

INTRODUCTION

VINCENT CAUPIN*

NICOLAS MEISEL**

A la fin de 2015, l'Amérique latine et les Caraïbes représentaient 7 % du produit intérieur brut (PIB) mondial à prix courant (et 8,2 % en parité de pouvoir d'achat). Comme l'ensemble de l'économie internationale, le sous-continent est engagé dans une phase de mutation rapide. Après avoir connu une « décennie bénie » à l'entame du millénaire, sous le bénéfice des cours des matières premières élevés, portés par une forte demande mondiale, d'une abondante liquidité internationale, de cadres macroéconomiques assainis à la suite des mesures adoptées à la fin des années 1990 et de l'ancrage progressif des processus démocratiques, la région est entrée en 2012 dans une phase d'ajustement au nouvel environnement mondial. Cet ajustement s'est durci depuis 2015, le sous-continent plongeant dans une récession qui s'est poursuivie en 2016 ; il est aujourd'hui confronté à sa phase économique et financière la plus délicate depuis la crise de 2001-2002. La baisse des cours des matières premières, le ralentissement et le recentrage de la croissance chinoise, les difficultés spécifiques du Brésil (qui représente plus du tiers du PIB régional), mais aussi celles de l'Argentine et du Venezuela en constituent les principales causes. Les perspectives à court terme sont peu favorables, d'autant que les conséquences de l'élection de Donald Trump aux États-Unis, pays qui absorbe un tiers des exportations de la région, sont difficilement prédictibles.

Cette conjoncture morose ne doit pas occulter les acquis des deux dernières décennies et les mutations structurelles opérées par les économies du continent. Par ailleurs, si les évolutions en cours touchent

* Agence française de développement (AFD). Contact : caupinv@afd.fr.

** AFD. Contact : meiseln@afd.fr.

toutes les économies latino-américaines et leurs systèmes financiers, le sous-continent est loin d'être un bloc monolithique. L'ambition de ce numéro de la *Revue d'économie financière* est d'analyser ce processus de mutation, de tenter d'en expliquer les origines et les conséquences, d'identifier les permanences et, au-delà des dynamiques communes, de mettre en relief les spécificités des trajectoires nationales.

NORMALISATION DÉMOCRATIQUE ET PRAGMATISME ÉCONOMIQUE

La région est confrontée depuis quatre ans à un choc des termes de l'échange de grande ampleur. Le super-cycle des matières premières, engagé en 2004 et tiré par la forte demande chinoise, a perduré jusqu'en 2011 pour les métaux et jusqu'au milieu de 2014 pour le pétrole. Depuis, les cours des matières premières ont connu des baisses pouvant aller jusqu'à 40 % pour le cuivre ou 60 % pour le pétrole. Le sous-continent étant exportateur net de matières premières, il faut remonter aux années 1980 pour trouver un choc de cette ampleur. C'est tout l'intérêt du papier de Pierre Salama d'apporter une perspective longue et de nous rappeler que cette exposition aux termes de l'échange est une permanence pour la région. Adriana Arreaza et Manuel E. Toledo, adoptant une démarche quantitative, parviennent à des conclusions similaires. En s'intéressant aux sept plus grandes économies du sous-continent, ils démontrent que les évolutions des termes de l'échange ont un effet prépondérant sur les dynamiques de croissance des pays, même si cette réalité est à nuancer au cas par cas.

Pour autant, il ne s'agit pas d'un retour aux années 1980. Les économies de la région font aujourd'hui preuve d'une bien meilleure résilience aux chocs. Comme le rappelle Gilles Dufrénot, dans les années 1980, l'effondrement des cours des matières premières s'était rapidement traduit par une hyperinflation, des pertes de pouvoir d'achat – l'inflation jouant le rôle d'une épargne forcée –, une baisse de la demande et un arrêt brutal des entrées de capitaux, conduisant à ce qui a pu être qualifié de « décennie perdue » pour l'Amérique latine (Bertola et Ocampo, 2012).

Qu'est-ce qui a changé ? Les causes explicatives internes de cette meilleure résilience sont diverses. Nous en identifions trois.

Tout d'abord, l'enracinement progressif des démocraties avec la quasi-disparition des coups d'État, longtemps caractéristiques de la région, apporte une stabilité institutionnelle et limite l'instrumentalisation des difficultés économiques à des fins d'accaparement du pouvoir par une fraction de la population. Les militaires argentins et brésiliens sont retournés dans leurs casernes depuis plus de trente ans,

et les crises économiques actuelles des deux pays n'ont pas été utilisées comme aiguillon d'un retour aux commandes des militaires. Les règles démocratiques et l'État de droit font aujourd'hui référence et la région a opéré une réelle mutation politique. Après avoir été marquée par la plus forte instabilité politique mondiale entre 1945 et 2005, concentrant 35 % des transitions de régimes pour seulement 10 % de la population, la région confirme, depuis sa sortie des dictatures dans les années 1980, l'observation de Przeworski (2004) : aucune démocratie ayant atteint le niveau de richesse de l'Argentine en 1975 n'a rebasculé dans la dictature. Si les démocraties latino-américaines sont encore jeunes, elles s'ancrent et les alternances s'opèrent aujourd'hui, pour l'essentiel, de manière pacifique et sans contestation des résultats des élections. Des changements d'orientation économique peuvent ainsi s'opérer sans rupture, ni déstabilisation institutionnelle. La crise profonde que traverse le Brésil depuis 2014, aiguillonnée par un pouvoir judiciaire suffisamment indépendant du pouvoir politique pour l'inquiéter, met à jour les limites d'un système électoral clientéliste, incapable d'assurer une stabilité politique suffisante, mais démontre dans le même temps la résilience des institutions démocratiques.

Le deuxième changement découle du premier. Tirant les enseignements des erreurs passées, la politique économique est devenue plus pragmatique et moins idéologique. Les grandes oscillations entre étatismisme et libéralisme, souvent sous le sceau de la révolution, qu'elle soit sociale ou libérale, se sont atténuées (Santiso, 2005). Les droites comme les gauches ont appris de l'exercice du pouvoir. Les compétences se sont renforcées à tous les échelons des banques centrales et des ministères des Finances. L'adoption dans les grandes économies du continent de politiques de désendettement en devises et de politiques monétaire et de change plus crédibles permet d'absorber plus facilement les chocs externes et internes et d'en assurer la diffusion à l'ensemble des acteurs de l'économie – et donc d'inciter ces derniers à modifier leurs comportements dans le sens de l'ajustement requis – plutôt que de concentrer toute la pression sur la puissance publique. Jean-Louis Martin retrace ainsi quarante ans de politique de change en Amérique latine mettant en lumière les échecs patents des années 1980 ayant conduit à l'attrait croissant des taux de change flexibles et des stratégies de ciblage d'inflation avec une multiplicité d'instruments plutôt que de ciblage de taux de change. Ce pragmatisme économique se retrouve également dans la politique budgétaire. L'ère des déficits budgétaires abyssaux financés par la création monétaire est pour l'essentiel derrière nous. Mis à part l'Argentine, la Bolivie et le Venezuela, les pays de la région ont interdit ou sérieusement limité le financement du gouvernement par la banque centrale, plusieurs ont adopté des règles budgétaires strictes et

des lois de responsabilité fiscale afin de limiter la croissance de l'endettement public. Pour autant, ces progrès sur les déficits budgétaires doivent être confirmés via l'amélioration de la qualité de la dépense, la part consacrée aux dépenses en capital restant notoirement insuffisante dans la région.

Dernier changement, le choix d'adopter des réformes économiques ambitieuses. C'est notamment le cas du Mexique, dont Hélène Ehrhart et Magali Gilliot nous expliquent en détail les réformes adoptées sous la houlette du président Enrique Peña Nieto pour diversifier l'économie et introduire plus de concurrence dans les secteurs les plus concentrés, dans un pays organisé autour d'un parti hégémonique (le Parti révolutionnaire institutionnel ou PRI) et de l'exploitation de la rente pétrolière depuis les années 1930. Dans un tout autre registre, les projets de transformation structurelle – des matrices productives et énergétiques – incarnés par Rafael Correa en Équateur et Evo Morales en Bolivie, depuis le milieu des années 2000, traduisent l'ambition de ces dirigeants de gauche de s'émanciper des structures et des institutions « extractivistes » qui enserrent leurs pays depuis cinq siècles. Le Pérou et la Colombie offrent deux autres exemples de tentatives de diversification hors des matières premières, via des réformes importantes bien que de tonalité plus orthodoxe, qui devraient si elles ne sont pas interrompues contribuer à renforcer la robustesse de ces économies.

12

Au total, ces mutations structurelles conduisent à de moindres oscillations économiques, même en période difficile comme aujourd'hui au Mexique, au Brésil ou dans les pays de l'arc andin.

Ce tour d'horizon ne serait pas complet s'il ne mentionnait les exceptions qui demeurent à ces tendances de fond. Quelques pays semblent encore engoncés dans l'Amérique latine des années 1970-1980. Cuba reste un îlot de la guerre froide avec son État omniprésent, ses prix administrés, ses emplois publics (70 % du total), une armée qui contrôle 60 % de l'économie et son régime monétaire dual iconoclaste. Le Parti communiste cubain est parvenu à préserver une économie administrée malgré la chute du bloc soviétique grâce à une alliance stratégique avec le Venezuela de Chavez, mais la mort du *Lider maximo*, le progressif dégel avec les États-Unis et surtout les difficultés du Venezuela semblent annoncer des changements significatifs. C'est justement l'effondrement progressif de l'économie vénézuélienne qu'analysent au scalpel Marie Albert et Cristina Jude. Après la disparition de Chavez en 2013, la forte baisse des cours du pétrole dont le Venezuela est entièrement dépendant est venue porter un coup de grâce au pouvoir contesté de Nicolas Maduro, qui voit sa base lui échapper et gouverne à coups d'expédients. La situation politique et

sociale vénézuélienne est la plus polarisée du continent et indique la possibilité d'un point de rupture qui entraînerait d'importantes répliques chez ses voisins continentaux et caribéens. L'affaiblissement du Venezuela est également celui de l'ALBA (Alliance bolivarienne pour les peuples de notre Amérique), alliance contestataire articulée autour de Caracas. Si l'Équateur et la Bolivie font preuve de plus de pragmatisme, la baisse des cours du pétrole et du gaz génère des difficultés majeures pour ces deux économies comme le mettent en évidence Carl Bernadac, Slim Dali et Nha-Uyen Ha.

L'Argentine, enfin, est à mi-chemin. Le pays semble ces derniers mois commencer à sortir de son caractère exceptionnel. Deux articles de ce numéro s'intéressent aux évolutions de l'économie argentine depuis la crise économique emblématique de 2001-2002 et mettent en garde contre toute lecture simpliste de l'histoire récente du pays. Christian Gianella et Leonardo Pupperto analysent la succession des politiques dans le pays, le doute toujours présent quant à la réserve de valeurs constituée par la monnaie et leur impact sur le financement de l'économie. Juan Carluccio et Julio Ramos-Tallada dissèquent les relations financières de l'Argentine avec le reste du monde sur la même période en y pointant une quête permanente d'autonomie et de désendettement, qui, en dépit de ses excès, a incontestablement offert des marges de manœuvre en termes d'endettement externe au gouvernement Macri arrivé au pouvoir à la fin de 2015.

DES FRAGILITÉS STRUCTURELLES DE LONG TERME QUI DEMEURENT

Ces améliorations ne doivent pas masquer les fragilités structurelles qui demeurent. Et c'est bien le principal message que véhicule la crise actuelle.

Malgré les réformes structurelles engagées, l'Amérique du Sud reste très dépendante des exportations de produits primaires, hier vers les pays européens et les États-Unis, aujourd'hui vers la Chine et le reste de l'Asie. Comme le montrent Jean-Raphaël Chaponnière et Pierre Salama pour le Brésil, mais aussi Carl Bernadac, Slim Dali et Nha-Uyen Ha pour la région andine, le super-cycle des matières premières s'est accompagné d'un inquiétant processus de re-primarisation des économies et de « désindustrialisation précoce » (Rodrik, 2015).

La relation avec la Chine y a pris une dimension particulière, devenue le principal débouché pour les ressources naturelles, agricoles et minières, extraites du continent, mais également leur fournisseur de produits manufacturés. Selon Jean-Raphaël Chaponnière et Pierre Salama, la relation entre l'Amérique latine et la Chine a pris une tournure asy-

métrique, devenue apparente avec la fin de l'effet d'aubaine lié aux cours élevés des matières premières. En l'espace d'une quinzaine d'années, la Chine s'est davantage intégrée dans les chaînes de valeurs latino-américaines que les pays latino-américains entre eux depuis l'époque coloniale (OCDE, UN, ECLAC et CAF, 2015). Le cycle des économies sud-américaines est désormais fortement corrélé à celui de la Chine.

Les pays d'Amérique centrale et des Caraïbes demeurent plus dépendants des États-Unis. C'est bien sûr le cas du Mexique dont les exportations prennent à 80 % la destination des États-Unis, pour un poids de 20 % dans le PIB, soit 16 % au total. On mesure l'impact qu'auraient des mesures protectionnistes prises par l'administration Trump sur l'économie mexicaine. Inversement, si les États-Unis engagent comme annoncé une politique de grands travaux, celle-ci pourrait générer une demande accrue pour le Mexique. La dépendance aux États-Unis concerne également les autres pays d'Amérique centrale et des Caraïbes, du fait du poids des transferts de leurs nationaux travaillant aux États-Unis et des touristes nord-américains comme première source de devises.

Au fond, la région n'est pas parvenue à s'intégrer, ni à diversifier suffisamment ses relations avec le reste du monde. Les ressources en devises des pays sont soit très concentrées sur une ou plusieurs matières premières, qu'il s'agisse du pétrole (Venezuela, Équateur, Colombie), du gaz (Bolivie) ou de biens primaires agricoles et miniers (Brésil, Argentine, Chili), soit concentrées géographiquement, certains pays comme le Venezuela étant totalement dépendants d'un produit (le pétrole) et d'un pays (la Chine lui fournit ses ressources financières manquantes). La dépendance stratégique et économique à la Chine, aux États-Unis ou aux deux est une constante pour l'ensemble des pays de la région (Ventura, 2014).

La transformation structurelle du continent amorcée dans les années 1930 à la faveur de la crise des pays du « Centre » a donc été largement avortée, aboutissant à une marginalisation relative des économies latino-américaines dans la mondialisation. L'existence de quelque trois mille *multilatinas*, notamment brésiliennes, chiliennes et mexicaines, qui restent plus régionales que mondiales, à capitaux familiaux et avec des contraintes d'accès aux marchés de capitaux internationaux, ne remet pas en cause ce constat. Les mots d'Hirschman (1971) à propos des économies les plus avancées du sous-continent sonnent toujours juste : « Il était attendu de l'industrialisation qu'elle transforme l'ordre social, elle n'a fait que fournir des biens manufacturés. »

Deuxième fragilité structurelle et malgré les progrès réalisés au cours des années 2000, les niveaux d'inégalité demeurent parmi les plus élevés du monde. Au-delà des questions éthiques que ces inégalités soulèvent,

les développements récents dans les économies avancées démontrent qu'elles peuvent être un facteur de fragilisation des démocraties. Ces inégalités sont également un handicap économique dans la mesure où elles limitent l'extension des classes moyennes et sont préjudiciables à l'amélioration du capital humain nécessaire à la matérialisation des gains de productivité. Même à l'issue de la décennie 2003-2012, les classes moyennes, définies par des revenus par tête compris entre 10 USD et 50 USD par jour, ne constituent qu'un tiers de la population et se vident par le bas depuis 2014 avec un nouveau gonflement des classes précaires et pauvres (Ferreira *et al.*, 2013 ; UNDP, 2016).

La fiscalité, qui pourrait être le principal instrument de rééquilibrage des inégalités, est globalement trop faible : les recettes fiscales ne représentent que 17 % du PIB au Mexique, avec une moyenne de 22 % pour l'Amérique latine, contre 34 % pour les pays de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE). Les facteurs explicatifs sont le niveau d'informalité élevé dans la région (en moyenne 55 % de la force de travail), mais aussi une évasion fiscale systématisée traduisant un faible niveau de tolérance à l'impôt des élites, une quasi-absence d'impôt sur le patrimoine et un faible niveau d'imposition des revenus des personnes (9 % en moyenne, contre 25 % dans les pays de l'OCDE). La fiscalité est aussi peu redistributive, reposant de façon prépondérante sur la taxation indirecte et ne corrigeant qu'à la marge les inégalités de revenus comme le montrent les faibles différences entre les indices de Gini pré et post-redistribution (de l'ordre de 3 points en moyenne, contre une quinzaine de points dans les pays de l'OCDE) (OCDE, IDB, CIAT et ECLAC, 2016). L'Amérique latine et les Caraïbes connaissent ainsi une reproduction dans le temps d'inégalités inscrites dans les institutions et les rapports sociaux depuis l'époque coloniale (Engerman et Sokoloff, 2000).

Même les gouvernements de gauche n'ont pas engagé de réformes fiscales significatives, à l'exception notable de l'Équateur et, dans une certaine mesure, de la Bolivie. La plupart des efforts de dépenses pour les pauvres – comme l'emblématique programme *Bolsa familia* au Brésil, qui ne représente que 1 % du PIB – ont été principalement financés grâce aux recettes budgétaires additionnelles générées par la hausse des cours internationaux des matières premières et non par des réformes fiscales structurelles. Le retournement des prix entraîne des difficultés budgétaires pour la majorité des États latino-américains. Les gouvernements doivent donc arbitrer (ou panacher) entre réformes fiscales à faisabilité politique variable suivant les pays, baisse des dépenses publiques y compris dans les secteurs sociaux au risque d'accroître de nouveau les inégalités, et hausse des déficits budgétaires et de l'endettement au risque de se retrouver en situation de surendet-

tement. La Colombie semble privilégier la piste fiscale. Comme le montre Juan Carlos Rodado, le Brésil, après avoir épuisé ses marges de manœuvre sur la troisième option, s'oriente à présent vers la deuxième, avec un vaste projet de réforme des retraites et de plafonnement des dépenses publiques qui implique une modification de la Constitution. Ce virage ne s'opérera toutefois pas sans casse sociale et conséquences politiques.

Troisième faiblesse structurelle de la région, les taux d'investissement y demeurent trop faibles : autour de 20 % du PIB, soit près de deux fois moins que dans les économies asiatiques. Ces faibles taux d'investissement, qui concernent tout autant le secteur public que le secteur privé, ne permettent pas de réaliser les investissements en infrastructures – ils n'ont représenté en moyenne que 2,4 % du PIB sur les trois dernières décennies (Cavallo et Serebrisky, 2016) – qui seraient nécessaires pour accroître significativement la productivité des économies latino-américaines et s'arracher à la trappe à revenus intermédiaires. Si les taux d'investissement sont si faibles, c'est notamment parce que le financement de l'investissement est difficile et que les taux d'épargne sont encore plus faibles, conduisant la région à être structurellement dépendante de l'épargne étrangère pour financer son investissement, à la différence de l'Asie. Les pays de la région n'ont pas profité des années fastes pour investir et tenter de remédier à cette situation de déficit d'épargne, par exemple à travers des réformes fiscales combinées à un effort de transformation structurelle permettant soit de réduire les déficits courants, soit de les financer de façon durable. Le déficit du compte courant de la balance des paiements de la région a ainsi été en moyenne supérieur à 2 points de PIB depuis 2010. Pour comprendre pourquoi, il est nécessaire d'analyser les principales caractéristiques des systèmes financiers de la région. C'est à quoi s'attellent plusieurs contributions de ce numéro.

UNE PROFONDEUR FINANCIÈRE QUI DEMEURE FAIBLE

Les taux d'épargne latino-américains sont faibles, à environ 19 % du PIB contre 32 % en moyenne dans l'ensemble des pays émergents et en développement, et plus de 40 % en Asie émergente. Parmi les différentes régions du monde, seule l'Afrique subsaharienne a un taux d'épargne plus faible. Les ménages, les entreprises et les États latino-américains ont tous trois des niveaux d'épargne inférieurs à leurs pairs de pays au niveau de développement comparable. Or le coefficient de corrélation entre épargne nationale et investissement domestique observé entre 1980 et 2013 en Amérique latine est de 0,4, même s'il varie d'un pays à l'autre et si le sens de la causalité dépend du cadre théorique retenu (Cavallo et Serebrisky, 2016).

L'épargne financière en monnaie locale est encore plus faible, héritage d'un passé traumatique : les périodes de forte inflation de la fin des années 1980 et les crises bancaires des années 1990 et du début des années 2000 ont conduit les ménages, qui y ont perdu une part substantielle de leur épargne et de leur pouvoir d'achat, à avoir une préférence pour le présent élevée. Malgré le retour à la stabilité financière, la confiance dans les systèmes financiers n'est pas encore totalement restaurée. Selon la base de données Global Findex de la Banque mondiale, seulement 16 % de la population adulte d'Amérique latine déclare épargner par l'intermédiaire du système bancaire, contre 40 % en Asie émergente, par exemple.

Les ménages privilégient d'autres formes de placements que les dépôts en monnaie locale, que ce soit le placement immobilier ou l'épargne en dollar. Celle-ci peut s'opérer principalement dans le système bancaire, comme au Pérou, ou majoritairement sous forme de thésaurisation comme dans le cas argentin (cf. article de Gianella et Pupperto dans ce numéro). Cette faiblesse de l'épargne financière conduit à des taux d'intérêt réels élevés qui peuvent, par exemple, atteindre 6 % à 7 % au Brésil. Ces taux sont défavorables à l'investissement et à la croissance, entraînent des effets d'éviction sur les autres classes d'actifs (notamment les titres de dette privée), génèrent des rentes dans le système financier et perpétuent la dépendance à l'épargne extérieure.

Le recours à l'épargne extérieure a représenté en moyenne 3,5 % du PIB sur les trente dernières années. Elle est sujette à des niveaux de volatilité élevés et peut être occasionnellement déstabilisante, comme le rappelle Gilles Dufrénot, confirmant pour la région les résultats de Prasad *et al.* (2007). Elle rend également le sous-continent dépendant pour son financement des taux d'intérêt en dollars et donc des cycles financiers internationaux, si bien que beaucoup d'économies latino-américaines sont aujourd'hui exposées au risque d'une hausse des taux de la Federal Reserve (Fed) américaine. Les banques centrales de la région pourraient ainsi se trouver en difficulté en cas de durcissement monétaire international, dans un contexte de croissance molle combinée à un retour de l'inflation (qu'elle soit importée via les dépréciations des taux de change, ou qu'elle soit due à une hausse des prix de l'énergie du fait de l'augmentation des cours ou de la réduction des subventions, ou des prix alimentaires en lien avec le changement climatique). Il faut se souvenir que la grande modération de l'inflation depuis les années 2000 doit au moins autant à la force déflationniste constituée par les prix bas chinois, permis par l'« armée de réserve » du capitalisme, qu'au talent des banquiers centraux. Ces prix bas, couplés à une capacité d'endettement permise par l'environnement de taux bas, ont dopé le

pouvoir d'achat des classes moyennes émergentes durant la phase de *boom* et l'ont préservé dans la phase de retournement. Cette période exceptionnelle dans l'histoire de la région, où des facteurs structurels exogènes ont permis de combiner taux bas et inflation basse, semble en passe de se refermer.

Les secteurs financiers latino-américains sont donc peu profonds par rapport à ceux des autres pays de niveau de développement équivalent. Et c'est d'abord le cas des secteurs bancaires dont l'encours de crédit au secteur privé représente en moyenne 30 % du PIB, contre des équivalents de 80 % à 100 % du PIB en Asie émergente ou dans les pays de l'OCDE. Par ailleurs, le secteur public continue de jouer un rôle déterminant dans ces systèmes bancaires. Aujourd'hui encore, et à quelques exceptions près (le Chili, par exemple), le financement bancaire de long terme reste la quasi-exclusivité des banques publiques. Au Brésil, c'est essentiellement le Banco Nacional de Desenvolvimento Economico e Social (BNDES), détenu à 100 % par l'État, qui finance l'investissement et assurait jusqu'en 2016, à des taux d'intérêt subventionnés, un rôle contracyclique. Les banques privées se concentrent pour leur part sur le financement à court terme tels que les crédits commerciaux. La majorité de l'épargne financière est déposée dans les banques. En moyenne, le total des dépôts dans le secteur bancaire dépasse les actifs cumulés des systèmes de retraite, des fonds de pension et des assurances dans la région.

18

Le faible développement du système financier est un handicap pour le développement de l'investissement. Les marchés d'actions restent aussi peu liquides, peu concurrentiels et peu utiles à l'économie réelle avec des capitalisations boursières relativement faibles, mais ils ont bien résisté à la crise de 2008. Faute de taille suffisante et d'instruments financiers adéquats, les investisseurs latino-américains sont obligés de compter de façon disproportionnée sur leur propre épargne (les entreprises autofinancent leur investissement à 58 %) ou l'épargne étrangère, sans passer par l'intermédiation financière. Quand l'épargne étrangère diminue, pour des causes qui peuvent être tout à fait déconnectées des évolutions du sous-continent, l'investissement en pâtit immédiatement.

Ce panorama en demi-teinte des systèmes financiers latino-américains ne doit pas masquer des progrès significatifs opérés ces deux dernières décennies. Pendant les années 1980 et 1990, les systèmes financiers étaient considérés comme les talons d'Achille des économies latino-américaines, ayant été, à de nombreuses reprises, déclencheurs de crises (Banque mondiale, 2012). À cette aune, le renforcement de la stabilité financière rendu possible par l'assainissement des fondamentaux macroéconomiques et par le durcissement de la réglementation et

de la supervision constitue un acquis substantiel. Le développement des marchés obligataires en monnaie locale au cours des années 2000, également encouragé par l'amélioration des cadres macroéconomiques, constitue aussi un progrès, même si, comme le mettent en évidence Bruno Cabrillac et Marie-Hélène Ferrer, leur développement s'est quelque peu grippé depuis le début de la décennie. Le système des assurances a aussi connu un certain essor. L'expérience de CNP Assurances au Brésil, détaillée par Philippe Boyancé et Xavier Larnaudie-Eiffel, est illustrative du développement des outils d'assurance, mais également des difficultés rencontrées. Enfin, pour pallier un système financier formel peu inclusif, la région regorge d'initiatives innovantes avec notamment l'essor des institutions de microfinance et des coopératives. Si leur poids macroéconomique demeure faible (dépôts cumulés de l'ordre de 1 % du PIB), ces institutions touchent une partie significative de la population des classes pauvres et vulnérables. Tristan Dissaux et Camille Meyer mettent en lumière à travers l'exemple de la Banque Palmas, au Brésil, une innovation qui consiste à coupler le microcrédit à l'émission d'une monnaie sociale pour faire du microcrédit un instrument de développement local et solidaire.

Si elle veut poursuivre son développement, la région devra donc épargner et investir plus et mieux. Pour atteindre cet objectif, il faudra mettre en œuvre des réformes fiscales d'ampleur permettant de pallier les déficiences exposées *supra*. Il faudra également réformer les systèmes de retraite, confrontés à des problèmes majeurs. Ils ne couvrent qu'environ 50 % de la population et la majorité d'entre eux présentent une situation financière non soutenable – masquée jusqu'à présent par une situation démographique encore favorable –, compte tenu de promesses de retraite généreuses non gagées par des actifs suffisants pour y faire face en intégralité (Cavallo et Serebrisky, 2016). Les avantages et les inconvénients respectifs des systèmes par répartition et par capitalisation sont au cœur des débats qui animent la région. L'exemple argentin, détaillé par Leonardo Calalgno, illustre les revirements brutaux qui peuvent être opérés dans les principes fondamentaux des régimes de retraite, sans pour autant parvenir à en assurer la pérennité. Le cas emblématique du Chili qui a remplacé son ancien système par répartition par des fonds de pension obligatoires à cotisations définies, analysé par Carlos et Jaime Pardo, a certes permis de créer un socle d'actionnariat national donnant une certaine profondeur au marché d'actions chilien, favorable à la gouvernance des entreprises, mais il n'a pas permis de résorber les inégalités intra et intergénérationnelles du pays.

Dans un contexte international désormais moins favorable, les pays de la région sont plus que jamais confrontés à la nécessité de poursuivre

leurs efforts de transformation structurelle, de développer le secteur des biens échangeables hors produits primaires, afin de réduire leur vulnérabilité externe. Pour ce faire, ils devront maintenir leur taux de change à des niveaux compétitifs, développer leurs systèmes financiers en réduisant les rentes et investir massivement dans leurs infrastructures et leur capital humain, bien au-delà des niveaux actuels, afin d'accroître la productivité des économies et la rentabilité du capital hors des secteurs traditionnels.

BIBLIOGRAPHIE

BANQUE MONDIALE (2012), *Financial Development in Latin America and the Caribbean: the Road Ahead*, http://siteresources.worldbank.org/LACINSPANISHEXT/Resources/FLAGSHIP_eng.pdf.

BERTOLA L. et OCAMPO J. A. (2012), *The Economic Development of Latin America since Independence*, Oxford University Press.

CAVALLO E. et SEREBRISKY T. (éd.) (2016), *Saving for Development: How Latin America and the Caribbean Can Save More and Better*, IDB (Inter-American Development Bank), www.iadb.org/en/research-and-data/dia-2016-saving-for-development-how-latin-america-and-the-caribbean-can-save-more-and-better,19956.html.

ENGERMAN S. L. et SOKOLOFF K. L. (2000), « History Lessons Institutions, Factor Endowments and Paths of Development in the New World », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 14, n° 3, été, pp. 217-232.

FERREIRA F., MESSINA J., RIGOLINI J., LÓPEZ-CALVA L.-F., LUGO M. A. et VAKIS R. (2013), *Economic Mobility and the Rise of the Latin American Middle Class*, Banque mondiale, http://siteresources.worldbank.org/LACEXT/Resources/English_Report_midclass.pdf.

HIRSCHMAN A. O. (1971), « The Political Economy of Import-Substituting Industrialization in Latin America », in Hirschman A. O., *A Bias for Hope: Essays on Development and Latin America*, chap. 3, Yale University Press.

MARTORANO B. (2016), « Taxation and Inequality in Developing Countries: Lessons from the Recent Experience of Latin America », United Nations University et World Institute for Development Economics Research (UNU-WIDER.) *Working Paper*, n° 2016/98, www.wider.unu.edu/publication/taxation-and-inequality-developing-countries.

OCDE, IDB, CIAT et ECLAC (2016), *Revenue Statistics in Latin America and the Caribbean 2016*, OECD Publishing.

OCDE, UN, ECLAC et CAF (2015), *Latin American Economic Outlook 2016: Towards a New Partnership with China*.

PRASAD E., RAJAN R. et SUBRAMANIAN A. (2007), « Foreign Capital and Economic Growth », *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 38, n° 1, pp. 153-230, www.brookings.edu/wp-content/uploads/2007/03/2007a_bpea_prasad.pdf.

PRZEWORSKI A. (2004), « Democracy and Economic Development », in Mansfield E. D. et Sisson R. (éd.), *Political Science and the Public Interest*, Ohio State University Press.

RODRIK D. (2015), « Premature Deindustrialization », *Journal of Economic Growth*, vol. 21, n° 1, pp. 1-33, <http://link.springer.com/article/10.1007%2Fs10887-015-9122-3>.

SANTISO J. (2005), *Amérique latine : révolutionnaire, libérale, pragmatique*, CERI Autrement.

UNDP (United Nations Development Programme) (2016), *Multidimensional Progress: Well-Being beyond Income*, Regional Human Development Report for Latin America and the Caribbean.

VENTURA C. (2014), *L'Éveil d'un continent : géopolitique de l'Amérique latine et de la Caraïbe*, Armand Colin.