

La genèse d'une crise financière

Geneviève Marchini W.*

L'année qui vient de s'achever constitue une période charnière pour l'économie mexicaine. Elle a débuté avec l'entrée en vigueur au mois de janvier des dispositions de l'Accord de libre-échange signé avec les Etats-Unis et le Canada, en quelque sorte le couronnement de la stratégie poursuivie par le gouvernement Salinas. Elle s'est achevée en décembre sur une crise cambiaire et financière qui, de par sa gravité, semble signifier un effondrement de cette même stratégie et une mise en cause de ses principaux résultats. Il s'agit ici de discuter des déterminants fondamentaux et des éléments plus conjoncturels, au nombre desquels figurent certaines options de politique économique, à l'origine de cette crise, et qui expliquent tout à la fois sa profondeur et sa durée. Notre hypothèse soutient que ce sont les modalités mêmes du processus de stabilisation et de changement des structures appliqué par le gouvernement sortant qui sont en cause. Les événements de caractère socio-politique dont l'année a été très fertile, alliés à des signaux inquiétants provenant de la sphère financière, ont précipité le dénouement. Enfin les mesures de politique économique prises au cours de l'année ont contribué par ailleurs à aggraver les difficultés que vit aujourd'hui l'économie mexicaine. Dans un premier temps, on présentera donc les principaux antécédents macro-économiques.

Ensuite on abordera les politiques conjoncturelles appliquées, scindées en deux ensembles: tout d'abord les mesures prises afin de stabiliser les flux de capitaux dans le pays; plus tard, ce sont celles correspondant au financement interne de l'économie; enfin, on terminera sur les causes de la crise cambiaire de la fin de décembre.

Le cadre macroéconomique

Au début de l'année 1994, l'économie mexicaine présentait un aspect contrasté. Avec une inflation en diminution constante depuis 1990 —elle atteignait 8% en 1993— et des finances publiques équilibrées depuis 1992, les objectifs centraux que s'était fixés le gouvernement Salinas de Gortari en matière de stabilisation économique étaient atteints, avec des effets très positifs sur la crédibilité du Mexique à l'étranger. Pour de nombreux analystes cependant, ces succès, attachés à un même ensemble de politiques appliqué sans interruption depuis plus de six ans¹, avaient été obtenus à un coût élevé et la poursuite de cette stratégie impliquait pour l'économie des risques croissants. En effet, la diminution de l'inflation s'était accompagnée depuis 1990 d'une tendance à la stagnation économique, et l'année 1993 s'était terminée sur un bilan décevant: recul du revenu par habitant, contraction de la production et de

* Chercheur, Universidad de Colima, Mexique.

l'emploi dans l'industrie manufacturière, inégalités renforcées dans la distribution de la richesse et des revenus. On soulignait dans la sphère financière, l'augmentation des crédits douteux ou non recouvrables et la détérioration de la qualité du portefeuille bancaire, qui laissaient présager la formation d'une crise financière interne, si la croissance ne revenait pas rapidement.

Mais c'est le déficit en compte courant qui constituait le problème potentiellement le plus menaçant à court terme, tout d'abord en raison de son importance —supérieur à 5% du PIB depuis 1991, il atteignait un niveau de 6,6% en 1993, alors que l'économie se trouvait en récession— et ensuite à cause des modalités de son financement. En effet, si l'endettement direct des grandes entreprises privées et publiques, en général à moyen et long terme, explique une part non négligeable des entrées de capitaux à partir de 1990², les flux correspondant à des placements de capitaux étrangers sur les marchés monétaires et de capitaux mexicains, souvent de très court terme, ont crû de façon encore plus dynamique, en réponse aux rendements offerts, très attractifs, et représentaient, en 1993, 82% des passifs de la Balance des capitaux. Ce déséquilibre externe, qui correspond à l'accélération des dépenses de consommation et d'investissement du secteur privé, dont l'épargne se situe à un niveau historiquement très bas, était attribué, au moins en partie, à une surévaluation de la monnaie mexicaine. Il ne semble pas, en raison notamment de son origine privée, avoir été considéré comme insoutenable par les responsables de la politique économique, qui ne jugèrent pas bon de pratiquer une dévaluation compétitive avant l'entrée en vigueur de l'ALENA (TLC) en janvier 1994 et préférèrent s'en tenir à une politique de taux d'intérêt élevés.

La conjoncture externe extrêmement favorable à l'attraction de capitaux de court terme vécue par le Mexique entre 1991 et 1993 —regain de confiance des investisseurs dans l'économie mexicaine et véritable engouement pour les valeurs mobilières émises par le pays, baisse des taux américains libérant d'importantes liquidités— semblait devoir s'achever avec la modification de la politique monétaire américaine. D'autant que l'on assistait à la dégradation des performances économiques mexicaines et

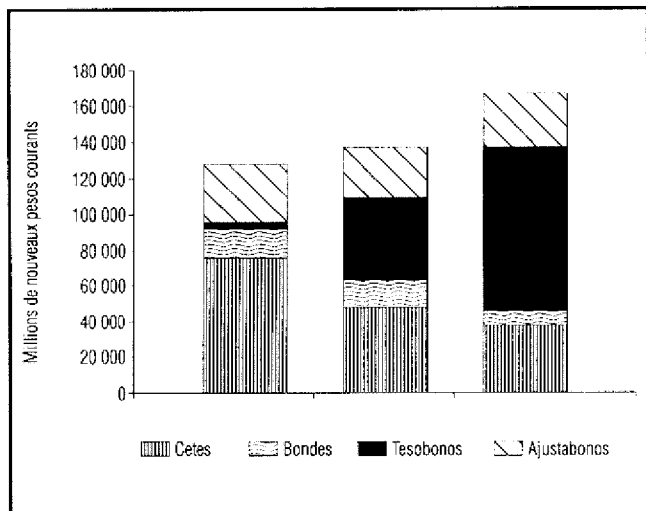
l'apparition sur la scène financière internationale de nouvelles destinations très attrayantes, comme le Brésil. Les événements de caractère politique, social et financier, qui se succédèrent à un rythme soutenu au cours de l'année 1994 allaient se charger d'accélérer ce processus, en modifiant les anticipations des agents et en élevant le degré perçu de risque associé à l'investissement au Mexique.

Si la rébellion indigène du Chiapas (janvier) contribua sans nul doute à détériorer l'image du Mexique que tentait de projeter l'équipe au pouvoir, les indicateurs dont on dispose soulignent que c'est surtout à partir de mars, avec l'assassinat du candidat présidentiel du PRI, que s'installa l'instabilité financière qui allait caractériser les mois suivants. Dès cette date, les mesures conjoncturelles appliquées afin de combattre la fuite des capitaux et ses conséquences indiquèrent clairement la direction choisie par le gouvernement en cette année électorale. Il fallait éviter toute modification brutale de la parité du peso et toute dégradation du niveau de l'activité économique interne, en d'autres termes, gagner du temps, que cela ait signifié prendre un pari risqué sur un retournement favorable des anticipations une fois l'incertitude électorale levée ou bien attendre un meilleur moment afin de prendre des décisions quant à la valeur du peso.

Ce gain de temps allait s'avérer très coûteux, tout d'abord en raison des moyens mis en oeuvre pour l'obtenir, et plus encore parce qu'il a sans nul doute contribué à aggraver l'ajustement postérieur et ses conséquences, qui remettent en question les succès de la politique de stabilisation. Nous allons présenter dans la suite de ce travail les politiques appliquées, en abordant en premier lieu les mesures destinées à stabiliser les capitaux dans le pays, et dans un second temps, celles plus particulièrement orientées à désamorcer la crise financière interne et à soutenir le niveau d'activité.

La lutte contre la fuite des capitaux

Dès mars 1994 donc, les investisseurs commençaient à délaisser les marchés monétaires et de capitaux mexicains. Il en résulta une diminution importante des entrées de capitaux,



Source: SHCP 1995: 74, tableau 2.

Graphique 1 - Dette publique interne en circulation par type d'instrument.

réduites de plus de moitié entre le premier et le second semestre de l'année — la contraction étant de plus de 70% en ce qui concerne les capitaux de court terme. Les réserves de devises de la Banque Centrale accusaient une baisse sensible: de 28,7 milliards de dollars à leur maximum de février à 16,2 à la fin du premier semestre. Les mesures d'urgence prises au lendemain de l'assassinat de L.D. Colosio inclurent l'obtention d'une ligne de crédit de la Réserve Fédérale américaine, l'élévation des taux d'intérêt internes et une dévaluation *de facto* du peso qui n'impliqua cependant pas de modification du dispositif cambiaire. Il faut y ajouter des éléments de caractère plus immatériel, destinés à soutenir la confiance dans l'économie mexicaine, ainsi l'annonce de l'entrée officielle du Mexique à l'OCDE, qui se réalisa dans ce contexte. A moyen terme, les politiques appliquées afin d'enrayer partiellement la fuite des capitaux et de soutenir le taux de change comportèrent trois volets essentiels:

L'altération de l'offre primaire de titres du gouvernement fédéral

Elle consista en une diminution des émissions de Cetes³ au profit d'une offre accrue de

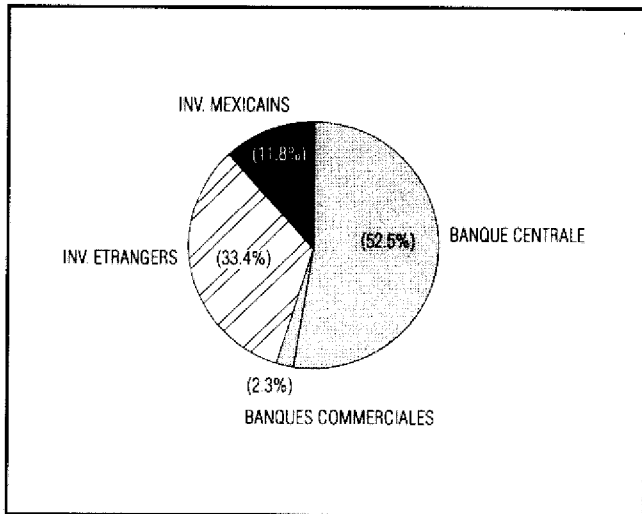
Tesobonos⁴, lesquels, en couvrant l'investisseur contre les risques cambiaux, permirent de maintenir au Mexique des capitaux qu'effrayait la possibilité d'une dévaluation. En conséquence, ces titres, qui ne représentaient en décembre 1993 que 2,85% de la valeur totale des titres de dette publique en circulation, en constituaient 33% en septembre 1994 et 55% en décembre (voir graphique 1). Ils étaient largement majoritaires dans le portefeuille d'obligations publiques des investisseurs étrangers (71% de celui-ci en décembre 1994)⁵, par ailleurs l'investisseur privé le plus important, puisque les investisseurs nationaux, plus sensibles au risque, avaient nettement diminué leur participation (-23% en septembre 1994 par rapport au même mois de l'année 1993).

L'intervention de la Banque Centrale sur les marchés secondaires de titres publics

Dans le même temps, l'autorité monétaire intervenait sur les marchés afin d'acheter d'importantes quantités de Cetes, ceci avec deux objectifs: permettre la recomposition désirée des portefeuilles privés, injecter de la liquidité sur les marchés financiers, affectés par les retraits de capitaux. Pour donner toute la mesure de ces opérations, signalons que la Banque du Mexique, qui détenait fin décembre 1993 à peine 7,3% de l'encours total de la dette publique interne valorisée aux prix du marché⁶, en possédait 52,5% en septembre 1994 (voir graphique 2, page suivante).

L'élévation des taux d'intérêt

Les politiques de transformation de la composition de la dette interne en circulation, en amenant une réduction de la quantité de Cetes en circulation alors que la demande de ces titres fléchissait, évitèrent une baisse trop importante de leur prix. Ceci aurait à son tour signifié une hausse très brutale des taux d'intérêt internes⁷. Cependant, le maintien de taux d'intérêt plus élevés, aussi bien réels que



Source: *El Financiero* 03-11-94: 3A.

Graphique 2 - Dette publique interne totale, septembre 1994, par type d'investisseur.

nominaux, s'est avéré nécessaire afin d'assurer la permanence des capitaux au Mexique. L'élévation des taux concerne aussi bien les obligations exprimées en pesos que celles libellées en devises, et suggère donc que les investisseurs aient demandé une prime plus conséquente face à un degré croissant de risque associé au pays. La levée de l'incertitude électorale, si elle permet une baisse des taux, ne signifia pas cependant leur retour aux niveaux du premier trimestre de l'année (voir graphique 3).

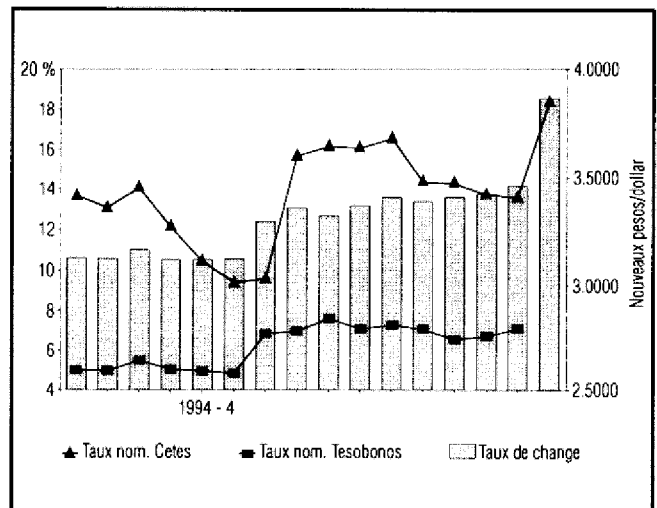
Les mesures que l'on vient de présenter, si elles ont rendu possible à court terme un certain degré de contrôle sur les flux de capitaux, n'ont pas permis de lever l'incertitude pesant sur le taux de change. Celui-ci s'est maintenu proche de la limite supérieure de sa marge de fluctuation par rapport au dollar américain, et a accumulé une dépréciation nominale d'environ 13% entre mars et la crise cambiaire de décembre (voir graphique 3). Ces mesures ont eu également des effets lourds de conséquences. Elles ont entraîné en premier lieu une élévation de l'encours de la dette publique interne: la dette en circulation dans le public a crû entre décembre 1993 et septembre 1994 d'environ 8%, mais la dette totale, qui inclut également les titres sous contrôle de la Banque Centrale⁸

aurait fait un bond de plus de 70%. Un second effet, d'importance majeure, tient à la dollarisation de la dette publique en circulation et de l'agrégat monétaire M3, qui s'est accompagnée d'une diminution de la maturité moyenne de la première¹⁰. Il se créa ainsi un lien taux de change-valeur de la dette interne qui impliqua, lors de la dévaluation de décembre, une très conséquente revalorisation de l'encours exprimé en monnaie nationale (croissance de plus de 30% en valeur de décembre à décembre), encore amplifiée en janvier-février 1995. Finalement, l'alourdissement du service de la dette est la conséquence immédiate de la hausse des taux d'intérêt et du poids de la dette, et affecte l'équilibre des finances publiques.

Dans le même temps, le gouvernement devait également faire face à des problèmes économiques et financiers d'ordre interne.

Financement et système bancaire internes: Accalmie provisoire avant la tempête?

La combinaison de hausse des taux d'intérêt et de sorties nettes de devises, survenant dans un contexte de stagnation économique où une proportion importante des entreprises et des



Source: INEGI 1994: 139, 140 et 142; *El Financiero* novembre-décembre 1994.

Graphique 3 - Taux de change - taux d'intérêt (septembre 1993 - décembre 1994).

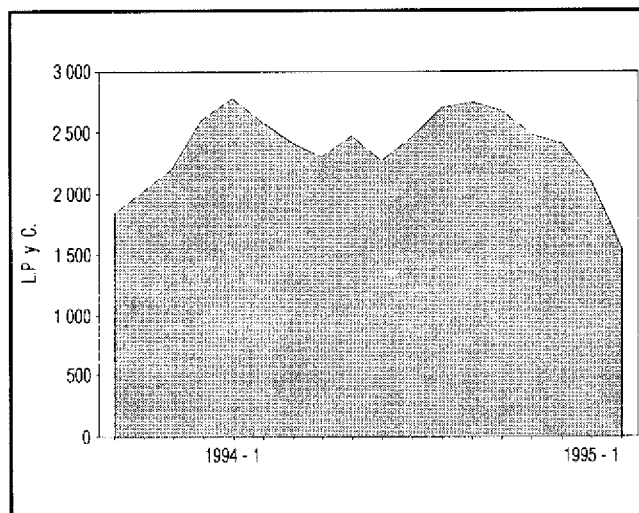
ménages éprouvait des difficultés croissantes à honorer leur dette, risquait de s'avérer désastreuse pour l'économie, si elle n'était pas accompagnée de mesures compensatoires. Ce danger venait s'ajouter à des problèmes préexistants dans la sphère financière, et qui se sont révélés ou aggravés au cours de l'année¹¹, essentiellement du problème des crédits douteux. Lui-même est étroitement lié au coût très élevé du financement bancaire, et des opérations frauduleuses détectées au sein de deux groupes financiers.

Les mesures appliquées à cet ensemble de problèmes semblent avoir obéi à deux objectifs immédiats: soutenir la croissance économique et tenter de réduire l'impact négatif des événements financiers sur la crédibilité, déjà mise à mal, de la politique économique. Il n'y a donc pas eu de traitement de fond, par ailleurs peu probable en conjoncture électorale, mais au mieux, l'ébauche d'une solution à venir.

Le soutien à l'activité économique

Les mesures prises vont signifier un abandon de la politique de strict contrôle monétaire appliquée depuis plusieurs années: la base monétaire, loin de se contracter —comme cela aurait dû se produire en raison de la diminution très sensible des réserves internationales—, montre en août 1994 une croissance de 25% (en termes nominaux) par rapport à août 1993. Ici la diminution des sources d'origine externe (d'environ 20%) fut compensée par une augmentation du crédit interne à l'économie et spécifiquement du financement canalisé vers les intermédiaires bancaires, qui se trouve multiplié par trois¹². C'est à partir du mois de mars 1994 que se produit cette recomposition des sources de la base monétaire, mise en évidence par l'évolution du ratio base/réserves: de 0,54 en mars 1994 à 0,8 en moyenne entre juin et août¹³.

En conséquence, le crédit bancaire à l'économie va croître de façon très dynamique —c'est en particulier le cas du financement apporté par les banques de développement, qui s'élève de 56% en termes nominaux entre août 1993 et août 1994¹⁴. Il va venir regonfler la croissance économique, encore faible au cours du



Source: INEGI 1994: 144; *El Financiero* décembre 1994 - mars 1995.

Graphique 4 - Indicateur B.M.V.
septembre 1993 - mars 1995.

premier trimestre de l'année, malgré la bonne conjoncture américaine: en septembre, le taux de croissance réel annualisé du PIB atteint ainsi presque 4%, sur la base d'un comportement dynamique des exportations manufacturières et de l'investissement —construction en tête—, 7¹⁵. Ceci fit craindre une "surchauffe" à certains observateurs étrangers¹⁶ et amena une récupération de l'indice des cotisations de la Bourse mexicaine, les achats de titres s'élevant en réponse à l'amélioration des résultats des entreprises cotées (voir graphique 4). L'accroissement des importations —elles se caractérisent au Mexique par une élasticité élevée par rapport à l'activité productive interne— conduisit à un déficit record de la balance commerciale.

Cette croissance du crédit à l'économie allait être complétée par des mesures cherchant à résoudre les problèmes de liquidité des agents les plus endettés.

L'amorce d'une solution aux problèmes de surendettement des entreprises

L'aggravation du problème des crédits douteux du système bancaire à la suite de plusieurs

années consécutives de taux d'intérêt réels élevés et de croissance économique déclinante —le montant représenté par ces crédits s'élève en valeur de plus de 15% en un seul trimestre¹⁷—, la combativité et la notoriété d'un mouvement comme celui du Barzón (rassemblant des débiteurs en difficulté, surtout issus du secteur agricole et des PME commerciales et industrielles), ont conduit le gouvernement à rechercher des mécanismes susceptibles de le résoudre, d'abord en ce qui concerne le secteur agricole (le programme Sireca, en mars)¹⁸, et ensuite à tenter d'étendre cette solution à d'autres secteurs, malgré les réticences exprimées par les banques¹⁹.

Dans le cas particulier du secteur industriel et des PME, ceci signifia le lancement d'un programme de restructuration de dettes sur la base d'obligations à coupon zéro, d'emblée déclaré insuffisant par certaines organisations patronales²⁰. Il ne semble pas avoir été un franc succès.

Simultanément, le gouvernement a tenté d'aborder le problème posé par les taux d'intérêt actifs élevés pratiqués par les banques —en partie dûs à une marge financière plus ample que celle prélevée par leurs homologues de l'ALENA— auxquels sont attribuées les difficultés de nombreux débiteurs. Au cours de l'année 1994, les injonctions visant à diminuer la marge bancaire ayant peu d'effets, les autorités ont cherché à accentuer la concurrence dans ce secteur, abandonnant de cette façon la politique de protection des intermédiaires suivie jusqu'alors.

Ainsi, en septembre 1994, quatorze demandes d'autorisation d'ouverture de banques de la part d'investisseurs mexicains avaient été acceptées²¹, auxquelles il faut ajouter les autorisations émises en faveur d'institutions étrangères dans le cadre de l'ALENA²². Bien entendu, ces mesures ne pouvaient avoir d'impact immédiat, mais elles étaient de nature à conforter des anticipations plus optimistes à propos du système financier mexicain. Cependant, la révélation de deux scandales financiers allait contribuer à mettre à mal l'image du processus de reprivatisation des banques et de constitution de groupes financiers.

L'honneur perdu des "nouveaux banquiers"

En effet, la détection d'opérations frauduleuses dans le fonctionnement de deux groupes financiers (groupe Havre et groupe Cremi-Unión) a amené les organismes chargés de la supervision à mettre sous contrôle judiciaire les institutions qui en font partie. La qualité des opérations réalisées par les institutions financières s'est donc vue mise en doute, ainsi que celle de la supervision: la seconde de ces institutions avait annoncé d'excellents résultats en début d'année et figurait au premier rang pour le placement des crédits des banques de développement²³, lesquelles ont perdu des fonds considérables.

Mises à part les déclarations émises à propos du renforcement de la supervision des intermédiaires, aucune mesure d'importance n'a été prise au cours du reste de l'année, sans doute en raison du caractère explosif du problème ainsi mis en évidence. Depuis lors un troisième groupe financier a fait l'objet d'une mesure similaire (groupe Asemex-Banpaís), en raison de prêts indûment consentis aux actionnaires et l'on parle d'opérations de ce type dans le cas de la deuxième banque mexicaine²⁴.

Epilogue: la crise cambiaire et ses conséquences

Face aux problèmes de fond hérités du processus de stabilisation et de changement des structures économiques²⁵ et à la conjoncture très difficile que présenta l'année 1994, le gouvernement sortant choisit donc, comme nous venons de le voir, de gagner du temps. Plus précisément, les mesures prises au cours des derniers mois de sa gestion s'appliquèrent à éviter tout soubresaut cambiaire, à dynamiser l'activité économique et à amoindrir l'effet négatif qu'eurent sur la confiance des investisseurs un certain nombre d'événements.

Pour cela, le gouvernement a utilisé jusqu'à l'usure certains instruments, comme la variation de la composition de l'offre d'obligations publiques, et a abandonné la prudence en matière de politique monétaire. Tout ceci avec les risques croissants que faisait courir à

l'économie cette fragilisation financière. Ces risques se trouvèrent accrus après l'élection présidentielle, en raison de la permanence des éléments générateurs d'instabilité politique et sociale.

Lors du changement de gouvernement, les problèmes accumulés, tant de nature économique et financière que de caractère social et politique, et qui appelaient une solution à court ou à moyen terme, étaient considérables. Les problèmes de court terme liés à l'équilibre externe devaient faire l'objet d'un traitement spécialement rapide, car des indicateurs-clefs lançaient des signaux d'alarme, fort clairement perçus par les analystes et investisseurs²⁶. Cependant, après plusieurs mois d'utilisation plus qu'intensive, l'arsenal d'instruments de court terme dont disposait le gouvernement avait perdu une grande partie de son efficacité.

S'il existe donc des éléments qui indiquent une marge de manoeuvre réduite du nouveau gouvernement, celle-ci n'explique pas tout. L'élargissement le 20 décembre de la marge de flottement du peso par rapport au dollar, qui autorisait une dépréciation de la devise mexicaine, est sans conteste un choix de politique. Cette mesure, qui revenait à accepter l'hypothèse de la surévaluation de la monnaie nationale, cherchait à résoudre les problèmes urgents posés par le creusement du déficit en compte courant et son financement toujours plus précaire, et à moyen terme, une amélioration de la compétitivité internationale du système productif. En ce sens, elle constituait une décision positive, puisqu'elle abordait les problèmes réels de l'économie, et il semble donc que le gouvernement paria qu'elle serait bien acceptée par les marchés²⁷.

Cependant, et c'est là l'aspect négatif de la mesure, elle fut prise en dehors du cadre qui, en raison de l'accomplissement répété de ses accords, avait grandement contribué à stabiliser les anticipations des investisseurs, le *Pacto*, dont le renouvellement, réalisé avant le changement de gouvernement, prévoyait le maintien du rythme de glissement du peso. De cette façon, la décision prise contribua à diminuer le caractère "prévisible" de la politique macroéconomique mexicaine et même, en raison des circonstances qui l'entourèrent, à lui attribuer une désagréable touche d'arbitraire, qui fut

spécialement mal reçue²⁸. En d'autres termes, les effets négatifs créés par l'enterrement des accords antérieurs du *Pacto* sur la crédibilité des politiques économiques mexicaines ont dépassé de loin les conséquences positives attendues d'une mesure qui tentait de résoudre un problème fondamental.

Face à la spéculation déclenchée le jour même où la décision fut prise et à la diminution rapide des réserves de devises de la Banque Centrale²⁹, les autorités mexicaines se sont, selon certains observateurs, rendues sans grand combat en décrétant deux jours plus tard le flottement du peso³⁰, puisque les réserves de devises de la Banque Centrale n'étaient pas épuisées et qu'il n'avait pas été fait appel à la ligne de crédit de la Réserve fédérale. Il n'est pas certain cependant, et l'exemple récent des pays européens est là pour le confirmer, que des hausses de taux d'intérêt ou la démonstration d'une plus grande fermeté de la part des autorités monétaires auraient suffi à contrecarrer la vague de spéculation, et ceci d'autant plus que, comme on l'a vu, certains indicateurs montraient une détérioration préoccupante. Quoi qu'il en soit, cette mesure a déclenché une panique financière qui a résisté à toutes les initiatives prises pour soutenir le peso et garantir la solvabilité à court terme du gouvernement mexicain.

Conclusion

Au cours de l'année 1994, la situation financière mexicaine, déjà fragile tant sur le plan externe qu'en ce qui concerne l'intermédiation interne, s'est dégradée sous l'influence de facteurs d'ordre différent. Les politiques monétaires et financières alors appliquées pour éviter l'éclatement d'une crise avant le changement de gouvernement, si elles permirent de repousser la tempête, ont aussi rendu celle-ci plus violente une fois déclarée. Considérée de façon rétrospective, une dévaluation annoncée en mars, ou même lors du renouvellement des accords du PABEC, aurait été sans doute mieux reçue et moins coûteuse que la mesure de la fin décembre; le gouvernement aurait en effet disposé de plus d'instruments pour faire face à ses principaux effets négatifs.

Depuis le 22 décembre, la panique financière n'a pas cédé, et la "bulle financière mexicaine" n'a cessé de se dégonfler (voir graphique 4). Ni les taux d'intérêt excessivement élevés, ni l'obtention de prêts ou de garanties étrangères pourtant sans précédent n'ont jusqu'ici —début mars 1995— pu freiner la perte de valeur du peso, d'ores et déjà très supérieure à tout calcul de surévaluation initiale de la monnaie mexicaine. Nul doute que "l'euphorie financière"³¹ dont avait bénéficié le Mexique depuis 1991 est bel et bien terminée et que la crise économique et financière n'en est qu'à ses débuts. *

Notes

- 1 Rappelons que cette stratégie incluait une politique de revenus —appliquée au moyen de la concertation sociale (les *pactos* successifs)— et comprenait comme dispositif central le glissement, inférieur à l'inflation interne, du taux de change nominal; l'austérité fiscale était renforcée par le désengagement de l'Etat du secteur productif et des réformes structurelles fondamentales telles la déréglementation interne, la libéralisation unilatérale du commerce extérieur et la libéralisation financière, tant interne qu'externe (flux de capitaux) qui étaient destinées à appuyer la stabilisation et à favoriser la croissance économique.
- 2 Cet endettement se réalise principalement au moyen de l'émission d'obligations et d'actions sur les marchés internationaux de capitaux; pour une présentation des principales émissions effectuées par des organismes appartenant au secteur public, voir: Direction Générale de Crédit Public de la SHCP (1993).
- 3 *Certificados de la Tesorería de la Federación*, libellés en pesos, principal destin des flux de court terme en 1992 et 1993.
- 4 Obligations libellées en dollars américains.
- 5 H. Hernández et A. Agustín, 1995: 39.
- 6 Banco de México, *The Mexican Economy 1994*: 257. Au cours des années 1992 et 1993, la Banque centrale était intervenue sur les marchés secondaires de titres publics, en effectuant des ventes nettes massives de Cetes, dans le cadre de sa politique de stérilisation partielle des flux de capitaux; ceci avait amené une réduction très importante de sa participation dans l'encours de dette publique totale.
- 7 Le taux des Cetes à 28 jours est un des taux recteurs du système financier mexicain.
- 8 Ces titres, dont il est fait usage à des fins de "régulation monétaire", ne sont pas considérés dans le calcul de l'encours de dette publique interne publié par le ministère des Finances (SHCP); voir les raisons avancées dans SHCP, 1995: 59.
- 9 *El Financiero*, 03-11-94: 3A.
- 10 Les Tesobonos sont des titres plus courts que les Cetes.
- 11 Ils sont attribuables à une combinaison d'éléments, fai-

te de certains traits structurels du système financier mexicain, des caractéristiques propres de la libéralisation financière —sa séquence, sa rapidité—, et du contexte dans lequel celle-ci a pris place —son utilisation afin de renforcer la stabilisation économique et un cadre général de croissance lente.

- 12 Cf. INEGI, 1994: 118.
- 13 Calculs basés sur les statistiques publiées dans INEGI, 1994. On observe parallèlement une élévation du ratio épargne financière de court terme (M3-M1), réserves, de 3,8 en mars 1994 à 6,53 en août; il faut noter que ce ratio était déjà considéré très élevé au premier trimestre (G. Calvo 1994).
- 14 La croissance du crédit des banques commerciales est dans le même temps de 28% (calculs basés sur INEGI, 1994: 131-133).
- 15 Cette récupération n'empêcha pourtant pas la poursuite de la contraction de certaines branches traditionnelles —chaussure, textiles— ni celle de l'emploi manufacturier.
- 16 *El Financiero*, 19-09-94: 5A.
- 17 *El Financiero*, 14-05-94: 7. Ces crédits représentaient 7% de l'encours total de crédit de la banque commerciale en 1993 (Banco de México, 1994) et 8% en mars 1994, date à laquelle leur poids s'élevait à environ 90% du capital comptable des banques (cf. E. Correa 1994: 1097 et 1098).
- 18 La solution proposée comprenait une restructuration des passifs agricoles sur quinze ans et l'intervention d'un organisme public, le FIRA, dans le montage financier. Cf. *El Financiero*, 01-03-94: 3 et 13-03-94: 4.
- 19 Cf. *El Financiero*, 10-03-94: 5 et 26-05-94: 4, la communication du Ministre des Finances à l'AMB (Association Mexicaine des Banques).
- 20 Cf. *El Financiero*, 08-06-94: 4; 13-06-94: 29; 30-06-94: 6.
- 21 Cf. *El Financiero*, 19-09-94: 4.
- 22 Ceci se produisait alors même que la situation des banques existantes se détériorait, les effets de la volatilité du taux de change et des taux d'intérêt venant s'ajouter à la croissance des crédits douteux ou non recouvrables. Cf. *El Financiero*, 19-09-94: 5.
- 23 Cf. *El Financiero*, 23-09-94: 3A.
- 24 Cf. *El Financiero*, 20-03-94: 13.
- 25 On peut penser qu'ils reflètent le conflit existant, au sein de la stratégie choisie, entre des objectifs de court terme (de stabilisation) et l'objectif de long terme par excellence qu'est la croissance économique —sans mentionner la distribution plus égale de ses fruits.
- 26 Comme l'on vient de le voir, c'est le cas des ratios déficit en compte courant/PIB, épargne financière/réserves internationales ou dette interne/réserves internationales.
- 27 Une enquête est menée actuellement aux Etats-Unis par des sénateurs républicains afin de déterminer si cette décision du gouvernement mexicain obéissait à des "suggestions" de la Maison Blanche, qui aurait suivi en cela les recommandations de l'économiste R. Dornbush; cf. *El Financiero*, 21-12-94: 5 et R. Dornbush et A. Werner, 1994, pour l'analyse de la surévaluation du peso et les bienfaits attendus d'une dévaluation de la monnaie mexicaine.
- 28 Ainsi, les leaders ouvriers signataires du *Pacto* ne furent pas mis au courant de la décision prise au petit matin; en outre, les responsables de la politique économique avaient multiplié les déclarations affirmant le maintien à l'identique du dispositif cambial. Cf. *El Financiero*, 21-12-94 et *El Economista*, 22-12-94.

- 29 Les chefs d'entreprises et représentants du patronat consultés à propos du bien-fondé d'une dévaluation semblaient ne pas être étrangers au phénomène. Cf. *El Financiero*, 02-03-94: 6.
- 30 Voir l'entretien avec L.G. Cárcoba que publia l'hebdomadaire *Proceso*.
- 31 Cf. J. Galbraith 1992, *Brève histoire de l'euphorie financière*, Seuil, Paris.

- Correa E. 1994 - Reorganización de la intermediación financiera, 1989-1993. *Comercio Exterior* XLIV (12): 1093-1101, diciembre. México.
- Dirección General de Crédito Público de la SHCP 1993 - El regreso de México a los mercados internacionales de capitales. *Informe hacendario* I (3): 34-39, juillet-septembre.
- Dornbush R. et A. Werner 1994 - Stabilization, Reform and no Growth. *Brookings Papers on Economic Activity* 1.
- Galbraith J.K. 1992 - *Brève histoire de l'euphorie financière*. Seuil, Paris
- Hernández A. 1995 - Inversión extranjera en el sistema financiero mexicano. *Capital, mercados financieros* 81: 37-39. México.
- INEGI 1994 - *Cuaderno de Información Oportuna* 261, décembre. Aguascalientes .
- Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP) 1995 - *Informes sobre la situación económica, las finanzas públicas y la deuda pública - Acciones y resultados del cuarto trimestre de 1994*, février. México.
- Quotidiens *El Financiero* et *El Economista*.
Hebdomadaire *Proceso*.

Références bibliographiques

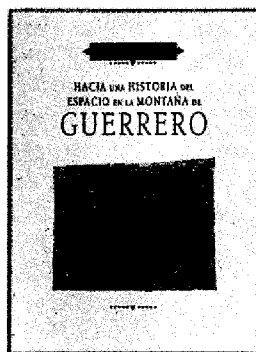
- Banco de México 1994 - *The Mexican Economy 1994*. Mexico.
- Calvo G. 1994 - Comments and discussion. In R. Dornbush y A. Werner (coords) *Brookings Papers on Economic Activity* 1.

En efecto, la historia indígena consiste en la ocupación espacial de cierto territorio por parte de grupos locales. A cada fecha precisa correspondía un espacio social específico. Por ejemplo, a la época de la Conquista correspondía cierto número de centros de poder político y religioso. Las congregaciones vieron desaparecer muchos asentamientos de población. En 1712 la región contaba con seis pueblos cabeceras; cincuenta años más tarde se calculaban más de setenta pueblos cabeceras. La historia indígena se compone, pues, de numerosos pedazos de "espacio-tiempo". Reconstruir esa historia es dar cuenta de la evolución general del espacio social indígena.

Hacia una historia del espacio en la montaña de Guerrero

Danièle DEHOUVE

CEMCA, México 1995



Índice

- ✓ Presentación de los documentos
- ✓ Contenido de los documentos
- ✓ Características lingüísticas de los documentos
- ✓ Fechado de los documentos
- ✓ Reflexiones sobre otros documentos: el **Lienzo de Petlacala**
- ✓ Relatos de fundación de: Xalatzala, Ocotequilla, Tlaquilcingo, Teocuitlapa y Malinaltepec
- ✓ **Lienzos de Malinaltepec.** Reproducción y análisis
- ✓ Documento pictográfico de Zapotitlán Tablas
- ✓ Lista de documentos pictográficos de Don Pedro de Alvarado

CEMCA

Centro Francés de Estudios Mexicanos y Centroamericanos

Sierra Leona 330 □ Col. Lomas de Chapultepec □ C.P. 11000 □ México D.F.
☎ 540 59 21 / 22 Fax: 540 59 23