

A1-1

G

910

La séquence de libéralisation du secteur extérieur en Amérique
latine: les cas du Chili et du Mexique

Centre de Documentation
Dip. de sciences économiques
Université de Montréal
C. P. 6128, Succ. "A"
Montréal, Qué., Canada, H3C 3J7

par

Catherine St-Antoine

sous la direction du professeur

André Martens

Département des Sciences Économiques

Université de Montréal

Août 2003

Le présent rapport de recherche traite de la séquence de libéralisation des échanges extérieurs en Amérique latine. Suite à de nombreuses années d'application de stratégies d'industrialisation par le biais de la substitution aux importations, ces pays sont appelés à partir du début des années '80 à diminuer leurs barrières tarifaires et à relâcher le contrôle exercé sur le mouvement transfrontalier des capitaux. Or, malgré la volonté exprimée par les gouvernements, dans la majorité des cas, les tentatives de libéralisation ont été à un moment ou un autre renversées, ou du moins interrompues. L'expérience de l'Amérique latine démontre que, bien souvent, pour des raisons politiques ou même d'efficacité, il est impossible de procéder à la libéralisation simultanée du commerce et des mouvements des capitaux. C'est dans un tel cadre que se pose la question de la programmation des réformes dans le temps.

Afin de répondre à cette question sont dans le présent ouvrage comparés les calendriers des mesures de libéralisation implantées au Chili, dans les années '70, et au Mexique, à la fin des années '80. Tel que l'expose la revue de la littérature, la plupart des auteurs recommandent de libéraliser le mouvement des capitaux graduellement, après que ses impacts positifs sur les exportations et la croissance de la productivité des facteurs de production se soient réalisés, de telle sorte que le pays soit moins vulnérable face à la volatilité des capitaux. Le Chili et le Mexique ont tout deux introduits les réformes dans cet ordre, le premier avec d'avantage de décalage encore que le second. Cela n'a toutefois pas empêché dans les deux cas l'émergence d'une grave crise financière. Outre la séquence de libéralisation, les similitudes observées indiquent que l'utilisation concomitante du taux de change comme point d'ancrage contre l'inflation et la présence d'un système bancaire faible aient rendu l'ajustement difficile suivant le ralentissement de l'entrée des capitaux.

Le plan :

Partie I : Le processus de libéralisation

I.1 : Les conditions de départ

I.2 : Les objectifs poursuivis par les politiques d'ouverture

I.3 : Quelques définitions

Partie II : Recension bibliographique

II.1 : Le mouvement des capitaux suivant l'ouverture du compte de capital

II.2 : L'effet du mouvement des capitaux sur le taux de change d'équilibre

Partie III : Les leçons de l'expérience : les cas du Chili et du Mexique

III.1 : Le train des mesures observées

III.2 : L'introduction des réformes : un survol

Partie IV : La séquence des réformes au Chili et au Mexique

IV.1. : Le cas du Chili

IV.2 : Le cas du Mexique

Partie V : Les crises de change mexicaines et chiliennes : analyse selon la perspective de la séquence

Conclusion

Introduction

Depuis le milieu de la décennie 80, la plupart des pays d'Amérique latine ont tenté d'ouvrir leur économie à la concurrence étrangère. Les stratégies d'industrialisation par le biais de la substitution aux importations adoptées par la majorité d'entre eux depuis les années '40 ont été tenues en partie responsables de leurs faibles performances économiques. L'ouverture au commerce et la libre circulation des capitaux devaient permettre l'accès à des fonds moins coûteux et une allocation des ressources plus efficace.

Malgré la volonté exprimée par les gouvernements, peu de pays ont réussi à soutenir leurs politiques d'ouverture de façon permanente. Souvent, ces tentatives ont avorté à différents stades du processus et des politiques protectionnistes ont été réimplantées. Selon certains économistes, ces échecs ne sont pas le résultat du processus de réforme en lui-même, mais d'une mauvaise compréhension des aspects dynamiques qu'implique la transition d'une économie fermée à une économie ouverte. Une plus grande attention devait être portée à l'ordre dans lequel on allait implanter les réformes.

Les politiques d'ouverture peuvent être interrompues pour des raisons à la fois politiques et économiques. D'abord, en provoquant une redistribution des ressources entre secteurs, la libéralisation commerciale est susceptible d'être contestée par les groupes anciennement protégés. Ensuite, tel que le suggèrent les crises de change ayant eu lieu au Mexique et en Russie, les changements induits par les mesures de libéralisation peuvent amener des déséquilibres importants, rendant les économies plus sensibles à la volatilité des capitaux pendant la période d'ajustement. La littérature portant sur les questions de séquence reconnaît ces enjeux. En procédant aux réformes dans l'ordre approprié, il serait possible de mieux faire face à ces difficultés.

Les mesures visant à ouvrir l'économie aux échanges extérieurs sont souvent incluses dans un programme plus large d'ajustement structurel comprenant des politiques de stabilisation et de libéralisation du marché financier intérieur et des prix. Les

changements induits par ces mesures seront considérés. Toutefois, nous nous concentrerons dans le cadre de cette étude sur la séquence de libéralisation du secteur extérieur. Plus précisément, nous chercherons à répondre aux questions suivantes : dans quel ordre doit se dérouler le processus de libéralisation des transactions courantes et des capitaux, tels qu'elles sont enregistrées dans la balance des paiements? Est-ce que les ajustements requis par la libéralisation commerciale doivent être complétés avant de laisser entrer et sortir les capitaux? Quels sont les critères à observer? Que nous apprend l'expérience des pays d'Amérique latine à cet égard?

Ces questions seront abordées selon l'ordre suivant. À la partie I, nous verrons ce que représente la transition d'une économie fermée à une économie ouverte, quelles sont les conditions de départ et les objectifs poursuivis. À la partie II, nous procéderons à une recension bibliographique portant sur les enjeux liés aux questions de séquence, particulièrement au niveau macroéconomique. Le comportement du taux de change réel se révèle être une variable clé, autant pour la soutenabilité de la libéralisation commerciale que pour la prévention d'une crise financière suite à l'ouverture du compte de capital. À cette étape seront en outre introduites les définitions des mesures de libéralisation, sur la base desquelles seront comparées par la suite les deux expériences à l'étude. À la partie III, nous verrons dans quelles circonstances ont été introduites les réformes au Chili et au Mexique. Seront également présentés les calendriers des réformes pour les deux pays, instrument facilitant grandement l'analyse de la séquence suivie. À la partie IV, nous procéderons à l'observation de la chronologie des réformes introduites dans les deux pays. Nous constaterons la présence de nombreuses similitudes, autant au niveau du parcours poursuivi que des résultats obtenus. Au Mexique comme au Chili, les gouvernements font face à des choix difficiles, surtout concernant l'utilisation du régime de change. À la partie V, nous procéderons à l'analyse des deux expériences selon la perspective de la séquence.. La conclusion suivra.

Partie I : le processus de libéralisation

I.1 : Les conditions de départ

L'adoption de politiques d'ouverture s'inscrit dans un programme plus large de restructuration de l'économie. Pour mieux en évaluer les implications, nous devons connaître l'environnement économique dans lequel elles s'implantent.

Tout les pays en développement n'ont pas instauré les politiques de libéralisation dans les mêmes circonstances. C'est pourquoi la séquence appropriée des réformes n'est pas la même pour tous. Cependant, sur la base de caractéristiques communes, il est possible de dresser certains principes généraux s'adaptant à la majorité des cas. Pour la plupart des pays d'Amérique latine, l'ouverture de l'économie fait suite à de nombreuses années d'application de stratégies d'industrialisation par le biais de la substitution aux importations.

L'industrialisation par la substitution aux importations

L'industrialisation par substitution aux importations est une stratégie de développement fort populaire à partir des années '50. Elle consiste à produire localement des biens qui étaient auparavant importés, principalement, dans le cas des PED, des biens manufacturiers. Les politiques commerciales, financières et de change sont dès lors dirigées vers le soutien des nouveaux secteurs. Ces mesures ont profondément transformé la structure économique de ces pays.

Afin de protéger les secteurs naissants face à la concurrence internationale, les gouvernements introduisent l'application d'une série de tarifs, dont l'importance varie selon le niveau de transformation du produit. Ces mesures sont de plus supplémentées par des contrôles directs et quantitatifs sur l'accessibilité aux devises étrangères et par l'octroi limité de permis d'importation. Afin de permettre l'importation des biens de capitaux nécessaires à la production, la valeur externe de la monnaie nationale est

maintenue à un niveau artificiellement élevé. Enfin, dans le but d'encourager l'investissement dans les secteurs considérés prioritaires, des crédits subventionnés leur sont alloués, rationnement qui se fait au détriment d'autres financements et qui introduit un écart important entre les taux d'intérêt à l'emprunt et à l'épargne.

Afin d'éviter la sortie des capitaux, qu'est susceptible d'entraîner le niveau défavorable des taux d'intérêt, et dans le souci de maîtriser l'allocation des ressources entre secteurs, le mouvement transfrontalier des capitaux est contrôlé à des degrés divers, que ce soit au niveau des investissements de portefeuille ou du paiement des transactions courantes. En somme, les stratégies d'industrialisation par la substitution aux importations se caractérisent non seulement par des politiques commerciales protectionnistes, elles impliquent généralement un ensemble de mesures, où le système financier, budgétaire et de change sert à accommoder le mécanisme de protection. (McKinnon, 1991)

Conséquences économiques

Au début des années '80, peut-être en raison de la faiblesse des capacités de planification (Bruton, 1998) ou de chocs externes tels que la détérioration des termes de l'échange, la récession mondiale et l'augmentation des taux d'intérêt internationaux, les pays ayant appliqué ces stratégies de développement font face à une grave crise économique. Les investissements nécessaires à l'essor du secteur manufacturier ont entraîné de forts taux d'inflation, de larges déficits budgétaires et une dette étrangère imposante. L'entretien d'une monnaie forte a encouragé les importations, entraîné une diminution alarmante des réserves extérieures et anémié le secteur des exportables. L'allocation des ressources vers les secteurs jugés prioritaires, à laquelle ont mené les politiques protectionnistes et de rationnement du crédit, ne génère pas la croissance escomptée. Dans une telle situation, les pays ne sont pas à même, en 1982, de faire face à l'épuisement des crédits extérieurs.

I.2 : Les objectifs poursuivis par les politiques d'ouverture

La situation des pays ayant appliqué les stratégies d'industrialisation par substitution aux importations, en Amérique Latine, mais également en Afrique et au Proche Orient, contraste à ce moment avec les pays de l'Asie du Sud Est, dont le développement est provoqué par la croissance des exportations. Devant ce constat, et aussi face aux pressions exercées par les institutions de Bretton Woods, où l'ouverture et le développement des marchés sont des facteurs dorénavant considérés déterminants pour la croissance, les PED sont appelés à réformer leurs politiques commerciales, de façon à en diminuer le biais anti-exportation.

Plusieurs objectifs sont poursuivis en mettant en œuvre une politique d'ouverture. Selon les théories de l'économie néo-classique, en modifiant les prix relatifs, la libéralisation permet la réallocation des ressources vers le secteur des exportables. L'augmentation du volume et de la diversité des biens exportés qui en résulte se traduit par l'entrée des devises nécessaires au transfert des ressources vers l'extérieur, auquel doivent procéder les pays endettés. Également, suivant les théories de la croissance endogène, l'ouverture, en exposant les entrepreneurs à une plus forte concurrence et en permettant la transmission des techniques de production, aurait pour effet d'améliorer la productivité totale des facteurs de production. Pour sa part, l'accès à l'épargne étrangère associé à la libéralisation du compte de capital allait entraîner l'augmentation à la fois du niveau et de l'efficacité des investissements, tout en permettant aux pays lourdement endettés de reprendre haleine.

Nous allons voir comment une mauvaise synchronisation des réformes de libéralisation est susceptible de frustrer ces objectifs. À l'inverse, l'ordre approprié doit permettre, à terme, une croissance soutenue et la stabilisation de la monnaie. À ces objectifs économiques généraux s'ajoute, dans le cadre de la problématique de la séquence, le souci de maintenir les mesures introduites de façon permanente. Effectivement, dans la mesure où le renversement des politiques de libéralisation entraîne des coûts importants, que ce soit au niveau économique, en provoquant la réallocation des ressources entre

secteurs, ou au niveau politique, en minant la crédibilité des réformes, la liberté du commerce et des mouvements de capitaux deviennent non seulement des politiques, mais aussi des objectifs.

I.3 : Quelques définitions

Par souci de rigueur et afin de mieux se représenter ce qu'impliquent les principales politiques à l'étude, nous devons maintenant définir ce que nous entendons par :

- 1) réforme commerciale;
- 2) libéralisation du marché financier intérieur;
- 3) libéralisation des transactions extérieures en capital.

1. Réformes commerciales

La définition et la mesure de l'orientation commerciale a fait l'objet de nombreux débats parmi les économistes. Dans le cadre de la présente recherche, nous adopterons celle avancée par la Banque Mondiale dans le cadre de l'étude "Liberalizing Foreign Trade". La libéralisation y est définie comme :

"any change which leads a country's trade system toward neutrality in the sense of bringing its economy closer to the situation which would prevail if there were no governmental interference"
(Michaelis, Papageorgiou et Choksi, 1987)

Ce mouvement vers la neutralité est évalué grâce à l'observation de 3 critères :

- *Changement dans le système des prix* : où seront considérés à la fois la diminution du taux moyen des tarifs et de la distribution des taux appliqués aux différents secteurs.
- *Changement dans la forme d'intervention* : sont dans cette catégorie observées les transformations dans le système de restriction quantitative. Ce système comprend aussi bien l'interdiction directe des produits importés que l'exigence de dépôts non rémunérés préalable à l'importation et la sujétion à un accord officiel.

- *Modification du taux de change* : le passage d'un système de change multiple à un taux uniforme et une dévaluation réelle formelle, en diminuant le biais anti-exportation des mesures protectionnistes, sont également considérés comme un passage vers la neutralité.

2. Libéralisation du marché financier intérieur

McKinnon et Shaw (1973) ont été parmi les premiers à s'intéresser aux marchés financiers des pays en développement. Selon eux, un système financier est réprimé lorsque le gouvernement détermine qui reçoit et qui donne les crédits, et à quels prix. À l'opposé, la libéralisation correspond au processus au cours duquel le marché acquiert l'autorité de déterminer ces mouvements. Tel que souligné par Williamson et Mahar (1998), cette définition suggère 5 dimensions à la libéralisation financière domestique:

1. élimination des contrôles de crédit;
2. dérégulation des taux d'intérêt;
3. libre entrée dans le secteur des services financiers;
4. autonomie bancaire;
5. propriété privée des Banques.

3. Libéralisation des transactions extérieures en capital

Les États peuvent restreindre les flux internationaux de capitaux par un ensemble varié de mesures. Tout comme les mesures visant à faire obstacle au commerce, ces contrôles peuvent prendre la forme de taxes ou de restrictions quantitatives. Les contrôles observés comprennent :

- conditions de réserve, de liquidité et de dépôt;
- périodes minimales de détention des actifs au pays;
- conditions d'échéance minimale des crédits effectués par les non-résidents;
- obligation de déclarer les transactions financières aux autorités pour approbation;

- restriction sur les transactions internationales en monnaie nationale;
- limites posées sur la composition sectorielle des actifs.

Partie II : Recension bibliographique

Il n'existe pas de techniques mathématiques permettant de décider d'une manière opérationnelle de la séquence optimale. Aussi, des considérations analytiques et des cas par cas représentent la quasi-totalité de l'état de l'art. Celui-ci est composée majoritairement de 3 groupes d'arguments : 1) le comportement du taux de change réel; 2) le problème des coûts d'ajustement. 3) les effets sur le bien-être en situation de second rang. Au cours de la recension bibliographique, nous traiterons des deux premiers groupes seulement. Une présentation générale de la problématique nous permettra d'explorer différents développements : d'abord, le mouvement des capitaux suivant l'ouverture du compte de capital; ensuite, l'effet de ces mouvements sur le taux de change d'équilibre.

Parmi les premiers à traiter de la séquence de libéralisation, Little, Scitovski et Scott (1970) basent leur analyse sur des considérations d'économie politique. Selon eux, les réformes doivent être implantées graduellement, sinon, les coûts d'ajustement qui leur sont afférents risquent de provoquer la levée des mouvements d'opposition. Ces inquiétudes ont également été exprimées par Michaely (1982) et Clark (1986), selon qui les coûts engendrés par la réallocation des ressources pourraient être minimisés par l'accès aux capitaux étrangers. D'après eux, le compte de capital devrait être ouvert avant le compte courant, de sorte que les producteurs aient accès à des capitaux moins coûteux.

McKinnon s'est fortement opposé à cette idée. Déjà, en 1973, il avait publié une analyse fondatrice de la séquence de la libéralisation. Sa démonstration se fonde sur la notion de "compétition des instruments", où ce qui est requis pour réussir sur un front est l'opposé de ce qui est requis pour réussir sur l'autre. Selon lui, le contrôle des capitaux devrait

être assoupli seulement après que le secteur des biens ait été libéralisé. Sinon, en supposant que le secteur financier intérieur ait été libéralisé au préalable, l'ouverture du compte de capital est susceptible de donner lieu à un afflux « extraordinaire » de capitaux étrangers, ce qui provoquerait l'appréciation du taux de change réel et la déprotection du secteur des échangeables, au moment précis où il traverse une période d'ajustement coûteuse :

«...unusually large inflows of foreign capital ...inhibit the exchange rate to depreciate sufficiently...Previously protected competing industries, which face a significant adjustment problem, could have their difficulties magnified...Hence the capital inflow could trigger a decline in overall domestic output...» (McKinnon, 1973, p.160)

C'est en se référant à cet argument qu'il expliquera, aux lendemains de la crise de la dette de 1982, l'expérience malheureuse de l'Argentine, pays qui a libéralisé en 1977 le mouvement des capitaux avant de libéraliser son commerce extérieur.

Tel que l'avait pressenti McKinnon, le comportement du taux de change réel au cours de la période de libéralisation se révèle être un facteur clé pour le succès des réformes commerciales. Une étude empirique importante de la Banque Mondiale (Michaely, Choksi et Papageorgiou, 1991) où sont comparés les PED ayant soutenu leur politique de libéralisation à ceux ayant réimplanté des politiques protectionnistes, le démontre : parmi les huit épisodes de libéralisation où il y a eu appréciation au début des réformes, aucune n'a été complètement soutenue, parmi les 18 épisodes où il y a eu dépréciation, seulement quatre se sont terminées par un retour des mesures protectionnistes. Ce constat amène les auteurs à conclure qu'une dépréciation au début des réformes est presque un préalable à la survie des politiques de libéralisation :

“The inference is clear : the liberalization is likely to be sustained when the exchange rate increases on “impact”, and to collapse when it falls. An “impact” increase of the real rate appears to be almost a prerequisite for survival of any liberalization policy.” (Michaely, Papageorgiou, Choksi, 1991, p.218)

Deux arguments sont avancés afin d'expliquer l'importance du taux de change réel. D'abord, la dépréciation réelle, soit l'augmentation du prix des échangeables face aux

non échangeables, calme l'opposition du secteur des importables, qui souffre de la diminution des tarifs, et augmente la compétitivité du secteur des exportables, encore naissant. Ensuite, comme il est plus aisé de consommer que de produire, donc d'importer que d'exporter, suite à la diminution des barrières tarifaires, sans dépréciation du taux de change réel, il pourrait y avoir déséquilibre de la balance des paiements, ce qui stimulerait l'opposition aux réformes et en minerait d'autant la crédibilité. Notons le caractère politique de ces arguments. Nous verrons par la suite, avec l'importance grandissante des mouvements de capitaux et les crises des devises dans les années '90, que le comportement du taux de change réel et du déficit courant sont de plus en plus considérés comme les indicateurs possibles d'une future crise financière.

Effectivement, au moment où l'étude de la Banque Mondiale a été menée, très peu des PED considérés avaient fait l'expérience de la libre circulation des capitaux : le groupe se limitait à l'Argentine, le Chili, Israël et l'Uruguay. La rareté des cas ne permet pas à ce moment de faire d'inférence sûre, mais on remarque, pour ces 4 pays, que dès l'ouverture du compte de capital, l'entrée de capitaux est suivie par une diminution importante du taux de change réel. Néanmoins, les auteurs se demandent si le mouvement des capitaux aurait été le même en des temps plus "normaux", la période considérée, soit la fin des années '70, ayant été celle où un volume de capital sans précédent était disponible.

II.1 Le mouvement des capitaux suivant l'ouverture du compte de capital

L'histoire nous apprend que l'afflux des capitaux qu'ont connu les PED à la fin des années '70 n'est pas un phénomène d'exception. En ce qui concerne l'Amérique Latine, l'entrée des capitaux est même supérieure au début des années '90 à ce qui avait eu lieu auparavant. Devant ce constat, nous devons maintenant nous interroger quant aux causes et aux implications de tels mouvements, autant pour la soutenabilité des réformes commerciales que pour la santé financière des pays.

Dans la plupart des cas, la libéralisation des capitaux provoque des entrées massives de fonds étrangers, attirés par le différentiel estimé de la rentabilité du capital entre le pays

et l'extérieur. Ces nouveaux crédits sont alors monétisés et, si le régime de taux de change est fixe, il y a inflation et appréciation réelle de la monnaie; si le taux de change est flottant, il y a appréciation nominale et réelle.

Si l'ouverture du compte de capital donnait lieu à une entrée de capitaux soutenable à long terme, l'appréciation en résultant devrait être considérée comme un phénomène d'équilibre. Les agents s'y adaptent, et il n'est pas certain dans ce cas, abstraction faite des facteurs politiques, que la libéralisation des capitaux doive être retardée. Toutefois, pour les économies où le mouvement des capitaux est contrôlé depuis de nombreuses années, l'assouplissement du cadre réglementaire résulte en une entrée excessive de capitaux, dépassant son niveau d'équilibre de long terme.

Edwards (1984) propose un modèle afin de le démontrer. Le mécanisme en est le suivant : en raison du contrôle exercé sur l'entrée de capitaux, au fil des années, se creuse un écart grandissant entre la dette extérieure effective et la dette extérieure soutenable à long terme, dont le niveau est déterminé, en général, par la croissance, le taux d'intérêt versé sur les prêts, et le stock des titres du pays demandé par les étrangers. Si bien qu'au moment où sont levées les restrictions, survient une entrée extraordinaire de capitaux afin de combler cet écart, lequel diminuera progressivement, suivant le flux correspondant, jusqu'à son niveau d'équilibre de long terme. Le phénomène est illustré au graphique 1, où l'axe vertical représente l'entrée de capitaux soutenable à long terme.

II.2 Effet du mouvement des capitaux sur le taux de change d'équilibre

La fluctuation de l'entrée de capitaux étrangers est d'autant plus problématique que, à partir du moment où le taux auquel les capitaux entrent au pays diminue, la valeur de la monnaie doit se déprécier en termes réels, jusqu'à ce qu'elle atteigne son nouveau niveau d'équilibre, niveau auquel les marchés internes et externes sont sur l'horizon d'une certaine période équilibrés. Or, ce réaligement pose problème pour différentes raisons:

- 1) le retour à l'équilibre dans un régime de taux de change fixe exige que l'inflation diminue à un taux inférieur à l'inflation étrangère, ce qui peut être compliqué par la rigidité des prix et des salaires vers le bas, d'où le retard probable de l'augmentation de la production dans le secteur des échangeables (Edwards, 1984, p.6)
- 2) la réallocation des facteurs de production entre secteurs suivant le mouvement incohérent des prix relatifs peut entraîner des coûts importants (Michaely, Papageorgiou, Choksi, 1991, p.258)

Si l'ajustement requis tarde à se réaliser, ce mésalignement a pour effet d'anémier le secteur des échangeables et d'engendrer un déficit courant devenant insoutenable à long terme, ce qui pourrait, dans l'éventualité où les capitaux se retirent subitement, soit amener le gouvernement à réimposer des mesures protectionnistes afin d'éviter une crise de la balance des paiements (Michaely, Papageorgiou, Choksi, 1991, p.258), soit, conséquence plus grave, provoquer une crise financière et la dévaluation abrupte de la monnaie nationale (Edwards, 1997, p.15).

En raison de cet argument, les auteurs recommandent de libéraliser le mouvement des capitaux graduellement, après que la libéralisation dans le marché des biens soit complétée et que ses impacts positifs sur les exportations et la croissance de la productivité des facteurs de production se soient réalisés. Sinon, l'économie du pays risque d'être trop vulnérable face à la volatilité des capitaux. Le Chili et le Mexique ont tout deux introduit les réformes dans cet ordre. Le Chili a été davantage prudent, contrôlant l'entrée de capitaux de court terme tout au long de la période étudiée. Cela n'a toutefois pas empêché l'émergence d'une grave crise financière, tout comme au Mexique, 12 années plus tard. Dans les deux cas, il semble que l'utilisation concomitante du taux de change comme point d'ancrage contre l'inflation et la présence d'un système bancaire faible aient rendu l'ajustement des comptes extérieurs difficile suivant le ralentissement de l'entrée de capitaux. C'est pourquoi le problème de la séquence des réformes du secteur extérieur doit être appréhendé dans le cadre plus large des politiques introduites au niveau national.

Partie III : Études de cas : le Chili et le Mexique

Nous avons vu comment l'entrée de capitaux peut entraîner à court terme une appréciation réelle importante. Toutefois, l'appréciation peut être causée par d'autres facteurs, tels que les politiques monétaires, budgétaires et de change. L'augmentation de la demande fait souvent suite à des politiques expansionnistes et l'utilisation d'un régime de change fixe afin de contrer l'inflation peut entraîner l'appréciation réelle de la monnaie nationale si le programme de stabilisation n'est pas considéré crédible. De plus, le retour à l'équilibre des prix relatifs peut être retardé en présence du contrôle ou de l'indexation des prix. Enfin, un marché financier peu développé, en permettant l'exercice de pratiques imprudentes, peut rendre l'ajustement d'autant plus difficile suivant le retrait des capitaux. La dynamique entre l'entrée de capitaux à court terme et le niveau du déficit courant soutenable à long terme peut ainsi différer selon l'évolution des diverses politiques économiques. C'est pourquoi nous devons situer les réformes du secteur extérieur dans une série d'autres politiques au niveau domestique.

III.1 : Le train des mesures observées

Dans le cas du Mexique comme du Chili, les politiques de libéralisation font partie de programmes plus larges d'ajustement structurel et de stabilisation de l'économie. Ces trains de mesures comprennent :

- la réduction des barrières tarifaires et non tarifaires;
- une dévaluation majeure ou une unification des changes;
- la réduction du déficit budgétaire;
- la libéralisation du marché financier domestique;
- la libéralisation du mouvement des capitaux;
- la privatisation des entreprises publiques;
- la levée du contrôle des prix.

Afin de mieux comparer la séquence de libéralisation du Chili et du Mexique, et d'en identifier plus sûrement les enjeux, le calendrier de l'ensemble de ces réformes sera considéré (voir Tableaux 1 et 2). L'élaboration de ce calendrier résulte de la compilation d'un ensemble d'observations. Concernant les mesures de libéralisation, le choix des critères considérés se base sur les définitions introduites à la partie I.

III.2 : L'introduction des réformes au Chili et au Mexique : un survol

Au Chili, les réformes ont été implantées en 1973, dix années avant le lancement des réformes mexicaines. Néanmoins, les deux programmes partagent de nombreuses caractéristiques communes :

- l'ouverture drastique de l'économie;
- des mesures de privatisation et de dérégulation ambitieuses;
- des mesures de stabilisation comprenant des politiques fiscales et monétaires restrictives et un taux de change nominal prédéterminé.

Ces réformes répondent pour les deux pays à des difficultés semblables au niveau macroéconomique, soit une inflation galopante, un déficit budgétaire important, un déficit courant extérieur difficile à financer et des fluctuations majeures dans le prix des principaux produits exportés, dans le cas du Chili, le cuivre, dans celui du Mexique, le pétrole (voir tableaux III.1 et III.2).

Au Chili, les mesures sont entreprises sous la gouverne d'un régime militaire, peu après le renversement du Président élu Allende. Selon certains analystes, ce coup d'état résulte non seulement de l'érosion de la coalition ayant porté Allende au pouvoir, mais aussi de la situation chaotique de l'économie (de la Cuadra et Hachette, 1991, p.213). Face aux politiques socialistes passées, le régime de Pinochet déclare son intention non seulement de restaurer la stabilité économique et d'harmoniser les relations avec les crédateurs étrangers, mais aussi de renverser l'approche de développement économique poursuivie

par le Chili depuis les années '30, dont les politiques de Allende sont une extension considérée exagérée (Banque Mondiale, 1980, p.92)

Allende avait tenté en 1970 un grand remaniement de l'économie, impliquant l'expansion de l'emploi dans le secteur public, l'augmentation des dépenses relatives aux programmes sociaux, et la nationalisation de nombreuses entreprises dans les secteurs agricole, manufacturier et financier. Ces programmes sont réalisés au moyen principalement de politiques budgétaires et monétaires expansionnistes. Afin de diminuer l'augmentation de l'inflation et du déficit courant qui s'ensuit, les politiques protectionnistes et de contrôle des prix sont renforcées. Bien que quelques succès aient été réalisés au début des réformes, la situation économique se détériore par la suite rapidement, alors que le taux d'inflation atteint 487,5% et le déficit budgétaire 21,7% du PIB en 1973. C'est dans un tel contexte que seront engagées, de façon unilatérale, sous les conseils de technocrates chiliens fortement influencés par les idées de l'École de Chicago, les politiques de réforme économique tournées vers le marché.

Les réformes économiques engagées au Mexique au milieu des années '80 ne font pas suite à un brusque bouleversement au niveau politique, mais plutôt à une crise financière majeure. En raison de la montée du prix du pétrole au cours des années 1979 et 1980, dont le Mexique est riche, le pays s'était vu un accès renouvelé aux crédits extérieurs. Ces entrées de capitaux, pour une large part capturées par le gouvernement, avaient permis le financement de déficits budgétaires et commerciaux grandissants. Mais compte tenu de la faible croissance du pays, d'une profonde récession aux Etats-Unis, partenaire commercial principal du Mexique, de la hausse des taux d'intérêt internationaux, du retrait de l'épargne étrangère et de la baisse du prix du pétrole en 1982, le Mexique n'est plus à même de payer l'important déficit du compte courant. De telle sorte qu'en août 1982, le Ministre des Finances informe la communauté internationale que le pays ne peut plus faire face à ses obligations financières. Face à la fuite des capitaux qui s'ensuit, le président Portillo annonce en septembre la nationalisation du système bancaire et impose le contrôle des changes. La fin de l'année coïncide avec l'entrée au pouvoir du président de la Madrid. Une partie de son cabinet attribue la crise aux stratégies de substitution aux

importations implantées depuis le début des années '50 et appelle à la restructuration de l'économie. Mais un consensus plus général émerge quant à l'urgence de rétablir la stabilité financière et des prix.

Partie IV : L'ouverture du Chili et du Mexique;

La séquence des réformes

Les deux pays commencent d'abord par implanter des réformes visant à stabiliser l'environnement macroéconomique principalement par le biais de la réduction du déficit budgétaire.

La réduction de la taille de l'Etat est particulièrement importante dans le cas du Chili. Alors que les politiques de contrôle des prix sont largement éliminées en octobre 1973, l'inflation augmente à un taux annuel de près de 1000%. La réduction du déficit budgétaire devient alors l'objectif prioritaire. Afin d'augmenter les revenus de l'Etat, le gouvernement procède, en 1974, à une réforme majeure des politiques de taxation. En outre, les dépenses publiques sont réduites de façon importante : 100 000 employés du secteur public sont mis à pied entre 1973 et 1977 et 500 entreprises sont vendues au secteur privé, incluant de nombreuses banques. Les politiques budgétaires atteignent rapidement leur objectif : de 1973 à 1975, le déficit du secteur public passe de 21,7% à 2,3% du PIB. Cependant, malgré les efforts de stabilisation, l'inflation demeure élevée, atteignant 343,2% en 1975, en raison possiblement d'une politique monétaire demeurée laxiste.

Au Mexique, l'introduction des réformes budgétaires coïncide avec l'entrée au pouvoir du Président de la Madrid en 1983. Le nouveau Président présente alors le premier programme de stabilisation, le *Programme Immédiat de réajustement économique*. Afin de restaurer la stabilité financière et des prix, le gouvernement annonce la réduction drastique du déficit budgétaire et une large dévaluation du peso. Afin de rendre ces

mesures effectives, le salaire minimum et la rémunération des employés du secteur public sont dorénavant indexés sur l'inflation attendue, et non plus sur l'inflation passée. Le programme permet une réduction majeure du déficit budgétaire, lequel diminue de 16,9% du PIB en 1982 à 9,6% en 1985. Le haut taux d'inflation pose par contre toujours problème, atteignant 57,7% en 1985. Cependant, la diminution des salaires réels qui en résulte accroît la compétitivité des exportations venant des secteurs intensifs en main d'oeuvre, tout en contractant la demande, de sorte que dès 1983, la balance courante devient positive.

Politiques d'ouverture et utilisation du régime de change dans un contexte inflationniste : les enjeux

La persistance de l'inflation au Chili et au Mexique au moment où sont introduites les réformes commerciales pose de nombreux enjeux. En réduisant le prix des importables, la réduction des barrières tarifaires contribue à réduire l'inflation dans une situation de stabilité des termes de l'échange. Cependant, dans une économie ouverte, le double objectif de stabilisation et de réallocation des ressources peut mener à la manipulation contradictoire du taux de change. Alors que le maintien d'une monnaie forte permet de réduire l'inflation en diminuant le prix des échangeables, la compétitivité des produits nationaux au début de la période d'ouverture exige la dépréciation réelle de la monnaie nationale. Nous verrons que ce conflit pose un lourd fardeau aux autorités mexicaine et chilienne tout au long des réformes. Dans les deux cas, l'entrée abondante de crédits extérieurs biaise la politique de change en faveur des objectifs de stabilisation.

Réformes commerciales, stabilisation et libre mouvement des capitaux : les mesures implantées

Les réformes commerciales au Chili s'étendent de 1974 à 1979, au Mexique, de 1985 à 1989. Elles sont dans les deux cas entreprises de façon unilatérale. De nombreux accords commerciaux seront certes établis par la suite avec des pays tiers. Nous n'en tiendrons cependant pas compte ici. Effectivement, comme la question de la séquence

traite des problèmes pouvant se présenter lors de la *transition* d'une économie fermée à une économie ouverte, dans le cadre de cette étude, nous nous limiterons à l'observation des politiques qui marquent l'abandon des politiques protectionnistes.

La réduction des barrières tarifaires et non tarifaires est particulièrement abrupte dans le cas du Chili. Introduites à la fin des années '30, les mesures protectionnistes avaient pour but au départ d'encourager l'industrialisation à travers le développement d'un secteur manufacturier naissant. Cependant, selon Edwards (1991, p.110), avec le temps, la structure tarifaire reflète de plus en plus les avantages obtenus par les différents groupes de pression : à mesure que le pouvoir relatif de ces groupes change, la structure des tarifs change aussi. De telle sorte qu'à partir de la fin des années '60, la structure de protection du Chili est devenue la plus dispersée au monde. La situation empire encore sous Allende, alors que sont imposées par couches successives de nouvelles réglementations afin d'éviter une crise de la balance des paiements. En mars 1974, un premier ensemble de mesures de libéralisation met fin à cette longue tradition protectionniste. Les réformes tarifaires se font en trois étapes.

Dès le début des réformes, les autorités procèdent à la diminution à la fois du taux moyen des tarifs et de la distribution des taux appliqués aux différents secteurs. En 1974, les taux allant de 220% à 700% sont réduits à un taux unique de 160% et ceux se situant entre 50 et 220% sont réduits de 10 points de pourcentage.(voir tableau IV.1) Bien qu'ambitieuses, ces premières mesures ont cependant peu d'effet sur la concurrence étrangère, les taxes initiales étant en majorité redondantes. En août 1975, le président de la Banque Centrale annonce la forme que prendra le deuxième cycle des réformes commerciales : des réductions tarifaires semi annuelles seront introduites à partir de janvier 1976, de sorte que dès janvier 1978, une structure tarifaire allant de 10 à 35% soit établie. Enfin, face au mécontentement exprimé par les groupes de producteurs les moins protégés, qui se jugent discriminés injustement par la nouvelle structure, le gouvernement annonce en décembre 1977 l'unification de l'ensemble des tarifs au taux le plus bas, soit 10%. Concernant les restrictions quantitatives, à partir de août 1976, les politiques

d'interdiction d'importation directe et d'exigence de dépôts non rémunérés préalable à l'importation, de même que les quotas, sont éliminés.

Au Mexique, les mesures de libéralisation commerciales sont implantées dans des circonstances difficiles. Le programme de stabilisation de 1982 n'a pas donné les résultats escomptés. Le retour de l'inflation à un nouveau plateau en 1985, l'augmentation du déficit budgétaire et la chute des prix du pétrole contribuent à la diminution du surplus de la balance courante, alors que le pays, lourdement endetté, doit procéder au transfert des ressources vers l'extérieur. Dans un tel contexte, les politiques d'ouverture ont pour objectif premier de diversifier les sources de revenus extérieurs, de sorte que l'économie soit moins vulnérable face aux chocs externes.

Comme au Chili, les politiques protectionnistes au Mexique relèvent d'une longue tradition. Elles sont renforcées d'avantage encore en 1982, en réponse à la crise financière. De telle sorte qu'en 1985, lorsque les réformes de libéralisation sont introduites, 83% de la valeur des importations est soumise à des quotas, le taux maximal des tarifs atteint 100% et le taux pondéré 16,4%. La réduction des barrières tarifaires et non tarifaires se fait par la suite en trois étapes.

La première étape est marquée par la réduction abrupte des quotas en juillet 1985 et par l'entrée au Gatt en juillet 1986. La valeur des importations soumise aux quotas passe à 28% à la fin de l'année 1986 et le tarif pondéré moyen à 13,1%. (voir tableau IV.2) La deuxième étape est directement liée à l'implantation en décembre 1987 du *Pacte de solidarité économique*, cette fois le fruit de négociations entre le secteur privé, les syndicats et le gouvernement, dont le propos est de partager les coûts de la stabilisation économique. Selon la version officielle, la compétition extérieure allait contribuer à la diminution de l'inflation. (Aspe, Ministre des Finances, 1993, p.156) Cependant, tel que le soulignent certains observateurs plutôt tournés vers l'économie politique, une telle présentation des mesures de libéralisation a surtout l'avantage de calmer l'opposition des groupes auparavant protégés. (Kaufman, Bazdresch, Heredia, p.362) Quoi qu'il en soit, entre décembre 1987 et décembre 1988, période au cours de laquelle le Pacte de

solidarité est en vigueur, les barrières tarifaires et non tarifaires sont réduites de façon importante : le tarif maximal passe de 100% à 20% et la valeur des importations sujette aux quotas n'est plus que de 18,4%. Enfin, en janvier 1989, les derniers efforts de libéralisation unilatérale sont entrepris avec la diminution de la dispersion des tarifs dans le cadre du *Pacte de stabilité et de croissance économique*.

Au Mexique comme au Chili, le début des réformes commerciales coïncide de façon inopinée avec la baisse abrupte des termes de l'échange. Ceux-ci diminuent de 105,7 à 70,3 au Chili de 1974 à 1975, alors que le prix du cuivre chute de 39%. Au Mexique, le prix du pétrole chute de 52% de 1985 à 1986, ce qui contribue à une diminution des termes de l'échange de 72,2 à 52,6. (voir tableaux IV.3 et IV.4)

La baisse des termes de l'échange et des tarifs comporte des risques importants pour l'équilibre des comptes extérieurs. Les deux pays s'en prémunissent en procédant à une dévaluation réelle, avec une dévaluation nominale supérieure au différentiel d'inflation, de l'ordre de 30,2% au Chili de 1974 à 1975 et de 59% au Mexique, de 1985 à 1987. L'importance d'une monnaie dépréciée est clairement exprimée par les autorités chiliennes et mexicaines. Au Chili, en 1976, le général Pinochet présente en ces termes dans un discours public la politique de change suivie :

« We shall continue to encourage nontraditional exports... The Minister of Finance will announce the manner in which the exchange rate shall be established in order to guarantee a viable and permanent value for foreign currency » (Edwards, 1991, p.114)

Au Mexique, le calendrier des réductions tarifaires est le fruit de négociations entre le gouvernement et les représentants du secteur privé. Aussi, la politique de change reflète non seulement le souci d'assurer l'équilibre des comptes extérieurs, mais aussi d'offrir une compensation temporaire au secteur des importables :

«It can be useful to open up the economy and simultaneously back the measure with a change in the real exchange rate. Firms will then have the room and the time to adapt to the new rules of the game.» (Aspe, Ministre des Finances, 1993, p.161)

La politique de change semble dans les deux cas porter fruit. Suivant la diminution des barrières tarifaires et non tarifaires, la part des exportations dans le produit national brut augmente, au Chili comme au Mexique: le taux passe respectivement de 20,4% à 25,5% de 1974 à 1975, et de 15,5% à 19,5% de 1985 à 1987. La part des exportations non traditionnelles - or cuivre au Chili, or pétrole au Mexique - augmente également pendant ces périodes : elles passent de 15,6% à 23,9% du total des exportations au Chili et de 31,8% à 58,2% au Mexique.

Cependant, l'inflation galopante subsistant pendant cette période, atteignant 232,8% au Chili en 1976 et 131,8% au Mexique en 1987, et ce, malgré des politiques monétaires et budgétaires restrictives, inquiète les autorités. On se rend compte que les attentes inflationnistes jouent un rôle de plus en plus important dans la perpétuation de l'inflation. Il devient également manifeste que dans une économie ouverte, le comportement du taux de change est un indicateur clé pour les agents dans la formation de ces attentes. L'utilisation du taux de change devient le principal instrument contre l'inflation au Chili en 1978, avec l'introduction de la *tablita*, et au Mexique en 1988, avec l'adoption d'un taux de change fixe. A partir de ce moment, cependant, l'implantation concomitante de mesures relatives au contrôle des prix et à la libéralisation du marché financier diffère dans les deux cas.

IV.1 : Le cas du Chili

La *tablita*, régime de change souvent utilisé dans les pays d'Amérique Latine, est un système où on annonce à l'avance les dévaluations futures, lesquelles se succèdent à un taux décroissant. La dévaluation est à chaque fois inférieure à l'inflation courante. En supposant que la loi du prix unique tienne, on espère de cette façon que l'inflation domestique aille en diminuant et converge vers le taux d'inflation mondial. Ce souci est effectivement exprimé par le ministre des finances du Chili en février 1978, alors qu'est annoncée l'adoption de la *tablita*:

« The openness of the economy to international trade and the preannouncement of the rate of devaluation...will rapidly generate competitive imports for those domestic products whose internal prices are increased above reasonable levels...”(Edwards, 1991, p.37).

Le nouveau programme de stabilisation réussit à diminuer l'inflation, mais pas à l'éliminer. Le taux annuel atteint 33,4 % en 1979. Afin d'accélérer le mouvement de convergence, on décide à ce moment de lier le peso au dollar par une parité fixe. Au moment de l'adoption de ce nouveau régime, deux autres mesures importantes sont implantées en 1979, qui auront des impacts importants sur le comportement futur du taux de change réel : la libéralisation de l'intermédiation des capitaux étrangers et la promulgation de la Loi du travail, comprenant l'institutionnalisation de l'indexation des salaires sur l'inflation passée.

Suite à la prise de pouvoir du régime de Pinochet, le gouvernement démontre rapidement sa volonté de libéraliser le commerce des biens. Mais la libéralisation du mouvement des capitaux tarde. Les restrictions sont même renforcées en 1976, face à l'accroissement des flux de capitaux entrant au pays. Afin de contraindre une offre de capitaux extérieurs dorénavant plus favorable, une série de mesures sont alors introduites : enregistrement obligatoire à la Banque Centrale; interdiction des prêts d'une durée de moins de 24 mois; conditions de réserve non rémunérées sur 10 à 25% de la valeur des prêts dont la maturité se situe entre 24 et 66 mois.

Depuis le début des réformes, les banques chiliennes font en outre face à d'importantes restrictions sur l'intermédiation des fonds étrangers. Ces restrictions s'exercent de deux façons. D'abord, la part d'engagements extérieurs sur les fonds propres est limitée à un certain niveau (1,6-1,8). Ensuite, il existe un taux maximal mensuel auquel les banques peuvent accroître la part de leurs engagements extérieurs. A partir de 1979, moment où est par ailleurs introduit un régime de change fixe, les limites à l'intermédiation bancaire sont levées. En juin, le ratio maximal des engagements extérieurs sur les fonds propres est éliminé et le niveau d'engagements extérieurs est sujet au ratio d'ensemble dettes/fonds propres (20). Le résultat est immédiat : jusqu'à la fin de l'année, les fonds

étrangers intermédiés par les banques chiliennes augmentent de près de 100%. À ce moment, le taux maximal auquel les banques peuvent accroître leurs engagements extérieurs devient contraignant. En avril 1980, cette restriction est éliminée.

L'effet de ces réformes est rapide. La dette extérieure totale augmente de 30,6% en 1980 et de 40,2% en 1981. L'appréciation réelle ayant suivi la parité fixe du peso avec le dollar est accentuée, ce qui vient agrandir d'avantage le déficit courant, lequel atteint 7,1% du PIB en 1980 et 14,1% l'année suivante (voir tableau IV.5). Ces développements n'inquiètent pas les autorités. Selon le Ministre des finances M. de Castro, l'endettement privé face à l'étranger devrait même être encouragé, puisqu'il reflète l'accroissement de l'épargne étrangère :

“There is no doubt that the current account deficits...are highly beneficial for the country, and that we should make an effort to maintain them at the highest possible level and for the larger possible period of time.”(Edwards, 1998, p.41)

Mais avec l'augmentation des taux d'intérêt internationaux en juin 1981, la demande de dépôts au Chili commence à diminuer sévèrement. Or, alors que la baisse du taux entrant de capitaux devrait être accompagnée d'une dépréciation réelle, le peso continue à s'apprécier, peut-être en raison de l'indexation des salaires, ce qui est accompagné d'une baisse des exportations. De plus, le marché financier domestique montre à ce moment des signes de faiblesse. Alors que les entreprises ont de plus en plus de difficultés à payer leurs dettes, les engagements de deux banques importantes sont prises en charge par le gouvernement en novembre 1981. Face à ce constat, le doute augmente quant à la solvabilité du pays et à la viabilité du taux de change fixe alors que la monnaie nationale apparaît de plus en plus surévaluée. L'entrée des crédits étrangers cesse soudainement et la fuite des capitaux explose, ce qui entraîne rapidement une succession de faillites des entreprises et des banques, et, en août 1982, le flottement forcé du peso.

IV.2. : Le cas du Mexique

Au Mexique, l'augmentation abrupte de l'inflation, passant de 106,8% en 1986 à 155,9% en 1987, amène le gouvernement à élaborer un deuxième programme de stabilisation, le Pacte de solidarité économique. Renégociable aux 3 mois, le pacte comprend au départ: de nouvelles réductions tarifaires; le gel des salaires; le contrôle du prix des produits de base; et "une politique de change supportant la déflation sans sacrifier à la compétitivité des produits" (Aspe, 1991). Cependant, peut-être en raison d'une trop forte baisse des salaires réels et des pressions subséquentes de la part des syndicats (Vela, 1993), à la négociation suivante, un régime de change fixe est adopté, devant servir de point d'ancrage principal contre la persistance de l'inflation.

Suivant l'implantation du pacte, l'inflation diminue de façon phénoménale, passant de 180% au premier trimestre 1988 à 20% une année plus tard. Cependant, l'inflation intérieure demeure supérieure à l'inflation ayant cours aux Etats-Unis, ce qui s'accompagne d'une appréciation réelle de la monnaie nationale. À partir de ce moment, la croissance des importations dépasse celle des exportations et la balance commerciale entre en déficit. (voir Tableau IV.4) Avec l'introduction de la "Loi sur les Institutions de Crédit" en 1989 et de la "Loi sur les marchés boursiers" en 1990, le marché financier est largement libéralisé: les banques sont privatisées; les investissements directs étrangers sont permis dans un nombre étendu de secteurs; les flux de portefeuilles sont davantage encore facilités; la participation étrangère dans les institutions financières est permise. L'entrée de capitaux étrangers ainsi autorisée permet le financement du déficit courant naissant.

Très rapidement, les capitaux affluent au pays. La réduction du déficit budgétaire, l'intégration de réformes tournées vers le marché, les négociations relatives à l'Accord de Libre Échange Nord Américain, tous ces facteurs concourent à donner confiance aux investisseurs. Si bien qu'entre 1990 et décembre 1993, les investissements étrangers dans le marché boursier mexicain passent de 5 billions \$US à 54 billions \$US. Ces nouvelles entrées se traduisent par l'augmentation considérable des dépenses privées et des déficits

commerciaux entre 1988 et 1994, qu'encourage par ailleurs la forte appréciation réelle du peso.

Malgré la baisse du taux d'épargne à partir de 1990, la croissance modeste du PIB et la stagnation de la productivité totale des facteurs de production, ces développements n'inquiètent pas la communauté financière internationale. L'appréciation de la monnaie nationale est considérée comme un phénomène d'équilibre par les autorités. Associée à l'entrée de fonds privés, l'appréciation n'est pas le résultat de politiques budgétaire et monétaire expansionnistes, comme cela fut le cas dans le passé, et est considérée pour cette raison justifiée par les fondamentaux (Mancera, janvier 1994).

Mais une série d'événements malheureux vont affecter les marchés financiers en 1994 : en janvier, une rébellion éclate dans l'État du Chiapas, les taux d'intérêt mondiaux augmentent, le principal candidat du à la présidence, M. Calosio, est assassiné en mars. A partir de ce moment, le flux des investissements de portefeuille se tarit. Les sorties de capitaux se poursuivent pendant le reste de l'année et le déficit commercial du Mexique est financé en grande partie par des ponctions sur les réserves internationales. Le maintien de la valeur de la monnaie contribue d'avantage encore à la diminution des réserves. Ces avoirs passent de 26% des importations en 1993 à 5,4% en 1994. Après avoir élargi la marge de fluctuation du taux de change en permettant au peso de se déprécier de 15% le 20 décembre, le gouvernement adopte un système de change flottant le 22 décembre, menant à l'effondrement de la monnaie.

Partie V : Les crises financières mexicaine et chilienne : analyse selon la perspective de la séquence

L'afflux de capitaux suite à la libéralisation de l'intermédiation bancaire au Chili et à l'ouverture de compte de capital au Mexique permet le financement de déficits courants énormes. Aux lendemains de ces crises, les économistes se sont demandés si le taux auquel les capitaux entraient était soutenable à long terme. Comme il a été suggéré lors de la revue de la littérature, selon Edwards, la soutenabilité du déficit courant à long terme dépend de la part de capitaux étrangers relatif au PIB que les non résidents sont prêts à détenir dans leurs portefeuilles, laquelle dépend de la santé économique perçue du pays, du taux de croissance réel de l'économie et du taux d'intérêt payé sur la dette étrangère.¹

Selon le modèle proposé par Edwards, le déficit du compte courant du Mexique en 1994, au moment où le pays connaît un taux de croissance de 3,5% et que les engagements extérieurs atteignent 50% du PIB, dépasse largement son niveau d'équilibre : alors que le déficit de long terme se situe entre 2 et 3%, le déficit courant effectif atteint 7,9% du PIB. Au Chili également, alors que les engagements extérieurs atteignent 64,5% du PIB en 1981, avec un taux de croissance de 5,5%, le déficit courant de 14,1% dépasse largement son niveau de long terme.

Comme nous l'avons vu, cet écart signifie qu'au moment où le taux auquel les capitaux entrant au pays diminue, le déficit courant doit revenir à son niveau d'équilibre. Pour cela, il doit y avoir dépréciation réelle de la monnaie. Cet ajustement fut difficile dans le cas du Chili comme du Mexique.

¹ Plus formellement, le déficit du compte courant d'équilibre à long terme (C/y) est donné par :

$$C/y = (g-r)k^* \text{ ou :}$$

g = taux de croissance réel de l'économie

r = taux d'intérêt payé sur la dette étrangère

k^* = part des capitaux étrangers par rapport au PIB que les non résidents sont prêts à détenir dans leurs portefeuilles.

Au Chili, l'indexation des salaires à l'inflation passée et la peur de la réaction des investisseurs étrangers face aux faillites bancaires, qu'est susceptible de provoquer une dépréciation trop forte du peso, rend le retour à l'équilibre difficile. La faible dévaluation à laquelle avait procédé le gouvernement en juin 1982 l'avait démontré : rapidement, la situation financière des entreprises ayant emprunté en dollars s'était détérioré, ce qui avait forcé les autorités à prendre en charge les dettes de nombreuses banques.

Au Mexique, le retrait des capitaux étrangers suivant l'assassinat de Calosio en mars 1994 est tel qu'une contraction sévère du déficit courant était requise. Or, la faible croissance de la productivité totale des facteurs de production suivant les réformes commerciales n'a pas permis l'augmentation souhaitable des exportations. En contrepartie, une dépréciation réelle importante aurait été requise pendant la transition pour assurer l'équilibre des comptes extérieurs. Mais le gouvernement tarde à s'y soumettre. Le maintien à tout prix au Mexique d'un régime de change rigide rend l'ajustement de plus en plus difficile à mesure que le flux de capitaux décline au cours de l'année 1994.

Plusieurs facteurs peuvent expliquer le refus du gouvernement mexicain de procéder à la dépréciation réelle requise. D'un point de vue politique, le moment est peu propice à l'introduction d'une telle mesure. Depuis la fin de l'année 1993, la classe politique mène une campagne électorale en vue de la tenue d'élections en août 1994. La compétition entre les deux partis en opposition est sévère, alors que la coalition entourant le Parti Révolutionnaire Institutionnel (PRI), au pouvoir depuis les années '30, se fragmente. Selon le politicologue Peter H. Smith (1998), en retardant le moment de dévaluer, Salinas cherche à minimiser la probabilité que le PRI perde les élections présidentielles :

« For symbolic, political, and economic reasons, devaluation of the peso had pealed a death knell for outgoing presidents of Mexico. As Jose Lopez Portillo observed from his own experience in 1982, "the president who devalues is himself devalued" (Smith, 1998, p.39)

Le PRI gagne les élections en août 1994. Le gouvernement tarde toujours à procéder à la dévaluation. La fragilité du secteur bancaire, qui n'a été privatisé qu'en 1991, inquiète les autorités. Selon Edwards et Dresser (1998), le maintien coûte que coûte d'une monnaie surévaluée s'explique par ce souci, alors que le secteur bancaire national forme un élément clé dans la coalition entourant le PRI.

Conclusion

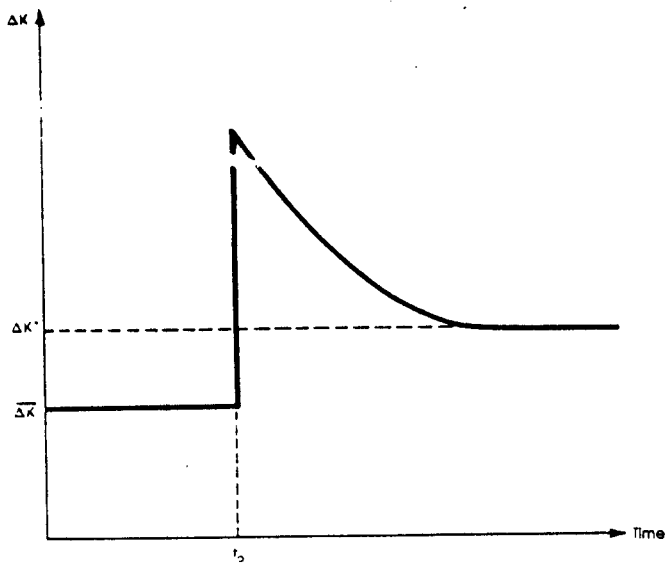
A la différence du Mexique, le Chili a maintenu certains contrôles sur la mobilité des capitaux de court terme tout au long des réformes. Cela ne lui a cependant pas permis d'éviter l'émergence d'une grave crise financière. La levée des restrictions sur l'intermédiation bancaire a permis à des banques mal supervisées d'accorder des prêts peu productifs. D'où l'importance d'établir des règles prudentielles fortes et d'améliorer les procédures et méthodes de supervision des banques avant de libéraliser l'intermédiation des fonds étrangers. Les banques doivent être assez robustes pour faire face aux chocs auxquels elles sont inévitablement exposées. Mais est-ce que cela constitue une condition suffisante à la libéralisation du mouvement des capitaux, tel que l'affirment de nombreux analystes du FMI? Est-ce que l'on ne doit pas attendre également que le secteur des exportables soit mieux développé et que la productivité des facteurs de production soit plus élevée, de sorte qu'une dépréciation réelle moins abrupte soit nécessaire?

La capacité d'ajustement de l'économie face à la volatilité des capitaux doit être un souci de première importance lors de la synchronisation des réformes. L'expérience du Mexique et du Chili démontre que le développement et la diversité des exportations, la flexibilité des prix et la compétitivité du marché financier domestique sont toutes des conditions prioritaires lorsque l'on procède à la libéralisation du mouvement des capitaux.

Malheureusement, il n'existe pas de technique mathématique permettant de décider de la séquence optimale. Seule l'accumulation des expériences de libéralisation nous permet de mieux comprendre les difficiles choix auxquels sont confrontés les gouvernements lors de la période de transition. Ces expériences sont excessivement coûteuses, et souvent d'avantage pour les pays concernés que pour les investisseurs étrangers. La perspective de la séquence est née de ces préoccupations. Si les réponses qu'elle apporte sont partielles, le sujet demeure d'actualité.

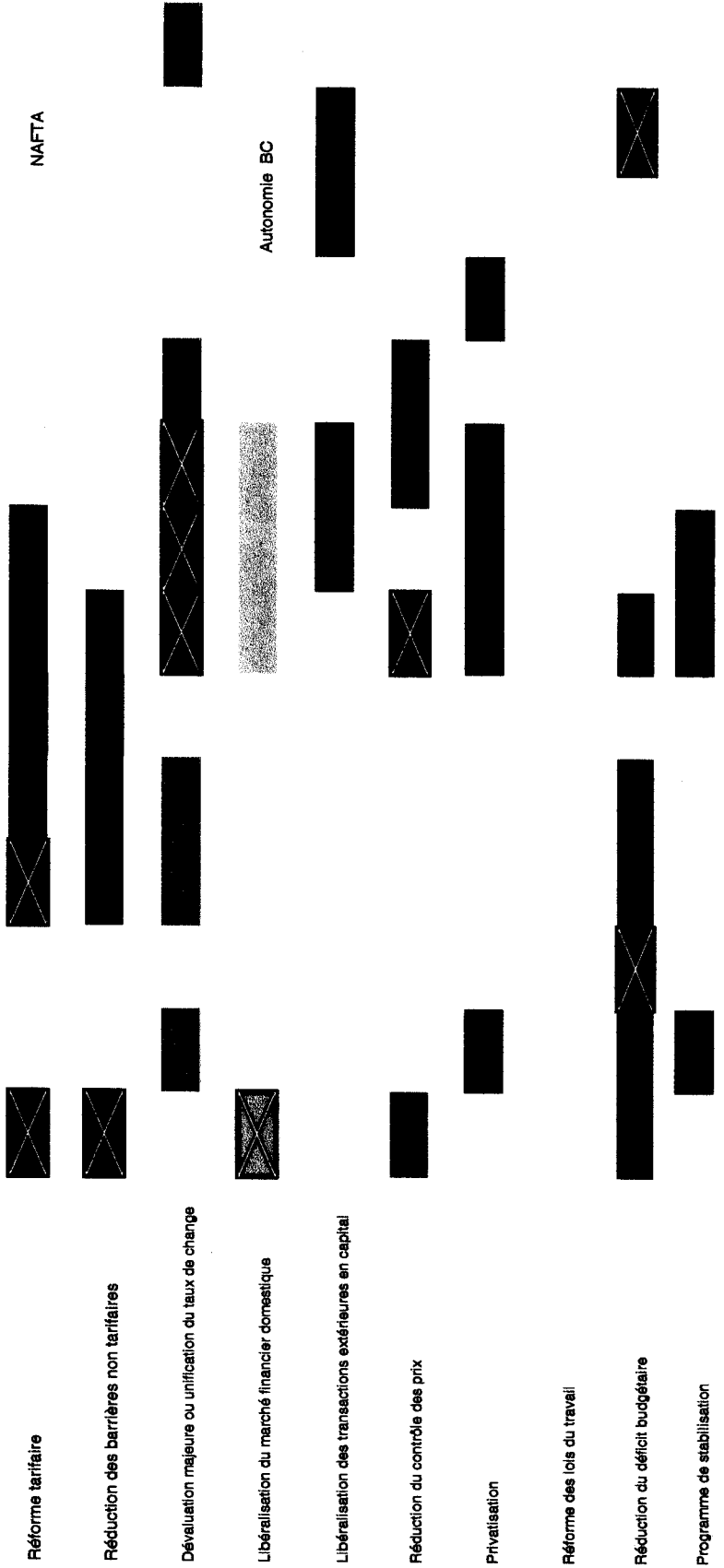
Néanmoins, de nombreuses questions restent en suspend, auxquelles seule l'investigation empirique permet de répondre. Jusqu'à quel point l'appréciation réelle nuit au secteur des exportables aux différents stades des réformes? Est-ce que l'élargissement du déficit courant est un facteur déterminant pour l'émergence des crises financières? Dans quelles circonstances un régime de change administré permet de réduire l'inflation inerte?. Les questions de séquences englobent en effet un grand nombre d'enjeux : y répondre exige l'examen de diverses relations entre variables, relations pouvant varier selon le pays observé.

Graphique 1: comportement des flux de capitaux suivant la libéralisation du compte de capital



Mexique

1982 1983 1984 1985 1986 1987 1988 1989 1990 1991 1992 1993 1994 1995 1996



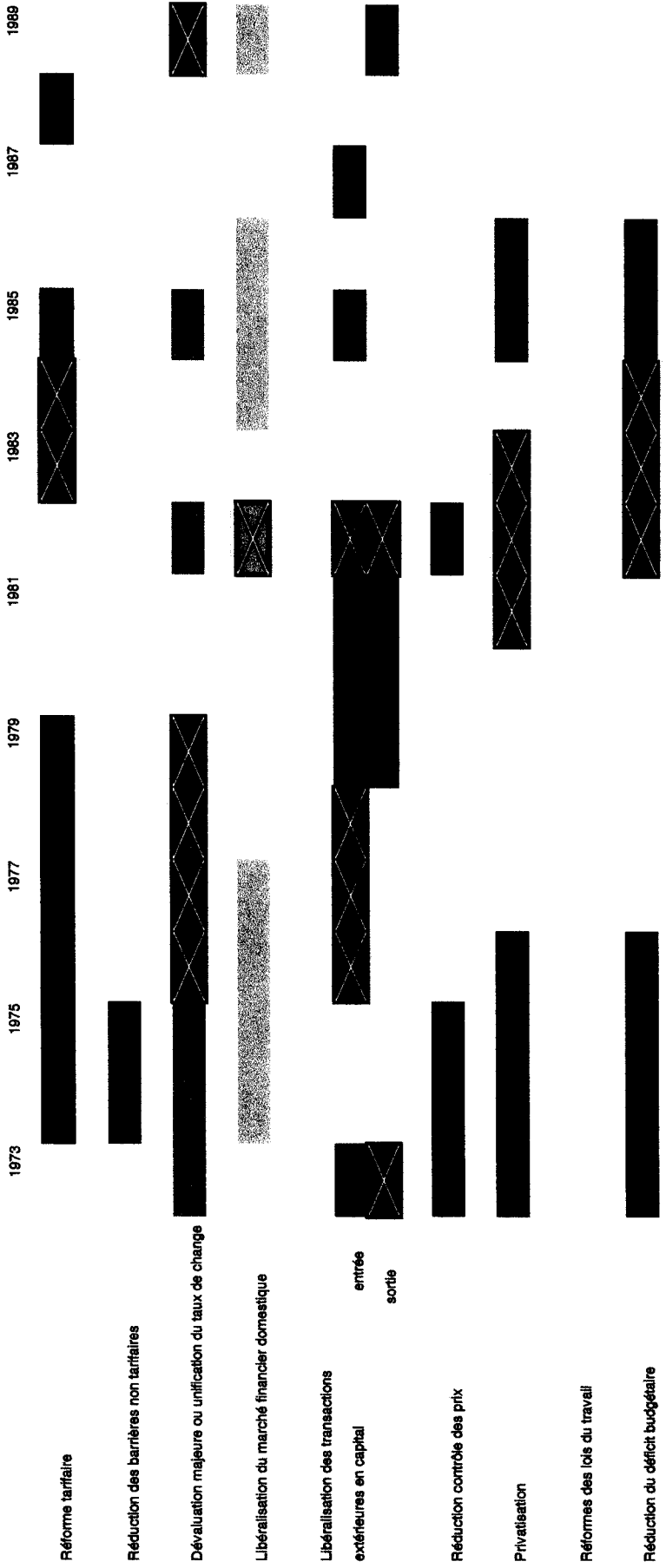
NAFTA

Autonomie BC

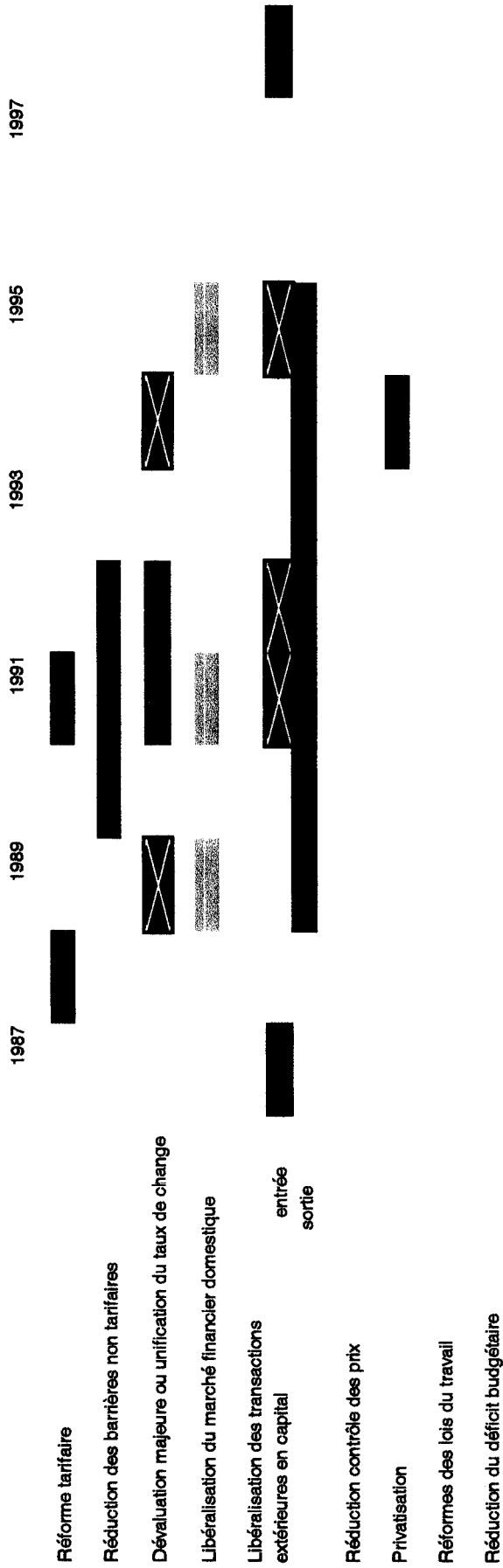
Légende

Signifie le renversement de la mesure

Chili



Chili



**Tableau III.1 : Environnement économique prévalant avant
l'ouverture
Chili, 1971-1973**

Année	Solde balance des paiements courants (%PIB) ²	Variations nettes des réserves officielles internationales (%importations) ³	Exportation de cuivre (% des exportations totales)	Taux d'inflation (%)	Croissance PIB (%)	Déficit budgétaire (%PIB)
1971	-1,75	-13	73%	22,1	9,0	10,7
1972	-4,16	-7,7	77%	117,9	-1,2	13,0
1973	-4,43	1,07	82%	487,5	-5,6	21,7

1. Un signe (-) signifie une diminution des réserves 2. Somme de la balance commerciale, des services nets et des transferts sans contrepartie

Sources : de la Cuadra et Hachette, 1991; Quarterly Economic Review of Chile, plusieurs années; Corbo, 1985

**Tableau III.2 : Environnement économique prévalant avant
l'ouverture
Mexique, 1982-1984**

Année	Dette extérieure totale (%PIB)	Variations nettes des réserves officielles internationales (%importations)	Exportation de pétrole (% exportations totales)	Taux d'inflation (%)	Croissance PIB (%)	Déficit budgétaire (%PIB)
1982	61	-18,76	77,6	58,9	-0,6	16,9
1983	55,5	19,47	71,8	101,9	-4,2	8,6
1984	56,08	17,15	68,6	65,4	3,6	8,5

Sources : BIRD, plusieurs années; Aspe, 1993; Lustig, 1992

**Tableau IV.1 : Libéralisation tarifaire,
Chili, 1974-1979, pourcentages**

Dates auxquelles les tarifs sont diminués	Tarif maximal	Pourcentage d'articles sujets au tarif maximal	Mode des tarif	Tarif moyen nominal
12/31/73	220	8,0	90	94
03/01/74	200	8,2	80	90
03/27/74	160	17,1	70	80
06/05/74	140	14,4	60	67
01/16/75	120	8,2	55	52
08/13/75	90	1,6	40	44
02/09/76	80	0,5	35	38
06/07/76	65	0,5	30	33
12/23/76	65	0,5	20	27
01/08/77	55	0,5	20	24
05/02/77	45	0,6	20	22,4
08/29/77	35	1,6	20	19,8
12/3/77	25	22,9	15	15,7
06/78	20	21,6	10	13,9
06/79	10	99,5	10	10,1

Source : Edwards, 1991

**Tableau IV.2 : Libéralisation tarifaire et non tarifaire,
Mexique, 1985-1989**

Années	Tarif maximal (%)	Nombre de taux	Tarif moyen pondéré (%)	Part des importations sujettes aux quotas (%)
1982	100	16	16,4	100
1986	100	11	13,1	27,8
1989	20	5	9,7	18,4
1990	20	5	10,5	13,7

Source : N.Lustig, 1992

**Tableau IV.3 : Indicateurs économiques pendant la période de libéralisation
commerciale, Chili, 1974-1979**

	Secteur extérieur			Principaux prix			Termes de l'échange (1973=100)
	Exportations (% du PIB)	Exportations non traditionnelles (% des exp. tot.)	Balance commerciale (% du PIB)	Inflation Annuelle (%)	Salaires réels (Index)	Taux de change réel	
1974	20,4	15,6	0,7	497,8	64,8	26,5	105,7
1975	25,5	23,9	-1,9	379,2	62,1	28,0	70,3
1976	25,1	22,6	4,3	232,8	63,0	31,7	75,7
1977	20,5	28,0	-2,0	113,8	71,1	23,5	67,8
1978	20,5	32,0	-3,5	50,0	75,7	25,3	67,7
1979	23,3	/	-2,8	33,4	82,0	21,8	72,2

Sources : International Financial Statistics, FMI, plusieurs années; Herrera et Graham, 1994; de la Cuadra et Hachette, 1991; Edwards, 1991

**Tableau IV.4 : Indicateurs économiques pendant la période de libéralisation
commerciale, Mexique, 1985-1989**

	Secteur extérieur			Principaux prix			Termes de l'échange (1970=100)
	Exportations (% du PIB)	Exportations non traditionnelles (% des exp. tot.)	Balance commerciale (% du PIB)	Inflation Annuelle (%)	Changement du salaire min. réel (%)	Taux de change réel (1970=100)	
1985	15,5	31,8	5,1	57,7	-5,9	106,8	72,2
1986	17,4	60,7	3,9	86,2	-1,5	155,9	52,6
1987	19,5	58,2	6,1	131,8	-5,5	169,8	66,7
1988	16,6	67,4	1,5	114,2	-13,1	140,3	59,9
1989	15,8	65,4	-0,2	20,0	4,3	127,6	62,9

Sources : International Financial Statistics, FMI, plusieurs années; Lustig, 1992; Kaufman et al., 1994

Tableau IV.5 : Avant la crise
Indicateurs économiques, Chili, 1979 - 1982

	Entrée nette de capitaux	Taux de change réel (1975=100)	Déficit courant (%PIB)	Termes de l'échange	Croissance PIB (%)
1979	253,8	106,3	5,4	1,000	8,3
1980	218,2	100,2	7,1	1,025	7,8
1981	508,7	82,1	14,1	0,845	5,5
1982	309,1	69,9	9,9	0,649	-14,1

Sources : Edwards, 1991; Banque Mondiale, 1989; de la Cuadra et Hachette, 1991; Corbo, 1985

Tableau IV.6 : Avant la crise
Indicateurs économiques, Mexique, 1991 - 1994

	Entrée nette de capitaux (millions \$)	Taux de change réel (1990=100)	Déficit courant (%PIB)	Termes de l'échange (1990=1,00)	Croissance PIB (%)
1991	25 320	90,9	-5,1	1,00	3,6
1992	26 467	85,6	-7,4	1,05	2,8
1993	32 585	80,5	-6,5	1,05	0,6
1994	14 588	85,7	-7,9	1,05	3,5

Sources : Statistical abstract of Latin America; Dornbush, 1998; IADB, 1997

RÉFÉRENCES

- Aspe (1993): *Economic Transformation; The Mexican Way*, The MIT Press, London
- Banque Mondiale (1980): *Chile, An Economy in Transition*, World Bank Country Study, Washington, DC
- Clark, P. (1986): *Step-by-Step Liberalization of a Controlled Economy: Experience in Egypt*, manuscrit non publié
- Corbo, V. (1985): *Reforms and Macroeconomic Adjustments in Chile during 1974-84*, World development, vol.13, No.8, p.893-916
- de la Cuadra, S. et Hachette, D. (1991) : "Chile", dans Papageorgiou, D; Michaely, M. et Choksi, A.M, ed., *Liberalizing Foreign Trade: Lessons of Experience in the Developing World*, vol.1, Basil Blackwell, Oxford
- Dresser, D. (1998): "Falling from the Tightrope: the Political Economy of the Mexican Crises", dans Edwards, S et Naim, M., ed., *Anatomy of an Emerging-Market Crash*, Brookings Institution Press, Washington
- Edwards, S. (1984): *The Order of Liberalization of the External Sector in Developing Countries*, Princeton Essays in International Finance no 156, Princeton University Press, Princeton
- Edwards, S. (1991): *Monetarism and Liberalization: The Chilean Experiment*, Ballinger Publishing Company, Cambridge
- Edwards, S. (1997): *The Mexican Peso Crisis: How Much Did We Know? When Did We Know It?*, Working Paper no 6334, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachussets
- Edwards, S (1995): *Crisis and Reform in Latin America: From Despair to Hope*, Oxford University Press, New York, N.Y.
- Edwards, S (1998): *Capital Flows, Real Exchange Rates, and Capital Controls: Some Latin American Experiences*, Working Paper no 6800, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachussets
- Kaufman, R, Bazdresch, C. et Heredia, B (1994): "Mexico: Radical Reform in a Dominant Party System", dans Haggard, S. et Webb, S., ed., *Voting for Reform*, World Bank, Washington, D.C., p.360-405

Little, I.T.Scitovsky and M.Scott (1970): *Industry and Trade in Some Developing Countries: A Comparative Study*, Oxford University Press, London

Lustig, N. (1992): *Mexico: The Remaking of an Economy*, The Brookings Institution, Washington, D.C.

McKinnon, R.I. (1973): *Money and Capital in Economic Development*, Brookings Institution, Washington, D.C

McKinnon, R.I.(1982): "The Order of Economic Liberalization: Lessons from Chile and Argentina", dans K.Brunner et A.H.Meltzer, ed., *Economic Policy in a World of Change*, North Holland, Amsterdam, p.159-186

Michaely, M. (1982): *The Sequencing of Liberalization Policy: A Preliminary Statement of Issues*, manuscrit non publié

Papageourgiou, D; Michaely, M. et Choksi, A.M.(1991): *Liberalizing Foreign Trade: Lessons of Experience in the Developing World*, vol.7, Basil Blackwell, Oxford

Shaw, E.S. (1973): *Financial Deepening in Economic Development*, Oxford University Press, New York, N.Y.

Smith, P.H. (1998): "Political Dimensions of the Peso Crises", dans Edwards, S et Naim, M., ed., *Anatomy of an Emerging-Market Crash*, Brookings Institution Press, Washington

Williamson, J. et Mahar, M (1998): *A Survey of Financial Liberalization*, Essays in International Finance no 211, Princeton University, Princeton, N.J