

LA LETTRE DU

N° 134 - AVRIL 1995

CEPII CENTRE
D'ÉTUDES PROSPECTIVES
ET D'INFORMATIONS
INTERNATIONALES

LEÇONS MEXICAINES

Entamée par une crise de change, la débâcle monétaire et financière mexicaine débouche sur un brutal ajustement macro-économique, des incertitudes quant à la solvabilité externe du pays et des menaces sur la solidité du système financier interne. En pourcentage du PIB, la dette extérieure a rejoint son niveau maximal de 1983 et, en raison du tarissement des entrées de capitaux, les 48 milliards de dollars accordés récemment au Mexique suffiront à peine à assurer son refinancement en 1995. Pour éviter la répétition de telles crises, différentes solutions ont été proposées : renforcer la discipline de marché, établir des Currency Boards, freiner la mobilité des capitaux, mettre sur pied un fonds d'assurance multilatéral. Aucune de ces solutions n'est sans défaut, ni sans risque.

■ Retour au passé ou crise du XXI^e siècle ?

La crise mexicaine fait l'objet de deux interprétations antagoniques : selon la première, l'éclatement de la bulle spéculative, qu'avaient nourrie les entrées de capitaux, dévoile une économie du Tiers-monde qu'on avait, un temps, cru faire partie du Premier monde ; selon la seconde, la crise monétaire de 1994-1995, par son ampleur même, illustre l'intégration du pays à la finance globalisée. Ces deux analyses ne sont pas inconciliables : crise de change à l'origine, lorsque la dévaluation du 20 décembre 1994 a échoué, la crise s'est, depuis lors, constamment aggravée au fil de la chute du peso et des plans de redressement ou de soutien financier. Elle s'est transformée en une crise financière.

Comme l'ont rappelé les crises du SME, les réactions des marchés financiers peuvent donner naissance à des équilibres multiples. Tant que la politique économique apparaît crédible, que le pays est jugé solvable, il est possible d'ignorer les contraintes de liquidité et de cheminer au bord du gouffre, pourvu qu'à terme l'économie soit compétitive et capable de payer ses dettes. Mais si la crise de confiance survient, elle peut donner naissance à un cercle vicieux où inquiétudes quant à la solvabilité et défiance envers la monnaie s'alimentent réciproquement.

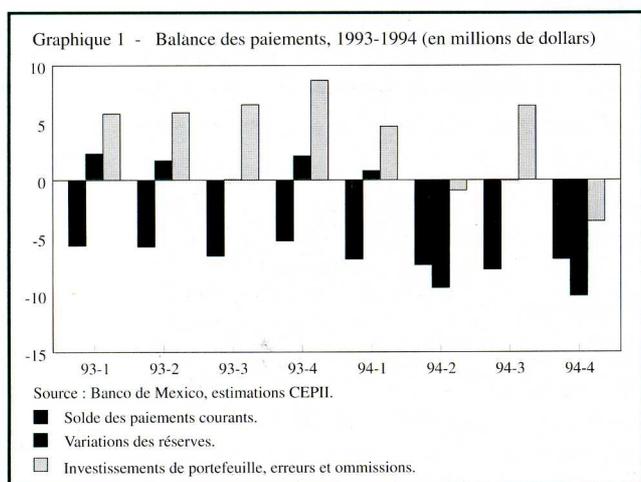
La stratégie économique de l'administration Salinas relevait du cheminement au bord du gouffre. En même temps qu'elle menait à bien une stabilisation macro-économique dont la clef de voûte était la politique de change, son pari était de transformer le pays par l'ouverture et la libéralisation. Pour financer la modernisation, elle faisait appel à l'épargne étrangère en offrant aux détenteurs de capitaux des titres en monnaie stable et à rendements élevés ; l'investissement devait ainsi assurer le redressement de l'offre après le choc de l'ouverture, susciter des gains de productivité et induire le développement d'exportations non-pétrolières, validant ainsi la politique de change. Cette politique était à l'évidence vulnérable¹ pour trois raisons : la surévaluation à laquelle conduisait progressivement un *crawling peg* partiel par rapport au dollar² ; la faiblesse du taux d'épargne qui, en dépit du redressement budgétaire, se traduisait par un déficit extérieur de l'ordre de huit points de PIB ; la faiblesse structurelle de l'industrie traditionnelle, dont l'offre ne se restructurait que lentement.

Une correction s'imposait donc dans le domaine macro-économique et dans celui des politiques d'offre. En particulier, il était nécessaire de

1. Voir *La Lettre du CEPII* n°123, avril 1994.

2. Depuis novembre 1991, le taux de change peso-dollar évoluait à l'intérieur d'une bande de fluctuation dont la borne supérieure se dépréciait sensiblement moins que l'écart d'inflation. En 1993, le taux de change effectif réel du peso enregistrerait une appréciation de 80% par rapport au niveau très déprécié de 1987.

procéder à une dévaluation qu'avait trop longtemps retardée la négociation de l'ALENA, les controverses sur sa ratification, l'élection présidentielle de 1994 et, enfin, l'obstination de l'administration sortante. Mais lorsque la décision fut enfin prise; il était déjà très tard : en dépit d'expédients comme l'émission de titres de dette publique indexés sur le dollar (les fameux *Tesobonos*), les entrées de capitaux s'étaient affaiblies depuis le début 1994, puis inversées (graphique 1). Le niveau des réserves — 6 milliards de dollars à la fin décembre, contre 25 un an plus tôt — interdisait de défendre la nouvelle parité monétaire. Le flottement était inévitable et sa maîtrise devenait impossible sans soutien extérieur.



Trois défis immédiats

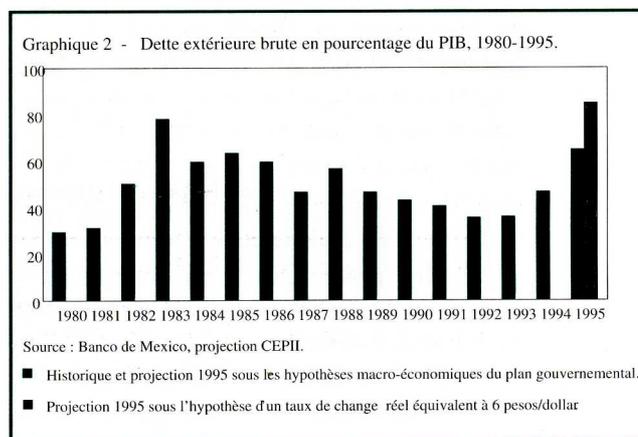
Le Mexique affronte aujourd'hui trois défis immédiats. Confronté à un tarissement des apports extérieurs privés, il doit, à brève échéance, résorber huit points de PIB de déficit courant. Cela impose un ajustement macro-économique très brutal : le programme révisé publié au début du mois de mars prévoit qu'en 1995 la demande intérieure baissera de 10% et les importations de 24%.

Le second défi est d'assurer le service de la dette extérieure. En proportion du PIB, la dette, qui s'était érodée sous l'effet du plan Brady, de la croissance et de l'appréciation de la monnaie, retrouve un niveau proche de ses maxima historiques (graphique 2). De maturité courte si l'on y inclut les *Tesobonos* — environ cinquante milliards de dollars viennent à échéance en 1995, dont une trentaine pour la dette publique —, cette dette ne peut ni être amortie (il faudrait un

excédent courant), ni rééchelonnée (en raison des financements désintermédiés). Elle doit donc être refinancée par l'apport de capitaux publics. Les 48 milliards de dollars³ du plan de soutien international y suffiront à peine en 1995 et ne permettront une reconstitution des réserves de change qu'en cas d'excédent courant ou de reprise des apports de capitaux privés.

Il faut, enfin, éviter que récession et dévaluation ne précipitent l'effondrement du système bancaire domestique. Toutes les conditions sont en effet réunies pour que de nombreuses d'entreprises se révèlent insolubles : entre fin 1990 et fin 1994, les crédits bancaires en pesos au secteur privé sont passés de 17% à 34% du PIB et les crédits en dollars de 11 à 33 milliards de dollars ; ces emprunteurs font aujourd'hui face à la chute de la demande interne, à des taux d'intérêt voisins de 100% et à une réévaluation brutale de la contrepartie en pesos de leurs engagements en devises. Or, une vague de défaillances d'entreprises chargerait rapidement les bilans des banques, les menaçant à leur tour de faillite. Ce risque de krach bancaire à grande échelle explique qu'une part des fonds apportés par les Etats-Unis et les agences multilatérales sera consacrée à la recapitalisation des banques, sans toutefois qu'il soit sûr que cela suffise.

L'expérience mexicaine illustre ainsi les effets potentiels d'une crise financière dans une économie émergente : récession brutale, dégradation de la solvabilité, déstabilisation du système financier, mise en question des politiques d'ouverture commerciale, contagion vers des pays jugés comparables. Tout particulièrement, cette expérience souligne les dangers que comporte toujours une appréciation rapide du change réel liée à des entrées massives de capitaux : leur entraînement mutuel est à



3. Les banques privées ont annoncé le 22 mars qu'elles renonçaient à apporter 3 milliards supplémentaires.

4. Auxquels s'ajoutent 27 milliards de dollars d'endettement extérieur. Il faut cependant tenir compte de l'expansion du secteur privé sous l'effet des privatisations.

l'origine de la plupart des bulles spéculatives dans ces pays qui se traduisent, sur le plan interne, par une croissance rapide du crédit, des prix et des prêts non-performants. Ceci décrit une méthode classique pour additionner à une crise de change une crise financière interne, notamment si une libéralisation bancaire récente n'a pas été accompagnée d'un renforcement de la supervision. L'expérience chilienne des années 1982-1983 reposait exactement sur ce scénario, la Turquie a failli le connaître à son tour en 1994, et il n'est pas sûr que le Mexique l'ait évité.

■ Médecine préventive ou médecine d'urgence ?

Quels mécanismes peut-on alors envisager pour limiter les risques dus à cette dissonance systémique entre des économies fragiles et des marchés surréactifs ? Quatre options sont actuellement en discussion, qui traduisent chacune un arbitrage différent dans le partage des risques et des contraintes.

Une première option serait de miser sur un renforcement de la discipline de marché pour récompenser les "bonnes politiques". Avec l'expérience acquise et une information plus fine, les marchés sauraient graduer les primes de risque appliquées aux emprunteurs ; les gouvernements, quant à eux, apprendraient à réagir en temps utile, notamment en matière de change⁵. On pourrait ainsi sortir d'un régime "en courant alternatif", où la contagion des *boom* succède régulièrement à celle des paniques. Telle est, en principe, la régulation normale d'un marché obligataire. La difficulté réside ici dans la capacité des marchés à valoriser le risque — ce qui suppose entre autres qu'ils n'anticipent pas de renflouement public — et dans celle des gouvernements à réagir aux signaux qu'ils reçoivent. Sur un point comme sur l'autre, il est permis d'être pessimiste. De plus, on peut craindre qu'après l'expérience mexicaine, ce choix non-interventionniste conduise, de fait, à restreindre l'accès aux marchés à un nombre limité de pays dont la lisibilité serait jugée suffisante et dont les gouvernements pourraient se transmettre un capital minimum de crédibilité financière. Pour tous les autres, le coût de ce supplément éventuel de stabilité serait une éviction des marchés financiers et le recours quasi-unique aux

financements multilatéraux. Tel est déjà le cas de la plus grande partie des pays africains.

Qu'est-ce qu'un *Currency Board* ?

Le principe de ce régime monétaire est que la monnaie Banque Centrale MO (réserve et monnaie fiduciaire) est gagée à 100% sur les réserves de change (or, devises), dont les variations déterminent directement celles de l'encours monétaire. Ceci a deux corollaires : le taux de change est rigoureusement fixe et la Banque Centrale s'interdit toute émission autonome, si bien qu'elle ne peut plus intervenir comme prêteur en dernier ressort au bénéfice de l'Etat ou des banques commerciales. Ce double renoncement à l'instrument monétaire et au taux de change apparente donc ce régime à l'étalon or : il limite étroitement la capacité des pouvoirs publics à amortir des chocs exogènes, ce qui les transmet intégralement à l'économie réelle et aux banques, dont les cycles sont fortement amplifiés. C'est pourquoi cette option radicale, très contraignante, paraît ne s'adresser qu'à des pays qui ont déjà perdu la possibilité de suivre une politique monétaire discrétionnaire — par exemple après une hyperinflation.

Une seconde solution est en discussion dans le cas du Mexique. Beaucoup plus radicale, elle consisterait à éliminer le risque de résonance entre crise de change et crise financière en optant pour le *Currency Board* des anciennes colonies britanniques, qui a été adopté par l'Argentine en avril 1991 et par l'Estonie en juin 1992⁶. Ce régime est très contraignant (voir encadré) et il suppose un niveau initial d'inflation très bas. Surtout, s'il offre une forte garantie contre des chocs d'origine interne (notamment budgétaire), il n'écarte pas vraiment les risques dus aux mouvements de capitaux : les entrées se traduisent par un accroissement de l'offre de monnaie et donc, à terme, par une appréciation du taux de change réel ; les sorties, par une contraction immédiate de la masse monétaire, une hausse des taux d'intérêt éventuellement très forte et une substitution de devises. La contagion de la crise mexicaine a ainsi entraîné en Argentine une baisse de 15% des dépôts bancaires totaux entre le 20 décembre 1994 et la mi-mars 1995, ce qui suscite

5. Dans une telle hypothèse, la logique voudrait que les politiques d'ancrage nominal "à la mexicaine" fassent place à des politiques de change plus flexible, à l'exemple du Chili.

6. Voir M. Kiguel et N. Liviatan (1994) "Exchange-Rate Based Stabilization in Argentina and Chile : a Fresh Look", *Policy Research Working Paper* n°1318, Banque mondiale, et A.H. Hanson, "The Experience of the Estonian Kroon", in *The Economics of New Currencies*, CEPR, 1993.

des tensions extrêmes dans le système financier et promet une récession pour les prochains mois. Au total, cette option n'élimine pas les risques induits par les mouvements de capitaux, mais reporte massivement le coût de stabilisation des marchés sur les acteurs les plus vulnérables.

Selon une troisième proposition, l'issue consisterait à freiner les mouvements de capitaux à court terme par des mesures administratives, comme l'ont fait longtemps de nombreux pays en croissance rapide, en Europe et en Asie de l'Est. Compte tenu de la difficulté à différencier capitaux à court et à long terme, un *modus operandi* envisageable serait de peser sur la rentabilité des placements courts des non-résidents, par exemple par la taxation des cessions d'obligations avant échéance. Une autre voie serait de limiter les engagements en devises des résidents, en imposant des réserves obligatoires sur les ressources bancaires en devises ou, de manière plus radicale, en restreignant l'émission d'obligations en devises par le secteur privé⁷. Dès lors que l'Etat appliquerait ces règles à la gestion de sa propre dette à court terme, un supplément appréciable de stabilité pourrait être obtenu. Le risque d'une telle solution serait cependant de tarir les entrées de capitaux privés et, à la limite, de les réduire aux seuls investissements directs. Ce pourrait en particulier être le cas en l'absence de reprise des prêts bancaires syndiqués. La réduction du risque financier aurait alors pour contrepartie de freiner la croissance potentielle de l'investissement.

La dernière option serait de créer un mécanisme multilatéral d'assurance contre les risques de système, ce qui reviendrait à institutionnaliser le type de programme bâti à chaud dans le cas du Mexique. L'expérience enseigne, cependant, que la garantie d'un prêteur en dernier ressort, qui s'engagerait à soutenir sans limite un pays victime d'un *run* sur sa monnaie ou sa dette publique, ne peut être viable que sous deux

conditions : un apport suffisant de fonds instantanément mobilisables⁸ et l'adossement à un dispositif *préventif* de surveillance que pourrait gérer le FMI. En cas de dérive d'un pays, ce dernier devrait alors adresser des mises en garde confidentielles au gouvernement, puis, le cas échéant, émettre des avertissements publics à destination des marchés⁹. L'efficacité de ce régulateur se jugerait donc, d'abord, à sa capacité à émettre les signaux qui permettraient aux marchés de mieux apprécier les risques et aux gouvernements de les conjurer : en cas de spéculation naissante, le Fonds devrait mettre le doigt sur la bulle avant qu'elle ne devienne trop grosse. Ceci supposerait beaucoup de clairvoyance et d'autorité, contre des critiques inévitables : si un pays est prêt à payer une prime de risque sur un marché privé, pourquoi faudrait-il lui en refuser l'accès ? Surtout, un tel mécanisme poserait inévitablement un problème d'aléa moral, en ce qu'il inciterait à adopter délibérément un comportement à risque, du fait de la possibilité de transférer son coût potentiel sur un tiers¹⁰. Si un gouvernement engagé dans une campagne électorale ne réagit pas aux avertissements, s'il laisse la spéculation se développer, un risque systémique apparaîtra qui devra bien être géré, même si ce pays a joué contre les règles. Le FMI devra-t-il précipiter la crise en annonçant que, malgré toutes les procédures de surveillance, il a laissé filer la bulle ? Comme dans tout mécanisme de supervision financière, le régulateur risque de devenir captif de ceux qu'il surveille.

La liberté des mouvements de capitaux devait assurer une meilleure allocation des ressources. L'expérience de ces dernières années rappelle qu'elle ne va pas sans coût ; l'analyse des alternatives montre qu'elles comportent toutes des risques.

Jean Pisani-Ferry
Jérôme Sgard

7. Voir "Les flux financiers vers les pays émergents, les leçons de l'expérience mexicaine", *Conjoncture mensuelle*, Indosuez, mars 1995.

8. F. Bergsten, qui défend ce projet, avance l'hypothèse d'un fond d'intervention de 100 milliards de dollars, *Institute of International Economics*, février 1995.

9. A l'image du dispositif de surveillance budgétaire de l'Union européenne.

10. Voir R. Dornbusch, "The Mexican Crisis and US support", audition au Congrès des Etats-Unis, 10 février 1995.

LA LETTRE DU CEPII

RÉDACTION
Centre d'études prospectives
et d'informations internationales,
9, rue Georges-Pitard
75015 Paris.
Tél. 33 (1) 48 42 64 64
Fax : 33 (1) 48 42 59 12

DIRECTEUR DE LA
PUBLICATION
Jean Pisani-Ferry
RÉDACTEUR EN CHEF
Jean Pisani-Ferry
CONCEPTION GRAPHIQUE
Pierre Dusser
RÉALISATION
Annick Hutteau
DIFFUSION
La Documentation française.

ABONNEMENT
(11 numéros)
France 295 F
Europe 350 F
Hors Europe 440 F
(envoi par avion)

Commande adressée à :
La Documentation française,
124, rue Henri Barbusse
93308 Aubervilliers Cedex.

ISSN 0243-1947
CCP n° 1462 AD
2^{ème} trimestre 1995
Avril 1995

Imp. SNLIR-IVRY
Imprimé en France.

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