selon les enquêtes de la CEPALC utilisées par cet auteur, la précarité ne touche pas uniquement les actifs du secteur informel, mais aussi un certain nombre de salariés précaires employés par des entreprises du secteur formel. Les mêmes sources, qui se fondent sur des enquêtes auprès des ménages, montrent que, dans 12 des 16 pays à l'examen, la part des emplois peu productifs a augmenté entre 1990 et 2002 (voir CEPALC, 2009). Par conséquent, la précarité au travail est plus répandue que ce que tend à montrer le niveau des salaires moyens enregistrés sur les marchés formels.

Cependant, la reprise importante de l'emploi et des salaires relevée entre 2003 et 2008 a impliqué une réduction des inégalités et un développement du secteur formel. Pendant cet intervalle, le chômage recule beaucoup (son taux moyen pour la région passe ainsi de 11 à 7 pour cent entre 2002 et 2008) et les salaires, minima notamment, connaissent une progression relative (voir CEPALC, 2011, et tableau 2). En ce qui concerne la part de l'emploi formel, on relève, après les reculs enregistrés jusqu'à 2003, une augmentation du taux des actifs jouissant d'une protection sociale, surtout chez les salariés de microentreprises et chez les travailleurs indépendants (voir Weller, 2011). Malgré ces progrès dans certains domaines, la répartition du revenu est toujours très inéquitable en 2008 (voir CEPALC, 2010b), avant l'arrivée de la crise mondiale, et de ses effets récessifs et régressifs.

La pauvreté et la précarité de l'emploi se sont accentuées avec la crise mondiale, 2009 étant marqué par un arrêt brutal de l'expansion et un recul de la production et de l'investissement. Cette année-là, le chômage augmente de 8,1 pour cent et la pauvreté, qui avait reculé régulièrement entre 2002 et 2008, passant de 44 à 33 pour cent de la population, revient à une progression modérée en 2009. Lors du choc récessif précédent en 1999-2002, les choses s'étaient déroulées de façon relativement similaire, ce qui confirme l'impact régressif des récessions.

De son côté, le secteur informel, loin de céder le pas face à l'emploi formel, gagne du terrain. Entre 2007 et 2009-2011, la part des indépendants – indépendants «involontaires» pour la plupart – augmente. Une enquête du BIT portant sur cinq pays

(Colombie, Equateur, Mexique, Panama et Pérou) montre que les emplois formels ont diminué et que la part des indépendants du secteur informel dans la population active a augmenté de près de 3 pour cent<sup>8</sup>. En outre, on peut supposer que les récessions tendent non seulement à accroître le chômage déclaré et l'emploi informel, mais aussi à décourager la participation à la population active. Cet élément peut lui aussi conduire à une sous-estimation des déficits en termes de nombre et de qualité des emplois. Pour le Chili, des chiffres sur les récessions enregistrées depuis les années 1980 font apparaître une telle augmentation dans des proportions moindres cependant, lorsque la période de récession est brève comme en 2009. En effet, le recul du taux d'activité a atteint 2,2 pour cent en moyenne en 2001-2003 (récession prolongée) contre 0,6 pour cent en 2009<sup>9</sup>.

## II. LA MONDIALISATION DE LA VOLATILITE FINANCIERE, PRINCIPALE SOURCE DE L'INSTABILITE DE L'ECONOMIE REELLE

La faiblesse de la croissance est étroitement associée à l'instabilité de variables déterminantes de la sphère réelle de l'économie: la demande globale à laquelle les producteurs de biens et de services (PIB) doivent répondre; les prix macroéconomiques que sont les taux de change et d'intérêt; la disponibilité et le coût du crédit. Ces variables interviennent largement dans les équilibres – et déséquilibres – macroéconomiques affectant les travailleurs et les entreprises. En effet, l'économie réelle, qui génère le PIB, s'adapte aux variations de la demande. Une diminution importante de la demande peut se traduire par un allègement de la pression inflationniste, mais elle suppose aussi, dans tous les cas, un ajustement à la baisse de la production et de l'emploi. Il ne fait pas de doute que les succès manifestes en matière de contrôle de l'inflation et d'amélioration de la

---

<sup>8</sup> En effet, la part des indépendants est passée de 22 à 24,7 pour cent de 2007 à 2010, selon les données du BIT (2010, tableau 2, p. 47) issues du système d'information sur la situation du travail dans la région (Quipustat). Les chiffres cités correspondent à la moyenne pondérée des cinq pays à l'examen. L'évolution de l'Equateur se distingue de celle des quatre autres pays du fait de l'action énergique menée pour faire reculer un secteur informel très développé, notamment en ce qui concerne l'application de la législation du travail et du droit fiscal. Cette source montre que la part des emplois formels occupés au sein d'entreprises du secteur formel en Equateur est passée de 35 à 45 pour cent des actifs occupés entre 2007 et 2010.

<sup>9</sup> Ces calculs sont effectués sur la base de chiffres de l'Institut national de statistique (INE) qui font apparaître une tendance à l'accroissement du taux d'activité, notamment par la participation accrue des femmes.

discipline budgétaire n'ont pas suffi à eux seuls à assurer la stabilité de l'économie réelle (voir Ffrench-Davis, 2005, chap. I et II; Ocampo, 2011).

La figure 1 présente l'évolution de la demande globale. Elle montre effectivement que cette variable macroéconomique, tout à fait déterminante pour le niveau de la production de biens et de services et, par conséquent, pour l'emploi, évolue en montagnes russes. Quel entrepreneur se sentira à l'aise face à des perspectives en montagnes russes?

Figure 1

On observe que les variations de la demande sont rapidement suivies par des fluctuations du PIB effectif. Lorsque la demande s'accroît, l'augmentation du PIB est possible uniquement si l'économie opérait auparavant au-dessous de sa capacité de production ou PIB potentiel (voir Ffrench-Davis, 2010b). Compte tenu de l'asymétrie naturelle des fluctuations autour du PIB potentiel – les écarts vers le bas pouvant être très marqués, alors qu'il n'est pas viable de dépasser de beaucoup la capacité maximale –, et de l'alternance récurrente de coups de frein et de coups d'accélérateur, une demande instable implique nécessairement une utilisation nette moyenne inférieure à la capacité de production et une productivité effective moins importante que ce qu'elle serait si la production était stabilisée à proximité de la frontière des possibilités de production (CEPALC, 2010a, chap. II).

Le tracé de la figure 1 permet donc de conclure que, souvent, la région s'est retrouvée très nettement au-dessous de la frontière des possibilités de production et qu'elle a connu des fluctuations marquées tendant à la rapprocher ou à l'éloigner du PIB potentiel sans jamais lui permettre de s'y fixer, comme l'exigerait une économie réelle en équilibre. Se trouver fréquemment au-dessous de ce potentiel suppose nécessairement une sous-exploitation du capital et de la main-d'œuvre et un défaut de recettes publiques. Comme nous le verrons dans la troisième partie, une telle situation décourage en outre l'investissement productif et, compte tenu de l'hétérogénéité structurelle marquée entre les différents agents producteurs du PIB, elle se solde généralement par une détérioration de la qualité de l'emploi.

Il faut se demander maintenant quelle est l'origine de ces fluctuations de la demande globale, causes de l'instabilité de la production et de la précarité de l'emploi.

Le facteur principal de ces fluctuations macroéconomiques – fluctuations qui ont créé un écart entre capacité de production disponible et capacité de production utilisée pendant une grande partie de la période 1990-2009 –, ce sont les variations cycliques des flux de capitaux à destination et en provenance de l'étranger. Ce sont elles, en effet, qui ont déclenché généralement les périodes d'expansion (1990, 1996 et 2000) comme de récession (1995, 1998 et 2009). Il faut ajouter à cela l'effet notable des variations des termes de l'échange, qui ont connu une amélioration significative à partir de 2003, une détérioration brutale en 2009 et une reprise par la suite. Les effets des stabilisateurs des fluctuations transitoires, à la hausse ou à la baisse, de ces deux variables ont généralement été accentués par les politiques intérieures procycliques. La figure 2 présente un indicateur des chocs extérieurs, qui exprime la variation annuelle des financements issus des sources suivantes: i) les mouvements de capitaux depuis et vers l'étranger; ii) les transferts provenant des revenus du capital; iii) les envois de fonds des travailleurs migrants; iv) la variation des termes de l'échange, tous ces éléments étant exprimés en pourcentage du PIB. Ces quatre variables – qui ont certes des répercussions distinctes (certaines sont des prêts donnant lieu à des amortissements et des intérêts et d'autres des transferts de fonds ne devant pas être retournés) – affectent le pouvoir d'achat de l'économie nationale. En effet, une variation favorable permet d'augmenter directement les dépenses intérieures. Indirectement, des effets multiplicateurs sont possibles par l'intermédiaire des politiques macroéconomiques nationales.

La figure 2 fait apparaître la forte corrélation entre cet indicateur des chocs extérieurs et l'évolution de la demande intérieure. Comme indiqué précédemment, ce sont ces chocs qui ont déclenché généralement les périodes d'expansion ou, au contraire, de recul de la demande, enregistrées entre 1990 et 2010 dans la plupart des pays d'Amérique latine, remplaçant ainsi les chocs intérieurs, principaux détonateurs des cycles au cours des décennies précédentes. La figure 2 fait apparaître un effet multiplicateur, procyclique, en montrant que les périodes d'expansion faisant suite à des chocs extérieurs favorables sont suivies par des augmentations encore plus marquées de

la demande intérieure, et inversement pour les ajustements récessifs (voir Kaminsky, Reinhart et Vegh, 2004; Ocampo, 2007).

## Figure 2

Comme les processus d'ajustement expansionnistes de 1990, 1996 et 2004 ont débuté en période de récession, le redémarrage s'est traduit par un mouvement vers l'équilibre, notamment en ce qui concerne l'emploi, la production, les importations, les recettes fiscales, le taux de change et les indices boursiers. Mais, en chacune de ces trois occasions, le mouvement de balancier est allé trop loin, et les excès dans l'appréciation des changes et les déficits extérieurs ont ouvert la voie à un retour de la récession (voir Ffrench-Davis, 2005, chap. VI, et 2010b).

Compte tenu de la composition variée du compte des mouvements de capitaux, dans une époque marquée par la mondialisation financière, il est indispensable de faire la part entre le comportement des différents segments impliqués. Les investissements étrangers directs, dans des activités nouvelles, créateurs de capacités de production supplémentaires, et les crédits à long terme associés aux importations de biens d'équipement montrent une stabilité relative au cours du cycle, et ils sont indissociablement liés à l'investissement productif (formation brute de capital fixe). Par conséquent, ils impliquent la création d'emplois plus nombreux. Par contre, les flux financiers et boursiers ont montré une grande volatilité procyclique et, du fait même de ce caractère fluctuant, ils ont peu contribué à la formation brute de capital fixe (voir Uthoff et Titelman, 1998), deux facteurs défavorables. La situation est relativement similaire pour les entrées de capitaux provenant de l'acquisition d'entreprises nationales par des étrangers – apports également comptabilisés en tant qu'investissements étrangers directs –, qui tendent à migrer à l'étranger en cas de récession. Dans les faits, les flux financiers à destination ou en provenance de la région ont généralement eu pour effet de déstabiliser le cadre macroéconomique plutôt que de le stabiliser.

En période d'expansion, par conséquent, les économies émergentes pénètrent dans une «zone de vulnérabilité», les variables macroéconomiques s'écartant de leur niveau «d'équilibre» à moyen terme, qu'il s'agisse du taux de change réel, des

engagements extérieurs et de la part en liquidités, des asymétries de devises, du déficit du compte courant avec l'extérieur, des indices boursiers ou du prix des biens immobiliers. Cette situation montre bien qu'il est impératif de mener une politique anticyclique efficace, capable de canaliser les mouvements de capitaux vers l'investissement productif et d'empêcher qu'ils nuisent à l'équilibre à long terme de l'environnement macroéconomique. La composition des flux financiers, leur niveau et leurs écarts par rapport à la tendance sont des variables cruciales. La nécessité des régulations anticycliques pour la justice sociale et l'emploi découle de l'hétérogénéité de la capacité d'action et de réaction des agents opérant sur les divers marchés, comme nous le verrons dans la troisième partie.

Les mouvements de capitaux ont aussi constitué une source d'instabilité pour le taux de change réel, l'une des variables qui influe le plus sur le choix des agents économiques entre production et consommation, ainsi que sur la composition de chacun de ces éléments, notamment la répartition entre biens échangeables et non échangeables. La figure 3 fait apparaître une corrélation forte entre le taux de change réel moyen de la région et les flux nets de capitaux vers la région entre 1987 et 2009, montrant que le taux de change réel connaît une évolution extrêmement procyclique, étroitement liée à celle des mouvements de capitaux. En effet, l'essor marqué des entrées de capitaux a entraîné généralement de fortes appréciations du taux de change, appréciations qui ont eu pour effet de déséquilibrer, à plusieurs reprises, le compte courant par un mouvement de balancier excessif. Parallèlement, les périodes de crise se sont traduites par de fortes dépréciations du taux de change. Ce phénomène introduit une inefficience aiguë dans les effets du taux de change réel sur la qualité des exportations et la production des PME destinée au marché intérieur.

Figure 3

En résumé, les fluctuations et la composition de la demande globale, ainsi que le taux de change ont été déterminées de façon excessive par le compte de capital et les flux financiers qu'il enregistre. La transmission aux économies nationales du caractère procyclique de cet élément a nui au développement productif, à la création de possibilités d'emploi et à la stabilité de l'emploi.

### III. L'INSTABILITE RECESSIVE, SOURCE DE REGRESSION ET DE DEPRESSION<sup>10</sup>

La situation de l'emploi, notamment dans les économies caractérisées par des dépenses sociales réduites – situation habituelle dans la région, où la charge fiscale est faible –, est la variable qui influe le plus sur la répartition des revenus.

L'instabilité de la demande intérieure et du taux de change a des effets statiques et dynamiques sur l'emploi. Parmi les effets statiques, il faut citer le taux d'utilisation des capacités de production (travail et capital). Nous avons vu plus haut que les fluctuations de ce taux ont entraîné à plusieurs reprises un écart marqué entre la capacité de production ou PIB potentiel et le PIB observé, ainsi qu'entre le plein emploi et l'emploi effectif. Ces écarts et la volatilité de variables telles que le taux de change réel ont eu des effets dynamiques très importants sur divers éléments: i) le taux d'investissement et son effet sur la tendance de la croissance économique future; ii) le niveau de la valeur ajoutée générée par les exportations et ses effets sur le reste de la production intérieure; iii) le développement des petites et moyennes entreprises dont la production subit la concurrence des importations; iv) le caractère plus ou moins formel et précaire du marché du travail.

#### *1. Pourquoi l'instabilité de l'économie réelle aggrave-t-elle les inégalités?*

Le lien entre l'instabilité de l'économie réelle et les inégalités découle du caractère profondément hétérogène des économies en développement. Ce trait se manifeste notamment par des différences dans la capacité d'action et de réaction des agents opérant sur divers marchés. Ainsi, l'écart est important entre les grands entrepreneurs et les petits, les travailleurs très qualifiés et les travailleurs peu qualifiés, les investisseurs privilégiant l'investissement productif et ceux qui s'intéressent aux produits financiers ou acquièrent des actifs déjà existants et, enfin, entre les investisseurs productifs et les consommateurs. On peut opposer aussi la forte mobilité des capitaux financiers et de la main-d'œuvre très qualifiée au plan national et international et la faible mobilité des capitaux matériels et de la main-d'œuvre moins qualifiée. Les asymétries découlant de cette hétérogénéité se

---

<sup>10</sup> La question fait l'objet d'une analyse complémentaire dans Ffrench-Davis (2010b, section V).

creusent encore avec l'instabilité de l'activité économique et des prix «macroéconomiques». Ainsi, lors des différentes périodes de forte augmentation des flux financiers, une partie considérable des capitaux en question est consommée. En effet, la consommation redémarre toujours plus rapidement que l'investissement productif. Si cette reprise est assortie, comme cela a souvent été le cas, d'une appréciation du taux de change, la distorsion en faveur de l'importation de biens de consommation s'accroît.

Après la période d'expansion, il reste des engagements sans capacité de paiement correspondante. Le changement de perspectives des investisseurs, l'inversion des flux et les dévaluations brutales, habituelles dans ce cas, conduisent à un ajustement récessif. La demande intérieure chute, entraînant à sa suite la production, l'emploi et les recettes fiscales. La situation est aggravée par la faible institutionnalisation de la protection sociale, qui limite les transferts de revenu pouvant financer, en cas de crise, la réinsertion des travailleurs, leur formation ou la compensation du manque à gagner, transferts qui ont des effets anticycliques et tendent à atténuer les inégalités (voir BIT/CEPALC, 2011).

Il est utile de considérer séparément la production destinée aux marchés extérieurs et le reste du PIB, c'est-à-dire la production absorbée par les marchés intérieurs. Ainsi, pour les périodes 1990-1997 et 1998-2003, 90 pour cent de l'ajustement de la croissance du PIB de l'Amérique latine (diminution moyenne du taux de croissance de 1,9 point par an) concerne la production destinée au marché intérieur (voir French-Davis, 2005, chap. IV). Ce chiffre montre que l'instabilité effective a plus touché les marchés nationaux, qui dépendent des variables macroéconomiques locales. Or ce sont ces marchés qui occupent les PME et le secteur informel, alors qu'ils ne représentent qu'une part infime des exportations.

En résumé, l'instabilité réelle est asymétrique et suppose inévitablement une sous-utilisation de la capacité de production potentielle, une production effective inférieure et un nombre d'emplois moindre que ce qui serait le cas si l'économie réelle était plus stable. En effet, un taux d'utilisation du capital plus élevé se traduit généralement par un niveau moyen de l'emploi supérieur et une plus forte occupation de la main-d'œuvre en relation avec un stock plus important de capital productif utilisé. En conséquence, l'augmentation de la productivité observée montre que l'intérêt des travailleurs et des investisseurs (salaires et rémunération du capital) est mieux servi lorsque les capacités

sont davantage utilisées. Cet effet a été très net lors de la reprise progressive enregistrée entre 2004 et 2008.

## 2. *Instabilité réelle, investissement productif et emploi*

Le dynamisme du PIB et de l'emploi dépend dans une mesure prépondérante du taux d'investissement, c'est-à-dire des ajouts au stock de capital productif, qu'ils soient effectués par des nationaux ou des étrangers implantés sur le territoire national, mesurés en pourcentage du PIB. L'investissement (ou formation de capital) crée de nouveaux emplois au moment de sa concrétisation. Il contribue aussi par la suite à la création de postes permanents du fait de l'accroissement de l'activité de production de biens et services qu'il permet. Dans les économies où les salaires sont encore bas, plus le taux d'investissement sera élevé, plus sera forte la probabilité de voir monter le niveau et la qualité de l'emploi.

Les dépenses en équipements et en machines, en constructions (bâtiments commerciaux et logements) et en infrastructures – soit l'investissement en capital fixe – ont été d'une faiblesse notoire pendant la plus grande partie du règne du Consensus de Washington (voir tableau 3). En effet, le taux d'investissement était plus proche pendant cette période du niveau limité enregistré pendant la décennie perdue des années 1980 que du taux des années 1970, époque où la croissance moyenne du PIB de l'Amérique latine a atteint 5,6 pour cent par an. Le rapport entre le *stock* de capital et la population active est étroitement corrélé au niveau du PIB par habitant, à la moyenne des salaires et fort probablement à leur répartition (voir French-Davis, 2005, chap. II).

### Tableau 3

Il existe un lien entre la faiblesse du taux d'investissement et l'instabilité de la demande intérieure. Plus l'instabilité est forte, plus l'écart de production se creuse, ce qui tend à déprimer l'investissement productif et débouche généralement sur un marché du travail affaibli, plus largement informel (voir Weller, 2009).

En effet, un taux d'utilisation de la capacité de production potentielle supérieur et l'augmentation correspondante de la productivité effective moyenne tendent à stimuler

les investissements productifs. Cet effet dynamique sera plus important si les acteurs économiques sont convaincus que les politiques publiques maintiendront la demande effective à un niveau proche de la frontière des possibilités de production, et il sera encore plus fort si les autorités lancent parallèlement des réformes visant à compléter les marchés des capitaux à long terme<sup>11</sup>, à améliorer la formation de la population active et à promouvoir l'innovation et le développement de la production<sup>12</sup>.

L'expérience montre que les reprises économiques prolongées, qui vont croissant, se traduisent par un taux d'investissement supérieur. Les deux exemples suivants – mais le bon sens aussi – permettent d'expliquer pourquoi ce résultat est prévisible. Entre 1990 et 1998, le Chili, dont l'économie se situe pourtant à la frontière de la capacité de production depuis près de dix ans, parvient à relever son taux d'investissement de 5 points de PIB pour la tranche 1990-1995, puis de 9 points pour la tranche 1996-1998 par rapport à la moyenne de la période 1974-1989 (Ffrench-Davis, 2010a, p. 233). De même, l'Amérique latine enregistre sur la période 2005-2008 son taux d'investissement le plus élevé depuis les années 1970, supérieur de 3 points de PIB au taux moyen de la période 2000-2004; la région connaît à l'époque une reprise vigoureuse et soutenue associée à une augmentation marquée du taux d'utilisation des capacités (Ffrench-Davis, 2010b, figure 1).

On peut expliquer cet effet comme suit: dans les économies qui se rapprochent de la pleine utilisation des capacités, la productivité effective augmente, de même que les bénéfices et la trésorerie des entreprises, et les perspectives s'améliorent. Les investisseurs potentiels réagissent favorablement, mais la maturation de ces nouveaux investissements se fait après un certain délai, car il faut plus de temps pour concrétiser un investissement productif que pour acheter une pomme ou une voiture.

Après les années 1970 malheureusement, la région n'est pas parvenue à maintenir durablement les processus de production à un niveau proche du PIB potentiel. Généralement, en effet, les pays ont enregistré des taux élevés de sous-utilisation, conséquence de l'instabilité des variables macroéconomiques réelles due à la volatilité

---

<sup>11</sup> Voir quatrième partie du présent article.

<sup>12</sup> Ainsi, les politiques pour le développement de la production reposant sur des clusters peuvent être très utiles.

des mouvements de capitaux et des politiques macroéconomiques procycliques, ce qui a empêché la formation brute de capital fixe de parvenir à un régime «normal».

Plusieurs pays d'Asie ont enregistré des taux d'investissement bien supérieurs à ceux de la région. C'est le cas notamment de la République de Corée, où l'investissement a représenté un tiers du PIB environ (contre moins d'un cinquième du PIB en Amérique latine), et ce avec une croissance du PIB située entre 7 et 8 pour cent pendant trente ans et un plein emploi effectif. Ce résultat médiocre de la région ne découle pas uniquement des politiques de développement de la production (pourtant indispensables), mais aussi de l'échec des politiques macroéconomiques déjà mentionnés et de la logique, *financiariste* plutôt que *productiviste*, des réformes du marché des capitaux préconisées par le Consensus de Washington.

### 3. Flux financiers, instabilité des taux de change et emploi

Les taux de change réels de la région ont enregistré une grande instabilité et des fluctuations cycliques marquées. Ces mouvements ont eu un effet défavorable sur la tendance des exportations, la diversification de leur composition et le degré d'intégration des efforts à l'exportation aux économies nationales (voir Agosin, 2007; Rodrik, 2008; Williamson, 2000).

Bien évidemment, des taux à ce point fluctuants ne reflètent pas des variations aussi fortes de l'«équilibre de long terme». Les niveaux du taux de change ne sont tenables que s'ils correspondent à l'évolution des productivités relatives des différents pays d'Amérique latine et de leurs partenaires commerciaux. Les variables «structurelles» telles que les productivités relatives connaissent généralement des variations graduelles plutôt que brutales. Dans le cas des pays d'Amérique latine, il s'agit de la productivité dans les exportations (non traditionnelles notamment), et les biens pouvant se substituer aux importations ou entrer en concurrence avec elles (en particulier les productions des PME). Par conséquent, l'emploi dans ces secteurs est menacé en cas d'appréciation excessive du taux de change due à un apport transitoire d'actifs financiers ou d'augmentation transitoire du prix des exportations de produits primaires. Parfois cependant, les situations «transitoires» perdurent plusieurs années, et aggravent le déséquilibre dans l'affectation des ressources qui découle d'une appréciation excessive

des taux de change. De telles distorsions se corrigent brusquement en général, ce qui se traduit par des dévaluations massives et un effondrement de la demande intérieure, c'est-à-dire par des destructions d'emplois et des PME en difficulté (voir Frenkel et Ros, 2006).

Une évolution à ce point cyclique du taux de change réel de beaucoup de pays a eu un effet de distorsion sur les décisions en matière d'investissement productif. Il est vrai que, durant les périodes d'expansion avec l'appréciation du taux de change le faible coût de la monnaie étrangère permet d'importer des équipements et des machines à moindre coût. Cependant, ces flux, de par leur nature – ils tendent, nous l'avons vu, à alimenter l'investissement spéculatif plutôt que l'investissement productif –, engendrent souvent des excès dans la construction somptuaire et créent des emplois dans le secteur de la commercialisation d'importations qui ne perdureront pas une fois corrigé un déficit extérieur qui explose. Parallèlement, ils inhibent artificiellement la production des biens échangeables en situation de concurrence avec les importations (et dont beaucoup sont produits par des PME, comme indiqué plus haut). En outre, ils découragent la diversification en direction de productions non traditionnelles à forte valeur ajoutée, de même que la valorisation des exportations traditionnelles, ce qui nuit à l'emploi durable et de qualité. La diversification et la valeur ajoutée sont indispensables si l'on veut que les exportations jouent un rôle de locomotive pour le développement national. De même, le dynamisme des PME est essentiel à une croissance juste.

Renoncer à réguler le taux de change, car c'est bien cela qui se produit si on le laisse fluctuer librement en dehors de toute intervention de l'autorité économique, est en profonde contradiction avec une stratégie de développement axée sur les exportations et visant à créer une «compétitivité systématique» de l'ensemble de l'économie. A ce titre, il faut signaler comme des avancées les interventions menées dernièrement dans plusieurs pays d'Amérique latine face à des appréciations monétaires excessives, notamment au Brésil et au Pérou<sup>13</sup>. Ce qu'il faudrait cependant, c'est intervenir de façon systématique et opportune pour éviter des déséquilibres trop forts du taux de change et prémunir ainsi les secteurs des biens échangeables d'une trop forte incertitude sur le taux de change.

---

<sup>13</sup> Voir Carvalho et Pires de Souza (2010) pour le Brésil et Dancourt et Jiménez (2010) pour le Pérou.

Les cycles marqués que l'activité économique a enregistrés du fait de l'instabilité de la demande globale et du taux de change ont bien évidemment une influence sur le niveau de l'emploi, l'importance du secteur formel, la nature des contrats de travail et l'évolution des salaires. Compte tenu de l'hétérogénéité structurelle qui caractérise les marchés de la région, l'instabilité des variables macroéconomiques réelles a un impact très défavorable sur la répartition des revenus et la qualité des emplois.

#### IV. INGREDIENTS D'UNE POLITIQUE MACROECONOMIQUE AXEE SUR L'EMPLOI DECENT

Puisqu'il est établi que les flux financiers et leur volatilité sont associés étroitement à des effets défavorables sur l'emploi, il faut se demander comment remédier aux échecs des politiques macroéconomiques dont il a été question plus haut en empêchant tout effet néfaste sur l'emploi et la vigueur du développement.

L'épargne extérieure est nécessaire en tant que complément de l'épargne nationale pour financer une augmentation du taux d'investissement et l'accès à l'innovation. La politique du «tout ou rien» n'est pas envisageable, par conséquent, en ce qui concerne le compte des mouvements de capitaux. Les politiques macroéconomiques, tout comme les réformes du marché financier national, devraient donc avoir pour objectif prioritaire d'exploiter au mieux les apports potentiels de l'épargne extérieure dans la perspective du développement de la production nationale tout en atténuant l'intensité des cycles du compte des mouvements de capitaux et leurs effets néfastes sur les variables économiques et sociales nationales.

Il est essentiel de mettre en place un ensemble cohérent de mesures anticycliques, dont des politiques budgétaires et monétaires, des politiques de change, la régulation du marché financier national et, enfin, celle du compte de capital, dernier élément impératif. Des efforts devront être déployés en parallèle pour «compléter» les marchés des capitaux par des segments de financement à long terme dynamiques et ouverts aux secteurs traditionnellement exclus de l'accès au crédit. Il faudra veiller à la bonne coordination de ces politiques macroéconomiques, sans «autonomie ou indépendance» d'institutions telles que les banques centrales. Répartir l'ajustement entre les différentes politiques

adoptées produit généralement de meilleurs résultats macroéconomiques, les prix étant portés à un niveau d'équilibre durable et le PIB réel se rapprochant de son potentiel.

Nous avons examiné en d'autres lieux les différentes politiques macroéconomiques existantes (voir Ffrench-Davis, 2005, chap. I, et 2010b). Nous nous contenterons ici de traiter brièvement la question des mouvements de capitaux en évoquant leurs liens avec le marché national des capitaux et leur influence sur les marges de manœuvre en matière de politique de change.

Deux caractéristiques des économies de la région jouent un rôle à cet égard. Tout d'abord, il s'agit du caractère «incomplet» des marchés des capitaux, dont certains segments sont faibles ou inexistantes. Les effets de cet échec de la politique économique sur la répartition des revenus et l'allocation des ressources sont renforcés par la profonde hétérogénéité structurelle des différents agents économiques, aux dépens des PME, des travailleurs indépendants, de l'innovation et des agents au patrimoine limité.

Les réformes des marchés nationaux des capitaux mises en place dans le cadre du Consensus de Washington ont entraîné l'affaiblissement des banques de développement et du segment à long terme nécessaire au développement de la production (voir CEPALC, 2010a, chap. II). Elles ont donc produit un effet inverse à celui que recherchaient les instigateurs du Consensus de Monterrey (voir Nations Unies, 2007). Ce Consensus sur le financement du développement préconisait d'augmenter le niveau des ressources affectées au développement économique et social et de faire véritablement de cet apport un facteur de cohésion et un outil anticyclique par rapport au fonctionnement des marchés de capitaux internationaux et nationaux.

La réorganisation du système financier national doit viser à canaliser les ressources vers l'épargne et un investissement productif créateur d'emplois durables. Il faut pour cela des institutions adéquates, dont des banques de développement comprenant un segment à long terme dynamique, capable de jouer un rôle d'intermédiation dans l'acheminement de l'épargne vers le financement de l'investissement productif. Il faut aussi créer des instruments permettant aux agents les plus fragiles d'avoir accès au capital financier, en touchant les segments exclus ou peu représentés aujourd'hui (PME, entrepreneurs sans expérience ni patrimoine), et mettre en place une régulation prudentielle et anticyclique du marché intérieur. Dans les faits, les banques de

développement peuvent jouer un rôle anticyclique notable, comme l'illustre l'action menée par la Banque nationale de développement économique et social (BNDES), au Brésil, au moment de la propagation de la crise mondiale de 2008-09 (voir CEPALC, 2010a, chap. II, p. 84).

La réforme des marchés intérieurs dans la perspective du *financement du développement* devient très difficile lorsque le compte de capital n'est soumis à aucune régulation effective. L'ouverture financière extrême qui prévaut depuis les années 1990 a supposé le ralliement aux segments les plus spéculatifs des marchés financiers internationaux. Par conséquent, le segment le plus dynamique du marché national des capitaux a été un segment marqué par une activité financière intense et des flux de capitaux à court terme depuis et vers l'étranger, qui s'est caractérisé non seulement par une volatilité cyclique, mais aussi par des liens très ténus avec l'investissement productif.

La régulation anticyclique des entrées et sorties du compte de capital crée les conditions nécessaires à une réforme du système financier national, qui devra viser à canaliser les ressources vers l'épargne et l'investissement productif et, pour réduire les inégalités, à diminuer l'hétérogénéité structurelle qui caractérise les différents secteurs productifs et sociaux. Ce facteur est essentiel pour une augmentation du taux d'investissement et la création d'emplois de meilleure qualité.

La régulation anticyclique du compte de capital permet d'intervenir sur la source même des cycles d'expansion et de contraction. De telles interventions limiteraient les pressions à l'appréciation du taux de change en période d'expansion tout en permettant en parallèle l'adoption opportune de politiques monétaires visant à restreindre la demande intérieure. Ce qui est remarquable, c'est que l'application d'une telle régulation en période d'expansion crée la marge de manœuvre nécessaire à l'adoption de politiques monétaires et budgétaires expansionnistes en période de récession, rendant moins nécessaire le recours à des dépréciations massives.

Généralement, les politiques tendant à imposer des restrictions anticycliques bien conçues à l'entrée de capitaux à court terme ou de liquidités ont eu un effet favorable avéré sur le développement et l'emploi et permis l'adoption de politiques macroéconomiques anticycliques (voir Ocampo, 2011; Magud et Reinhart, 2006; Williamson, 2000). De telles interventions visent à créer un cadre macroéconomique plus

durable pendant les périodes d'expansion et à limiter les ajustements récessifs coûteux lors des effondrements par surchauffe depuis des positions de déséquilibre.

Plusieurs pays d'Amérique latine ont mené des efforts de régulation intéressants (voir notamment CEPALC, 2010a, encadré II.2). Les succès enregistrés par le Chili entre 1990 et 1995 montrent l'apport potentiel d'interventions anticycliques cohérentes et systématiques sur le compte de capital. L'une des interventions clefs de la panoplie de mesures macroéconomiques anticycliques adoptées à l'époque a consisté à régler le montant des entrées de capitaux et leur composition en renchérissant les apports à court terme, qu'ils proviennent du marché du crédit ou du marché boursier. L'Etat a introduit pour ce faire l'obligation de déposer auprès de la banque centrale une réserve non rétribuée, qui représentait un pourcentage significatif des apports bruts (entre 20 et 30 pour cent) et devait rester bloquée pendant un délai prolongé (entre 90 et 360 jours), ces deux variables pouvant varier selon l'importance de l'afflux de fonds. En jouant sur la composition et le montant des entrées de capitaux, le système de la réserve a créé les conditions nécessaires à des politiques monétaires et des politiques de change anticycliques actives (voir Magud et Reinhart, 2006). Ce sont ces politiques qui ont permis au Chili de maintenir une demande globale correspondant à la capacité de production du pays et un taux de change viable et stable, le PIB enregistrant de son côté une croissance annuelle moyenne supérieure à 7 pour cent. Entre 1995 et 2000, le Chili s'est laissé gagner progressivement par la logique de la déréglementation financière alors à l'honneur, acceptant l'érosion progressive du système de régulation par la voie des réserves obligatoires, d'où la propagation de la crise asiatique sur le territoire en 1999 (voir Ffrench-Davis, 2010a, chap. VIII). De son côté, après la crise de 2002, l'Argentine a appliqué une politique de taux de change active associée à une régulation du compte de capital. Cette politique s'est traduite pendant près de cinq ans (jusqu'en 2007 environ) par une forte relance économique reposant sur un taux de change réel concurrentiel viable et une inflation sous contrôle.

La régulation du compte de capital que nous venons d'évoquer vise à parvenir à un équilibre stable à long terme des variables macroéconomiques réelles, soit tout le contraire d'une politique qui viserait à perpétuer des déséquilibres.

Les réformes des systèmes de retraite lancées dans plusieurs pays d'Amérique

latine au profit d'un système par capitalisation reposant sur des fonds privés de gestion ont créé des sources d'épargne à long terme de proportions croissantes<sup>14</sup>. Le néolibéralisme en vigueur a poussé à la libéralisation des mouvements de ces capitaux vers l'extérieur. Il va sans dire qu'une latitude excessive en la matière peut transformer de tels mouvements en une source d'instabilité macroéconomique<sup>15</sup>. En effet, ces fonds, qui sont alimentés par les salaires des travailleurs et représentent une épargne à très long terme, sont appelés à jouer de par leur volume et leur nature un rôle déterminant dans la *réforme des réformes*, qui devra en faire à la fois un facteur de stabilité des variables macroéconomiques réelles (voir Zahler, 2006) et un outil déterminant dans la réorientation progressive du marché des capitaux vers le développement productif. Les fonds constitués par les travailleurs devraient viser en priorité à renforcer les sources de financement de l'investissement productif et, par là même, à créer de meilleurs emplois.

S'agissant du taux de change, le but des interventions régulatrices anticycliques (rachat ou vente de devises par la banque centrale, réglementation du niveau et de la composition des flux, création de fonds de stabilisation des recettes d'exportations, etc.), c'est de faire en sorte que les acteurs réels du marché, c'est-à-dire les producteurs de biens à l'exportation et les importateurs et producteurs de biens d'importation, qui ont une influence déterminante sur le développement de la production et l'égalité, soient ceux qui interviennent le plus sur la détermination du taux de change. C'est bien ce marché-là en effet qui doit s'imposer, et non pas le marché des opérateurs à court terme qui n'ont d'autre souci que la recherche de rente. Atteindre cet objectif contribuerait à réduire l'hétérogénéité structurelle en créant un environnement plus égalitaire pour les travailleurs et les entrepreneurs.

Ce qu'il faut retenir de tout cela, c'est que la *réforme des réformes* du Consensus de Washington, qui s'impose d'urgence, doit s'attacher en priorité à axer le système financier – le marché financier national comme le compte des mouvements de capitaux –

---

<sup>14</sup> L'effet de ces réformes sur les comptes publics a été généralement défavorable, puisque l'Etat a continué de financer les retraites échues sans plus percevoir les cotisations de prévoyance, désormais engrangées par des entités privées.

<sup>15</sup> Le rôle procyclique de tels apports a été observé au Chili au moment de la propagation de la crise asiatique, lorsque les sociétés de gestion de fonds de pension ont placé à l'étranger des sommes équivalant à 4,8 pour cent du PIB du fait d'une pénurie aiguë de liquidités sur les marchés nationaux (voir Ffrench-Davis, 2010a, p. 241).

sur le processus d'investissement intérieur et l'économie intérieure, plutôt que sur les marchés financiers extérieurs spéculatifs et à court terme. Il est indispensable, en effet, d'agir pour la stabilité de la demande intérieure et des prix macroéconomiques tels que le taux de change et de chercher à déconcentrer le pouvoir économique en donnant un traitement préférentiel aux PME.

## V. CONCLUSIONS

Les investissements productifs ont subi les effets d'une forte instabilité macroéconomique réelle, associée à des récessions importantes, dans le contexte d'un marché financier très incomplet, aux dépens des entreprises de taille plus modeste notamment. Ces aléas ont contribué à déprimer la formation de capital et à affaiblir l'emploi.

L'instabilité des variables macroéconomiques réelles est généralement asymétrique dans ses effets, car les segments au revenu supérieur, qui ont davantage accès aux marchés, tirent parti plus pleinement des possibilités créées pendant les phases d'expansion tout en s'adaptant plus facilement en cas de récession. On assiste par conséquent à un accroissement du fossé entre grandes entreprises et PME et entre travailleurs très qualifiés et travailleurs très peu qualifiés, ainsi qu'à un essor du secteur informel en période de récession. La répartition du revenu tend à se détériorer pendant les récessions et à s'améliorer dans les périodes d'embellie, mais dans de moindres proportions dans le second cas que dans le premier, et les efforts consacrés aux réformes économiques qui demandent de la continuité et une perspective à long terme sont moins soutenus.

Dans une perspective dynamique, le marché du travail a été desservi par les effets récessifs de l'instabilité sur l'investissement. L'expansion du stock de capital diminue, alors que la population active potentielle s'accroît inexorablement avec le temps. On assiste alors à une intensification de la discrimination classique à l'égard des travailleurs les moins qualifiés – le chômage allant croissant – et des entreprises de taille plus modeste.

Les coûts élevés des cycles économiques dans les pays d'Amérique latine sont liés aux liens étroits qui se sont créés entre les marchés financiers intérieurs et les segments procycliques des marchés financiers internationaux. Compte tenu des modalités de la libéralisation, ces pays ont enregistré une forte expansion de l'activité financière – sans accroissement correspondant de l'épargne nationale –, un taux de formation brute de capital fixe très faible et des fluctuations intenses de l'activité économique et de l'emploi. Ce qui l'a emporté, c'est un comportement *financiariste* plutôt que *productiviste*. Cette situation s'explique avant tout par l'existence d'un marché financier dominé par des agents spécialisés dans le court terme et non pas dans l'investissement productif, agents qui ont joué un rôle déterminant au plan macroéconomique. De même, comme ces flux sont très volatiles, une petite partie d'entre eux seulement a financé l'investissement productif. Le déficit a été encore accru par la tendance de cette volatilité à déclencher des crises financières et du marché des changes dont les effets récessifs ont nui à la formation de capital et à l'emploi.

Nous avons montré que la perspective macroéconomique adoptée a des conséquences cruciales sur le degré de stabilité, et que cette stabilité influe sur le tracé de la croissance ainsi que sur le degré d'égalité – ou d'inégalité – sur les marchés nationaux. Pour un développement durable, il faut des politiques publiques propres à favoriser l'intégration sociale et permettant aux pays de s'insérer sur la scène économique internationale sans risquer l'éclatement social, mais, au contraire, en renforçant leur cohésion intérieure. La façon d'envisager la réforme des marchés nationaux des capitaux et la connexion avec les marchés financiers internationaux constitue un enjeu majeur si l'on veut parvenir, sur le long terme, à un cadre macroéconomique propre à assurer le développement économique et social, cadre qui devra inclure les principes du travail décent parmi ses variables stratégiques.

Effets régressifs des flux financiers en Amérique latine

*Revue internationale du Travail*

Copyright © Auteur(s) 2012

Compilation et traduction des articles © Organisation internationale du Travail 2012

## REFERENCES

- Agosin, Manuel. 2007: «Trade and growth: Why Asia grows faster than Latin America», dans l'ouvrage publié sous la direction de R. Ffrench-Davis et J. L. Machinea, pp. 201-219.
- Banque mondiale. 2005: *World Development Report 2006: Equity and Development* (New York, Oxford University Press).
- BIT. 2010: *Panorama Laboral 2010, América Latina y el Caribe* (Lima).
- . 2009: *Surmonter la crise: un pacte mondial pour l'emploi* (Genève).
- BIT/CEPALC. 2011: «Countercyclical policies for a sustained recovery in employment», *ECLAC/ILO Bulletin*, n° 5 (juin).
- Bourguignon, François; Walton, Michael. 2007: «Is greater equity necessary for higher long-term growth in Latin America?», dans l'ouvrage publié sous la direction de R. Ffrench-Davis et J. L. Machinea, pp. 95-125.
- Carvalho, Fernando; Pires de Souza, Francisco. 2010: *Financial regulation and macroeconomic stability in Brazil in the aftermath of the Russian crisis* (Buenos Aires, Centro de Estudios de Estado y Sociedad, CEDES), disponible à l'adresse <<http://www.itf.org.ar/documentos.asp>> [consulté le 22 mars 2012].
- CEPALC. 2011: *Estudio Económico para América Latina y el Caribe 2010-2011* (Santiago de Chile).
- . 2010a: *La hora de la igualdad: brechas por cerrar, caminos por abrir*, 33<sup>e</sup> session de la CEPAL, Brasilia.
- . 2010b: *Panorama Social de América Latina 2009* (Santiago).
- . 2009: *Panorama Social de América Latina 2008* (Santiago).
- Dancourt, Óscar; Jiménez, Renzo. 2010: *Perú: lecciones de la recesión de 2008-09* (Buenos Aires, CEDES), disponible à l'adresse <<http://www.itf.org.ar/documentos.asp>> [consulté le 22 mars 2012].
- Ffrench-Davis, Ricardo. 2010a: *Economic reforms in Chile: From dictatorship to democracy*, deuxième édition (Houndmills, Palgrave Macmillan).
- . 2010b: «Macroeconomía para el desarrollo: desde el *financierismo* al *productivismo*», *Revista CEPAL*, n° 102 (décembre), pp. 7-26.

—. 2008: *From financieristic to real macroeconomics: Seeking development convergence in emerging economies*, Commission on Growth and Development, Working paper No. 44 (Washington, Banque mondiale).

—. 2005: *Reformas para América Latina: Después del fundamentalismo neoliberal* (Buenos Aires, Siglo XXI Editores/CEPAL).

—; Machinea, José Luis (directeurs de publication). 2007: *Economic growth with equity: Challenges for Latin America* (New York, Palgrave Macmillan).

Frenkel, Roberto; Ros, Jaime. 2006: «Unemployment and the real exchange rate in Latin America», *World Development*, vol. 34, n° 4, pp. 631-646.

Infante, Ricardo (directeur de publication). 2011: *Desarrollo inclusivo en América Latina y el Caribe. Ensayos sobre políticas de convergencia productiva para la igualdad*, Libros de la CEPAL núm. 112 (Santiago).

Kaminsky, Graciela; Reinhart, Carmen; Vegh, Carlos. 2004: *When it rains, it pours: Procyclical capital flows and macroeconomic policies*, NBER Working Paper No. 10780 (Cambridge, National Bureau of Economic Research).

Magud, Nicolas; Reinhart, Carmen. 2006: *Capital controls: An evaluation*, NBER Working Paper No. 11973 (Cambridge, National Bureau of Economic Research).

Nations Unies. 2007: *Mise en œuvre et suivi des textes issus de la Conférence internationale sur le financement du développement. Rapport du Secrétaire général*, A/62/217 Assemblée générale des Nations Unies, 62<sup>e</sup> session (New York).

Ocampo, José Antonio. 2011: «Macroeconomía para el desarrollo: políticas anticíclicas y transformación productiva», *Revista CEPAL*, n° 104 (août), pp. 7-35.

—. 2007: «La macroeconomía de la bonanza económica latinoamericana», *Revista CEPAL*, n° 93 (décembre).

Rodríguez, Ernesto. 2011: «Empleo y juventud: muchas iniciativas, pocos avances», *Nueva Sociedad*, n° 232, mars-avril, pp. 119-136.

Rodrik, Dani. 2008: «The real exchange rate and economic growth», *Brookings Papers on Economic Activity*, n° 2 (automne), pp. 365-439.

Tokman, Victor. 2009: «Flexiseguridad con informalidad: Opciones y restricciones», dans l'ouvrage publié sous la direction de Jürgen Weller: *El nuevo escenario laboral latinoamericano: Regulación, protección y políticas activas en los mercados de trabajo* (Buenos Aires, Siglo XXI Editores), pp. 255-288.

Uthoff, Andras; Titelman, Daniel. 1998: «La relation entre l'épargne étrangère et l'épargne nationale dans le cadre de la libéralisation financière», dans l'ouvrage publié sous la direction de R. Ffrench-Davis et H. Reisen: *Mouvements des capitaux et performances des investissements. Les leçons de l'Amérique latine* (Paris, OCDE), pp. 27-47.

Weller, Jürgen. 2011: «Panorama de las condiciones de trabajo en América Latina», *Nueva Sociedad*, n° 232, mars-avril, pp. 32-49.

—. 2009: «Avances y retos para el perfeccionamiento de la institucionalidad laboral en América Latina», dans l'ouvrage publié sous la direction de Jürgen Weller: *El nuevo escenario laboral latinoamericano: Regulación, protección y políticas activas en los mercados de trabajo* (Buenos Aires, Siglo XXI Editores), pp. 11-64.

Williamson, John. 2000: *Exchange rate regimes for emerging markets: Reviving the intermediate option*, Policy Analyses in International Economics 60 (Washington, Institute for International Economics).

Zahler, Roberto. 2006: «Macroeconomic stability and investment allocation of domestic pension funds: The case of Chile», dans l'ouvrage publié sous la direction de Ricardo Ffrench-Davis: *Seeking growth under financial volatility* (Houndmills, Palgrave Macmillan).

Tableau 1. Amérique latine. Variation du PIB, de la population totale et de la population active (taux annuels, prix constants de 2000), 1971-2010

	1971-1980	1981-1989	1990-1997	1998-2003	2004-2008	1998-2008	1990-2008	2009-2010
PIB total	5,6	1,3	3,3	1,4	5,3	3,2	3,2	2,1
PIB par habitant	3,0	-0,8	1,5	-0,2	4,0	1,8	1,7	1,0
PIB par actif	1,7	-1,5	0,3	-0,9	2,9	0,9	0,6	0,2
Population totale	2,5	2,1	1,8	1,6	1,5	1,5	1,6	1,1
Population active <sup>a</sup>	3,8	2,9	3,0	2,4	2,0	2,3	2,6	1,9

<sup>a</sup> Données issues de chiffres pour dix-neuf pays du Bureau régional de l'OIT pour les Amériques à Lima et de BIT/CEPALC (2011).

Sources: Elaboration par l'auteur à l'aide de la base de données de la CEPALC et CEPALC (2011). Chiffres provisoires pour 2010.

Tableau 2. Amérique latine. Variation du taux d'activité et du taux de chômage, de la population active et des salaires, 1990-2010

	1990-1997	1998-2003	2004-2007	2008-2010
Taux d'activité (%) <sup>a</sup>	57,1	58,3	59,1	59,4
Taux de chômage (%) <sup>b</sup>	8,2	10,8	9,0	7,6
Population active (millions) <sup>c</sup>	185,2	223,2	249,4	267,5
Variation des salaires moyens réels (%) <sup>d</sup>	1,0	-0,9	1,3	1,3
Variation des salaires minima réels (%) <sup>e</sup>	2,1	0,1	3,3	5,5

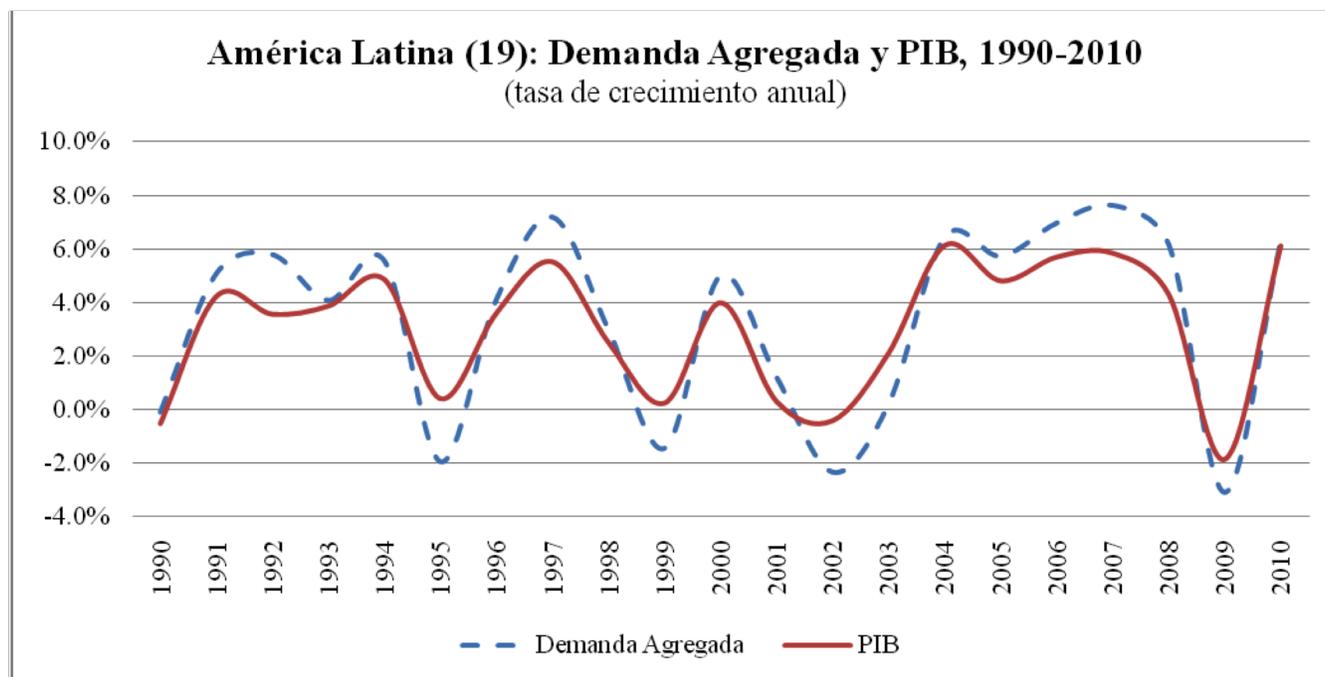
Sources: Calculs de l'auteur à partir des données suivantes: <sup>a</sup> Chiffres préliminaires fournis par le Bureau régional de l'OIT pour les Amériques à Lima, en cours d'élaboration, ou issus de BIT/CEPALC (2011) sur le rapport entre la population économiquement active et l'ensemble des plus de 15 ans. Moyennes pondérées. Des ajustements ont été apportés en raison de changements méthodologiques en Argentine (2003) et au Brésil (2002). La Bolivie et Cuba ne sont pas inclus. <sup>b</sup> Taux de chômage urbain selon le BIT (2010), sur la base des résultats d'enquêtes auprès des ménages dans les pays. Il s'agit de moyennes pondérées incluant Cuba mais ni Haïti ni le Guatemala. Des ajustements ont été apportés en raison de changements méthodologiques en Argentine (2003) et au Brésil (2002). <sup>c</sup> Chiffres globaux pour les 19 pays à l'examen dans BIT (2010). <sup>d</sup> Moyennes pondérées pour 15 pays: Argentine, Bolivie, Brésil, Chili, Colombie, Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Mexique, Nicaragua, Panama, Paraguay, Pérou, Uruguay et Venezuela, chiffres issus de la banque de données de la CEPALC et de CEPALC (2011). <sup>e</sup> Moyenne pondérée pour 19 pays (CEPALC, 2011); les valeurs nominales ont été ajustées en fonction de l'indice officiel des prix à la consommation de chaque pays. Tous les chiffres de 2010 sont provisoires.

Tableau 3. Amérique latine. Formation brute de capital fixe (moyennes annuelles), 1971-2010

	1971- 1980	1983- 1990	1992- 1998	2000- 2004	2006- 2010
Formation brute de capital fixe (% du PIB)	23,7	17,6	18,7	17,6	21,0
Variation du PIB (%)	5,6	2,1	3,5	2,4	4,0

Source: Calculs de l'auteur à l'aide de la base de données de la CEPALC et CEPALC (2011) sur dix-neuf pays. Chiffres provisoires pour 2010.

Figure 1. Amérique latine. Evolution de la demande intérieure et du PIB (taux de variation annuel), 1990-2010



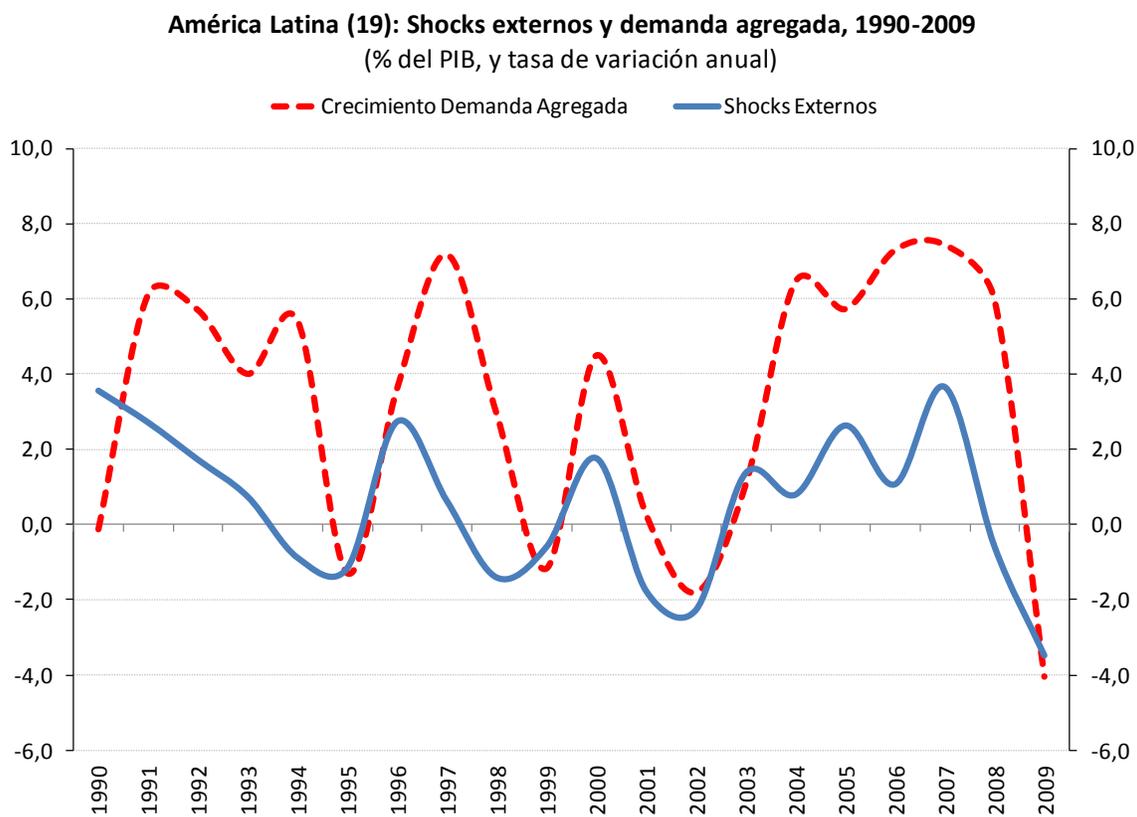
*[Axe des ordonnées : remplacer les points par des virgules]*

*[Légende sous le graphique: ]*

Demanda interiora    PIB

Sources: French-Davis (2005) et mises à jour sur la base de chiffres de la CEPALC (2011), sur dix-neuf pays.

Figure 2. Amérique latine. Chocs extérieurs et demande intérieure (en pourcentage du PIB et taux de variation annuel), 1990-2009



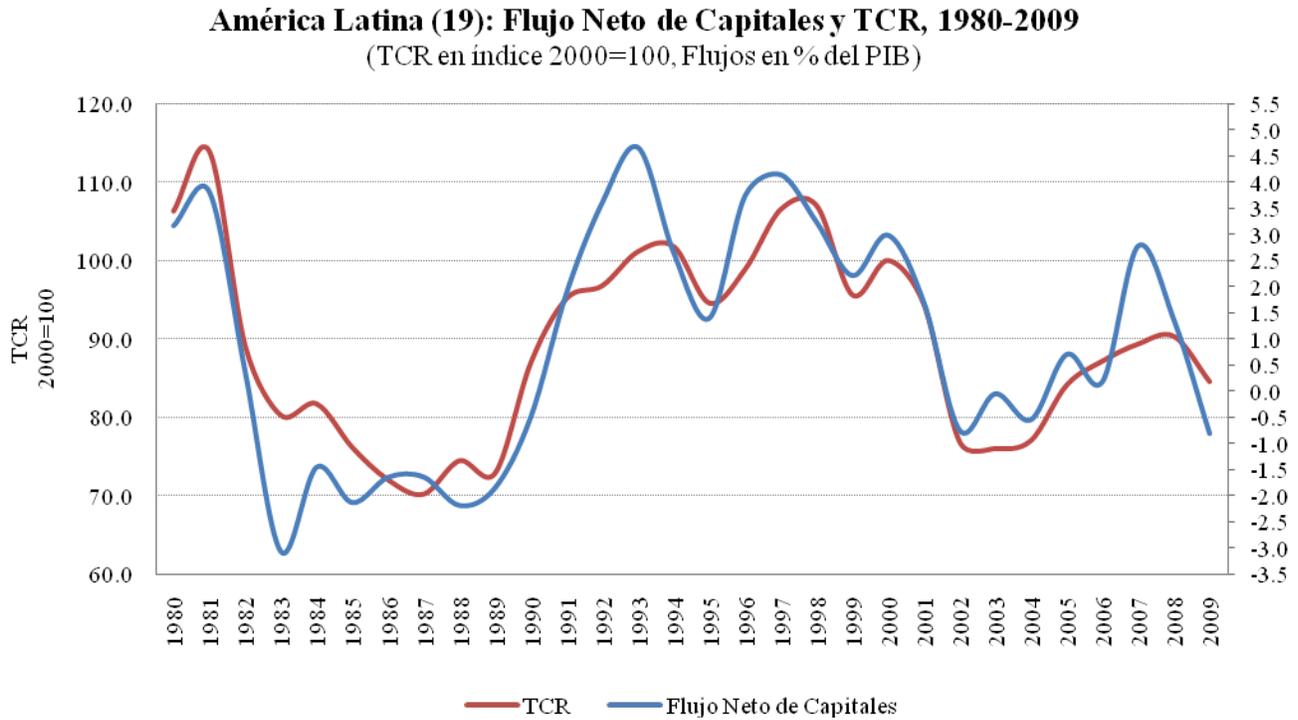
**[Légende au-dessus du graphique:]**

Variation de la demande intérieure

Chocs extérieurs

Sources: French-Davis (2008) et mises à jour à partir de chiffres de la CEPALC (2011) sur dix-neuf pays. L'estimation des chocs extérieurs se fonde notamment sur les variations dans les flux nets d'actifs financiers avec l'extérieur et l'évolution du revenu réel résultant des variations des termes de l'échange, deux variables mesurées en pourcentage du PIB.

Figure 3. Amérique latine. Variation des flux nets de capitaux en pourcentage du PIB (indice 2000 = 100) et du taux de change réel, 1980-2009



*[Partout : remplacer les points par des virgules]*

*[Légende à gauche de l'axe des ordonnées]*

Taux de change réel

2000=100

*[Légende sous le graphique]*

Taux de change réel      Flux nets de capitaux

Sources: Ffrench-Davis (2005) et mises à jour à l'aide de la base de données de la CEPALC sur dix-neuf pays. Le taux de change réel utilisé dans cette figure est le taux de change du dollar des Etats-Unis en la monnaie locale sur la base de la moyenne pondérée de la région.