



HAL
open science

Wall Street face à la crise mexicaine : Une analyse temporelle des marchés émergents

Javier Santiso

► **To cite this version:**

Javier Santiso. Wall Street face à la crise mexicaine : Une analyse temporelle des marchés émergents. Les Études du CERI, 1997, 34, pp.42. hal-03579330

HAL Id: hal-03579330

<https://sciencespo.hal.science/hal-03579330>

Submitted on 18 Feb 2022

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.



Distributed under a Creative Commons Attribution - NonCommercial - NoDerivatives 4.0 International License

Les Études du CERI
N° 34 - décembre 1997

Wall Street face à la crise mexicaine
Une analyse temporelle des marchés émergents

Javier Santiso

Wall Street face à la crise mexicaine

Une analyse temporelle des marchés émergents

Javier Santiso
CERI/FNSP

People believe certain stories because everyone important tells them, and people tell those stories because everyone important believes them.

Paul KRUGMAN

En quelques années, le Mexique aura arpenté l'essentiel du jardin des délices de la finance internationale. Égaré dans les dédales des retournements d'anticipations qui s'opèrent depuis Wall Street, le pays a connu tour à tour le paradis, l'enfer et le purgatoire des marchés financiers.

A l'optimisme du début de la décennie quatre-vingt-dix a succédé en 1995 une défiance tout aussi virulente puis de nouveau une remontée en estime, les anticipations se retournant une fois de plus. Si les marchés financiers, comme le souligne un analyste, aiment qu'on leur raconte de belles histoires, riches en intrigues et coups du sort, le conte mexicain occupe sans équivoque une place de choix.

Aux début des années quatre-vingt, le Mexique fait figure de nouvel El Dorado de la finance internationale. Le pays, à l'image de tout un continent, est engagé dans de vastes réformes économiques menées par une avant-garde de brillants économistes. Vue de Wall Street, la révolution technocratique mexicaine semble irréversible. Les privatisations s'accélèrent, générant autant d'opportunités d'affaires pour les investisseurs. Surtout, le pays du serpent à plumes est en passe de réaliser l'une des mues les plus spectaculaire de son histoire. En concluant l'accord de libre-échange (ALENA) avec le grand Satan d'hier, les États-Unis, le Mexique semble tirer un trait définitif sur ses mauvaises habitudes de populisme macro-économique. A Mexico,

l'ALENA fait figure de sésame pour passer du Troisième au Premier monde ; à New York, il est vu comme un gage ultime de bonne conduite et provoque une véritable ruée vers l'or mexicain. Les capitaux affluent par dizaines de milliards. Aux yeux du monde, et de Wall Street en particulier, le Mexique représente alors la quintessence des nouveaux mondes exotiques que découvrent les financiers new-yorkais : les fameux marchés émergents.

Ceux-ci ne sont pourtant pas totalement une nouveauté. La plupart ont été créés à la fin du XIX^{ème} siècle : ainsi l'Argentine en 1872, le Brésil en 1877 ou le Mexique en 1894. Ces marchés tendent en réalité à apparaître et disparaître, selon un cycle de vie autorisant plusieurs naissances et décès. Les années quatre-vingt-dix ne sont, en ce sens, que leur dernière et spectaculaire réémergence. Les différences sont néanmoins notables par rapport aux décennies précédentes en ce qui concerne tant le volume des transactions que les acteurs et investisseurs qui y interviennent. A partir de 1990, ceux-ci vont en effet attirer un volume croissant, qui passe de 40 (1990) à 113 (1993) milliards de dollars. Le Mexique à lui seul accueillera 30 milliards de dollars en 1993¹.

Pourtant, le 20 décembre 1994, les autorités mexicaines annoncent une dévaluation du peso qui prend de court les anticipations des investisseurs et se soldera par un vaste mouvement de panique. En quelques jours, la marée de capitaux reflue, laissant derrière elle un rivage ensablé dans une crise majeure tandis que les autres marchés émergents se trouvent à leur tour submergés par le ressac.

Cette crise mexicaine n'est ni la première ni la dernière. Elle n'est pas non plus, contrairement à une image répandue, la « première crise du XXI^{ème} siècle ». Les travaux de Kindleberger rappellent combien l'histoire financière internationale est jalonnée de crises, paniques et bulles spéculatives tout aussi spectaculaires et soudaines. Ceux de Barry Eichengreen montrent de même que cette crise présente de singulières analogies avec celle de la Baring en 1890 et qu'en ce sens elle est davantage « la dernière crise financière du XIX^{ème} siècle ». Sans même remonter jusque-là, on trouve un précédent remarquable dans la crise monétaire chilienne du début des années quatre-vingt, ce qui fera dire à l'économiste Sebastian Edwards que l'étonnant est que tant d'observateurs aient été surpris par la tournure des événements mexicains. Qui plus est, la crise mexicaine, dans l'histoire et la mémoire des marchés financiers, fait déjà figure de préhistoire, avalée par d'autres turbulences qui secouent aujourd'hui le Sud-Est asiatique, demain peut-être le Brésil. Pourquoi alors venir revisiter ce cadavre froid ?

L'épisode mexicain, comme on souhaite le montrer, constitue en réalité un excellent laboratoire d'analyse pour mettre à nu les interactions entre temporalités politiques et temporalités économiques. Il invite à se pencher sur ce qui est aujourd'hui l'un des enjeux majeurs de la vie internationale, à savoir la dynamique des marchés financiers et de leurs interactions avec le système interétatique. Celui-ci, emmené par les États-Unis, a dû en effet, en un laps de temps record, ajuster sa propre vitesse de réaction à

¹ A lui seul le Mexique recevra ainsi près de 20 % du total mondial des flux de capitaux entre 1990 et 1994 : presque 102 milliards de dollars sur la période. A titre de comparaison, sur la même période, les économies émergentes d'Asie recevront ensemble 261 milliards de dollars.

celle des marchés financiers. Longtemps « maîtres des horloges » (Philippe Delmas) incontestés, les États se trouvent ainsi aujourd'hui confrontés à une dynamique dont l'ampleur et la fréquence des soubresauts constituent l'un des défis majeurs de cette fin de siècle.

Pour comprendre la teneur de la contrainte que fait peser la finance internationale sur les politiques économiques nationales, il importe en ce sens d'appréhender « comment pensent les marchés financiers » : autrement dit de faire porter l'analyse sur la dynamique même des jeux d'informations et d'anticipations que tissent les opérateurs, de s'interroger sur les régimes cognitifs et les référentiels qu'articulent *traders*, investisseurs et autres analystes dont les anticipations contribuent à faire et défaire les prix.

Les marchés émergents ne consacrent nullement le règne de la main invisible mais bien celui des poignées de main implicites et, parfois, de strangulations explicites, comme le montre la correction opérée à l'encontre du Mexique, de la Thaïlande ou de la Corée du Sud. Le présent travail s'attache ainsi à montrer, en faisant appel à deux registres d'analyse, l'un centré sur les fondamentaux économiques et le second sur les anticipations des acteurs, combien les séquences économiques et politiques interfèrent et s'encastrent les unes dans les autres. Plus spécifiquement, il vise à poser les premiers jalons d'une analyse qui est appelée à être approfondie². L'ambition de notre propos est en effet de commencer à dénouer les fils de cette toile que tissent les incessantes et multiples interactions de ceux qui font, au jour le jour, ce que l'on appelle le Marché : non pas une invisible main de Dieu (ou du diable) mais plus simplement, les incessantes anticipations et interactions d'une myriade d'analystes et d'investisseurs dont le poumon est à Wall Street.

Le nouvel El Dorado mexicain

La crise mexicaine s'inscrit dans la coulée d'une histoire économique qui a bifurqué au cours des années quatre-vingt avant de se jeter dans les eaux du libéralisme.

Au début des années quatre-vingt-dix, le Mexique s'est délesté de décennies de macro-économie populiste et de substitution aux importations. Dans tout le continent l'air du temps a viré à l'économie de marché et le Mexique, après le Chili, avant l'Argentine, a pris en marche le train des réformes. Lentement au début, sous la présidence de Miguel de la Madrid (1982-1988), puis à un rythme accéléré, à partir de 1989, avec la nouvelle équipe mise en place par Carlos Salinas de Gortari (1988-1994), le pays a enchaîné dérégulations et privatisations, pressé de sortir de l'ornière

² Voir Javier Santiso, 1998. Sur la communauté épistémique constituée par le monde de la finance new-yorkaise, voir l'essai de Mitchel Abolafia (1997). L'approche d'Abolafia renoue avec la tradition inspirée de Weber, lequel s'était non seulement intéressé à l'éthique du capitalisme mais aussi à la Bourse, en lui consacrant un essai traduit en France par la Bibliothèque du Citoyen en 1894-1896.

de la dette et du sous-développement. En quelques années, le taux de croissance se redresse pour atteindre un pic de 4 % en 1990 avant de redescendre. Le déficit public passe, entre 1989 et 1992, de 5,6 % à 3,4 % du PNB. Enfin, les exportations se diversifient au-delà des seules ressources pétrolières. Entre 1980 et 1995, elles font un bond spectaculaire. Leur volume est multiplié par 6,4 et leur valeur par 5,2. Elles surpassent ainsi largement les performances du jaguar chilien (3 et 3,4 respectivement) et flirtent avec les résultats affichés par les tigres asiatiques.

L'accélération du mouvement de privatisations, l'avènement d'une inflation à un chiffre et la libéralisation des échanges, tout indique que le pays fait route désormais vers le nouveau cap de bonne espérance qu'est devenu l'horizon libéral. A Wall Street cette révolution technocratique mexicaine est saluée avec un enthousiasme croissant. Les économistes mexicains, formés pour la plupart dans les plus prestigieuses universités nord-américaines, donnent le change et inspirent une solide confiance à la communauté financière.

Dans cet exercice de séduction à grande échelle, auquel se livrent des autorités mexicaines impatientes d'intégrer le Premier Monde, deux ministres vont exceller : Pedro Aspe et Jaime Serra Puche, respectivement aux Finances et au Commerce extérieur, titulaires, le premier, d'un doctorat du MIT et le second d'un doctorat de l'Université de Yale³. Ils réussissent à amadouer les milieux d'affaires et financiers qui, de nouveau, scrutent vers l'Amérique latine à la recherche d'opportunités, de coups à jouer et d'affaires à conclure. Les yeux sont d'autant plus rivés sur le Mexique que celui-ci, pour la première fois de son histoire et de celle des pays en développement, est en passe de s'arrimer à l'économie la plus développée au monde, les États-Unis : l'ALENA, au-delà de ses effets économiques (marginiaux pour les États-Unis, plus lourds pour le Mexique), aura comme première conséquence majeure de propulser ce dernier sous les feux des médias et des débats parlementaires américains. A New York, les divisions d'analystes des banques d'affaires telles que Morgan Stanley, JP Morgan ou Goldman Sachs suivront avec un intérêt grandissant ces négociations officialisées à partir de 1992. En quelques mois, les firmes new-yorkaises vont gonfler leurs cohortes d'analystes spécialisés sur l'Amérique latine, à l'image de Salomon Brothers, banque d'investissement dont John Purcell, découvreur des mannes sud-américaines en général et de la pépite mexicaine en particulier, fera passer les effectifs de son département de recherche, d'un (lui) à plus de vingt-cinq analystes.

L'un des détonateurs de ce boom des anticipations favorables et de l'euphorie qui gagne Wall Street au sujet du Mexique sera le mouvement de privatisations engagé par le président Salinas de Gortari. Les rumeurs puis, à partir de 1989, l'annonce officielle de la privatisation du géant mexicain des télécommunications, Telmex,

³ Au cours des années soixante et soixante-dix, les universités américaines s'imposent comme le lieu de formation et de socialisation des élites latino-américaines. A Cambridge, Aspe termine sa thèse en 1978, une année après que Domingo Cavallo, le futur artisan du virage libéral argentin, a terminé la sienne à Harvard. C'est également sur le campus de Harvard et du MIT que les deux jeunes économistes font connaissance avec une autre figure majeure des réformes latino-américaines des années quatre-vingt-dix, le Chilien Alejandro Foxley, alors *visiting scholar* au MIT. Sur les trajectoires de cette génération latino-américaine, voir Dominguez 1997.

marquent le tournant décisif de cette course aux Amériques à laquelle se livreront les investisseurs au cours des premières années de la décennie quatre-vingt-dix. Les privatisations aiguisent les convoitises des banques d'affaires new-yorkaises. « A partir de ce moment on a vécu les yeux fixés sur le Mexique, obnubilés par ce qui se tramait au sud du Rio Grande. La plupart d'entre nous avons alors redécouvert (et, pour beaucoup, découvert) les Amériques. Dans tout le continent, des opérations de privatisation se mettaient en place. Les performances inspiraient confiance. Alors on y est allé. Et ça été la ruée vers l'or »⁴.

En outre, les performances qu'affiche l'économie mexicaine impressionnent, même si les nuages continuent de s'amonceler, en particulier celui d'un système bancaire chancelant. Mais ce sont les indicateurs à la hausse qui retiennent l'attention des analystes. L'inflation a fait une chute vertigineuse, passant de 180 % en 1988 à 7 % en 1994. Les réserves de change ont été multipliées par 5, passant de 5 à 26 milliards de dollars entre 1989 et 1994. Enfin, le stock de la dette externe a été considérablement réduit, passant de 400 à 200 % des exportations entre 1986 et 1994. Cette confiance retrouvée dans l'économie mexicaine aura une traduction financière immédiate : conjointement le risque-pays (spread US Treasury Bills/Tesobonos) et le risque de change (spread Cetes/Tesobonos)⁵, qu'affichent les banques d'affaires new-yorkaises, diminuent tandis que le marché boursier mexicain connaît une activité sans précédent.

En quelques années les capitaux vont affluer par dizaines de milliards. Lors de la décennie perdue, les flux nets de capitaux s'étaient brusquement taris à la suite de la crise de la dette, chutant de 6 % du PNB total latino-américain à près de zéro en 1983. En 1994, ces flux dépassent à nouveau les 6 % du PNB. De tous les pays qui s'inscrivent alors sur les prompts des salles de marchés new-yorkaises, le Mexique s'impose comme le champion absolu de sa catégorie. Entre 1987 et le pic de 1994, l'indice de performance mesuré par le *Financial Times* et Standard & Poor's, baromètre de l'engouement international, atteint des niveaux records, passant de 100 à 2 500 dollars. Au total, le Mexique aura attiré, entre 1990 et 1994, plus de 100 milliards de dollars, dont plus de 30 pour la seule année 1993, soit 8 % du PIB. La banque d'affaires Salomon Brothers place ainsi à elle seule plus de 15 milliards de dollars sur le Mexique.

Chronique d'une crise annoncée

La reprise de ces flux vers le Mexique et l'Amérique latine s'avère néanmoins problématique. De nouveaux acteurs, en quête de profits à court terme, sont entrés

⁴ Entretien, New York, 14 février 1997.

⁵ Les Tesobonos sont les bons du Trésor mexicain à court terme libellés en pesos mais indexés sur le dollar. Les Cetes sont des bons du Trésor à court terme (28 jours) libellés en pesos.

dans la danse et les capitaux engagés le sont de plus en plus dans une perspective court-termiste.

Au début des années quatre-vingt-dix s'opère une vaste restructuration des flux d'investissements vers les pays émergents. Les flux d'origine publique se tarissent tandis que ceux privés s'accroissent. Les investisseurs institutionnels non bancaires, que la faiblesse des taux d'intérêts américains et le tassement de la croissance dans les pays de l'OCDE incitent à se reporter sur les placements en obligations et en actions plus attractifs, font irruption sur les nouveaux marchés émergents⁶. En 1994, on compte plus de 150 fonds d'actions opérant sur l'Amérique latine. A eux seuls, ces flux de portefeuilles en actions atteignent 40 % du total des investissements. Après avoir enregistré des sorties nettes de capitaux, le continent latino-américain connaît donc de nouveau un afflux net d'investissements de portefeuille (de l'ordre de 26 milliards de dollars en moyenne annuelle entre 1990 et 1994, contre des sorties nettes de 1,2 milliards entre 1983 et 1989).

Pour le Mexique, ces entrées massives de capitaux sont d'autant plus nécessaires que le faible taux d'épargne intérieure n'est pas à même de stimuler le développement économique. La contrepartie d'une telle ruée est un creusement du déficit de la balance des paiements courants, alimenté par des investissements de portefeuille dangereusement réversibles et volatils. Au cours de l'année 1994, la dette publique à court terme se développe. Non seulement les non-résidents en détiennent entre 70 et 80 % mais en outre une partie importante va en être, au cours de l'année, indexée sur le dollar : ce sont les fameux Tesobonos, que l'économiste de ING Barings, Arturo Porzecanski, baptisera les « *malditos bonos* »⁷.

Tous les ingrédients pour une crise de change sont ainsi réunis. A la fin de l'année 1994, les analystes de Wall Street prennent subitement conscience de la détérioration des fondamentaux (déficit courant de près de 8 % du PIB en 1994 contre 3 % en 1990 ; baisse brutale des réserves de change, qui sont passées de 29 milliards de dollars en février à 7 milliards en décembre). Surtout, comme ne cessent de le répéter certains économistes, dont les voix discordantes avaient été, en mars, aussitôt noyées dans le concert de louanges, le peso apparaît dangereusement surévalué. Pour Dornbusch et Werner, qui avaient publié un article prémonitoire dès le printemps, le Mexique souffre d'une croissance médiocre qui ne s'explique que par une appréciation du taux de change effectif réel de l'ordre de 20 à 25 % entre 1990 et 1994⁸. Une

⁶ Le timing des flux confirme la prépondérance des facteurs exogènes. Les flux ne sont pas corrélés à la mise en œuvre de réformes économiques ou à la performance affichée par le pays récepteur. Certains pays ont ainsi reçu des capitaux sans avoir procédé à des réformes tandis que d'autres n'ont commencé à en recevoir que bien après avoir achevé les leurs.

⁷ Entretien, New York, 11 février 1997.

⁸ Rudiger Dornbusch, économiste au MIT et ancien professeur de Pedro Aspe, n'avait cessé, depuis 1991, de plaider pour une dévaluation, notamment dans les colonnes du journal *La Epoca*. En juin 1992 il réitère en vain ses recommandations à Carlos Salinas de Gortari, puis à nouveau à Pedro Aspe qui vient le voir au MIT durant l'hiver suivant. Sa campagne en faveur d'une dévaluation culmine avec le discours prononcé à la Brookings Institution de Washington en avril 1994, où il prône une dévaluation de 20% afin de stimuler les exportations mexicaines. Voir « Picking up pieces. Mexico's near default can be traced

dévaluation s'impose ; elle interviendra mais bien trop tard : c'est le 20 décembre 1994 que le gouvernement mexicain annonce une dévaluation de 15 %. Mais, au lieu d'apaiser les investisseurs, cette décision accentue au contraire leurs inquiétudes et entraîne une surréaction de défiance qui s'étendra de manière mimétique à l'ensemble des marchés émergents. C'est le fameux « effet Tequila ». Rapidement la crise de change se transforme en crise de liquidités. Sur le marché des bons du Trésor mexicains, plus de 13 milliards de dollars arrivent à échéance dans les premiers mois de 1995, dont près de 10 milliards de Tesobonos pour une valeur en pesos qui ne cesse de grimper à mesure que le peso se déprécie. Malgré l'annonce d'un soutien des États-Unis, dès le 11 janvier 1995, les doutes se propagent vers l'ensemble de l'Amérique latine (la Bourse brésilienne, par exemple, baisse de 25 % entre janvier et février 1995). Au total, le peso perd, entre décembre 1994 et février 1995, plus de 40 % de sa valeur.

L'interaction des temporalités économiques et des temporalités politiques

La crise mexicaine s'inscrit dans un singulier entrelacs de temps où se mêlent, dans les eaux vives de l'histoire événementielle de l'année 1994, les dynamiques politiques et les dynamiques économiques⁹.

Pour le Mexique, l'année 1994 est paradoxale. Elle marque, avec la mise en vigueur de l'ALENA le 1^{er} janvier et la crise ouverte le 20 décembre, l'entrée du Mexique dans le Premier Monde, dont rêvaient les dirigeants mexicains, puis sa sortie tout aussi rapide. Elle illustre l'extrême volatilité des marchés financiers et, au-delà, la célérité et la fréquence avec lesquels s'opèrent les retournements d'évaluations du risque-pays. Surtout le chronogramme des événements de cette « folle année » montre combien les interactions entre les dynamiques économiques et les dynamiques politiques ont joué pour nouer la crise.

Dès février, la remontée des taux américains des Feds Funds entraîne une baisse du marché obligataire. Pour le Mexique, les conséquences sont immédiates : le service de la dette externe augmente tandis que les capitaux s'amenuisent. Les troubles du Chiapas et l'inversion de la politique monétaire américaine provoquent un premier retournement à l'égard du risque mexicain. Le marché des obligations chute de 15 % et celui des actions de 20 %. La défiance à l'égard du peso sera encore plus vive à la

back to lost opportunity », *The Wall Street Journal*, 6 juillet 1995.

⁹ Les analystes des banques d'investissements new-yorkaises ne s'y sont pas trompés et ont pour la plupart prêté une grande attention à la dynamique politique à l'œuvre en 1994 au Mexique. Voir par exemple les analyses d'Arturo Porzecanski, « Quo Vadis Mexico », *ING Securities*, New York, 17 juin 1994.

suite de l'assassinat, le 23 mars 1994, du candidat à la présidence, Luis Donaldo Colosio. Il provoque la stupeur des analystes et des investisseurs new-yorkais, qui redécouvrent combien les Amériques demeurent imprévisibles. Les sorties de capitaux s'accroissent, aggravant la pression sur le peso qui connaît alors une première dépréciation de près de 10 % par rapport au début de l'année.

Dans un contexte d'incertitude politique de plus en plus grande, les autorités mexicaines choisissent de soutenir leur monnaie en puisant largement dans les réserves précieusement accumulées lors des années d'euphorie : la baisse des réserves s'élèvera au total, sur l'année 1994, à près de 19 milliards de dollars. Pour le président Salinas, il est alors inconcevable d'envisager une dévaluation : les autorités mexicaines ont fait de la stabilité monétaire la clé de voûte de la crédibilité de leur politique macro-économique. L'ALENA semble jouer un rôle d'assurance tous risques, puisque le Mexique obtient de ses partenaires un accord de swaps sur près de 7 milliards de dollars. D'ailleurs pourquoi s'alarmer : le Mexique ne vient-il pas, quelques jours auparavant, de faire son entrée dans le cercle très fermé des pays industrialisés en devenant membre de la prestigieuse et libérale OCDE ?

Néanmoins le calendrier politique viendra altérer de nouveau cette confiance à peine ébréchée. Au Mexique, le timing des élections présidentielles imprime un rythme syncopé à l'évolution politique du pays. Ces élections non seulement entraînent dans leur sillage le système politique mais elles configurent également la plupart des infarctus qui affectent régulièrement l'économie mexicaine. Nombre des élections présidentielles coïncident en effet avec les moments de forte instabilité monétaire, comme en témoignent les dévaluations (toujours présentes à la mémoire des dirigeants mexicains) des années soixante-dix et quatre-vingt. L'anticipation d'une élection particulièrement difficile le 21 août explique ainsi certaines des contradictions dans lesquelles s'enferment les autorités et les tensions qui s'aiguisent entre la Présidence, la Banque centrale et le ministère des Finances quant à la stratégie à suivre. Un resserrement trop strict de la politique monétaire, qui aurait entravé la croissance, est écarté par Salinas. Le gouvernement opte pour un refinancement de sa dette à court terme libellée en pesos (Cetes) par un recours à une dette à court terme libellée en pesos mais indexée sur le dollar (Tesobonos). La victoire de Zedillo à la présidentielle du mois d'août accorde un répit. On assiste alors à une accélération des investissements de portefeuille sous forme d'achats massifs de Tesobonos par des non-résidents, dont l'encours dépasse, à partir de juillet, les réserves de change.

A Wall Street, l'inquiétude reprend à l'automne avec l'assassinat du Secrétaire général du parti au pouvoir, le PRI, Ruiz Massieu, et la démission de son frère alors ministre de la Justice. Parallèlement, les troubles dans le Chiapas continuent de s'amplifier. Quant à la politique monétaire américaine, elle poursuit son durcissement avec, le 15 novembre, une nouvelle hausse de 75 points de base du taux des Feds Funds. De plus, jusqu'au déclenchement de la crise, les investisseurs new-yorkais sont maintenus dans l'ignorance de l'éffritement des réserves de change : la Banque centrale mexicaine prend soin de gagner du temps en différant la publication de ses chiffres stratégiques, invoquant pour cela le risque d'attaque spéculative en période

électorale. Les réserves, qui s'élèvent encore à 17 milliards à l'automne, continueront à fondre pour tomber, entre le 10 et le 15 décembre, de 12 à 8 milliards de dollars. La dévaluation apparaît alors inévitable. Le 19, une première dévaluation de 15 % est annoncée. Le 20, le peso est attaqué. Les réserves tombent alors à 5 milliards de dollars. Le 22, la Banque centrale se rend à l'évidence et décide de laisser filer le peso qui se déprécie rapidement. En quelques semaines, pour les financiers de Wall Street, le rêve mexicain vire au cauchemar. Les agences de notation dégradent la dette à court et à long terme du Mexique.

A quelques exceptions notables, les financiers de Wall Street ont tous été pris de court. La surprise, d'ailleurs, est le propre de toute crise financière : celle-ci reste imprévisible, soumise aux aléas et à ce que l'économiste Charles Kindleberger a décrit comme l'irrationalité des marchés dont la marche est toujours heurtée, faite d'accélération et de brusques arrêts, qui lui confèrent un rythme en dents de scie, aux ascensions verticales succédant des pentes descendantes tout aussi raides. C'est peu après le déclenchement de la crise mexicaine que Kindleberger donnera cette description de la crise financière : « Comme la grâce et la beauté d'une femme : difficile à définir mais parfaitement reconnaissable lorsqu'on la rencontre ».

Certains analystes, comme Arturo Porzecanski de la ING Barings, connaîtront la gloire pour s'être inquiétés, à mots couverts, de la soutenabilité de la politique de change mexicaine au début du mois de décembre 1994¹⁰. Le 15 décembre (soit 5 jours avant la dévaluation), Stefano Natella, responsable des marchés émergents chez Crédit Suisse First Boston, conseillait à ses clients de reporter sur le Brésil leurs investissements au Mexique¹¹. Mais, pour la plupart, les rapports continuent à afficher un optimisme à toute épreuve, à l'image de John Pelosky de Morgan Stanley & Co. qui, dans une note de 2 décembre, assène que « de tous les marchés latino-américains, le Mexique reste le favori ». Comme le rapporte le *Wall Street Journal*, qu'il s'agisse de Bankers Trust, de Bear Stearns, de Chase Manhattan, de Goldman Sachs ou encore de Smith Barney, la grande majorité des analystes et des banques aligneront les euphémismes, tout au long de l'année 1994, pour qualifier la situation mexicaine. Depuis le sommet de Madrid du FMI et de la Banque mondiale, en septembre, les autorités mexicaines, Pedro Aspe en tête, avaient multiplié les réunions afin de rassurer les investisseurs, les rencontrant parfois en tête à tête comme ce fut le cas pour les gérants de portefeuille de Fidelity, de Morgan Stanley Asset Management, de Scudder, Stevens & Clark ou encore d'Oppenheimer & Co¹². Pour la majorité des spécialistes, une dévaluation semblait d'autant plus improbable que le coût en semblait élevé, et en tout cas insoutenable pour le Mexique.

Certains analystes connaîtront un sort peu enviable, tel John Purcell, une des stars new-yorkaises, responsable pour l'Amérique latine de la banque d'investissement

¹⁰ Voir Arturo Porzecanski, « Emerging markets weekly report », ING Securities, 2 décembre 1994.

¹¹ Entretien, New York, 12 février 1997.

¹² Entretiens, New York, 11, 12 et 14 février 1997 ; entretien téléphonique, New York, 5 février 1997.

Salomon Brothers, qui sera invité à prendre sa retraite peu après la crise. Dans l'un de ses derniers rapports, daté du 22 novembre 1994, il avait souligné que « la probabilité d'une dévaluation [était] virtuellement nulle ». Il s'était d'ailleurs rendu au Mexique au mois de novembre pour conforter ses anticipations et avait obtenu des assurances en ce sens de la part des autorités mexicaines. En outre les projections réalisées sur la base des informations et de données fournies par les Mexicains n'incitaient à aucun alarmisme. Le chiffre des réserves communiqué semblait alors suffisant pour soutenir un choc spéculatif. Pourtant, en quelques heures, les pertes se sont accumulées, grimpaient rapidement jusqu'à 10 milliards de dollars les premiers jours pour dépasser au total les 32 milliards de dollars.

Comme le soulignent Sachs, Tornell et Velasco, cette crise ne peut s'interpréter de manière univoque, que se soit comme une correction venant sanctionner des fondamentaux économiques détériorés ou comme une attaque exclusivement spéculative contre une devise surévaluée. Ni l'une ni l'autre de ces raisons ne permet d'expliquer de manière satisfaisante la dynamique de la crise. Les fondamentaux économiques n'étaient pas totalement insoutenables : la politique budgétaire était restrictive et les ratios de la dette étaient à des niveaux relativement bas selon les normes internationales. L'explication en termes de pure attaque spéculative s'avère également incomplète. Elle laisse en particulier dans l'ombre le fait que les agents économiques n'ont pas anticipé la crise en demandant une prime de risque et des taux d'intérêts plus élevés avant décembre 1994. L'analyse des taux d'intérêts afférents aux Cetes et aux Tesobonos confirme ce point, le différentiel entre ces deux taux étant un bon indicateur d'anticipations concernant la dévaluation. Le spread a augmenté après l'assassinat de mars 1994 puis est retombé après l'élection de Zedillo en août et s'est maintenu à peu près constant jusqu'en décembre.

La couverture médiatique internationale confirme également que les agents n'ont pas anticipé une crise du peso. Jusqu'en décembre 1994, pratiquement aucun article n'a fait référence au problème des Tesobonos, que ce soit dans le *Financial Times*, le *Wall Street Journal* ou le *New York Times*. Le nombre d'articles s'alarmant de cette situation grimpera de 6 à 46 entre décembre et janvier alors que, tout au long de l'année 1994, les anticipations sur le Mexique étaient plutôt optimistes. De même, les institutions financières new-yorkaises ont continué tout au long de l'année 1994 de noter positivement la politique macro-économique mexicaine : équilibre budgétaire, désinflation, réduction du rapport des paiements d'intérêt de la dette aux recettes d'exportation. L'appréciation du risque mexicain par les gouvernements et les autorités monétaires internationales demeure également étonnamment placide, qu'il s'agisse du FMI, de la FED, du ministère des Finances français ou du Trésor américain. Le rapport Whitman du FMI souligne ainsi les carences internes de l'organisation à suivre de près le risque mexicain. Plusieurs rapports successifs, entre autres celui de la Commission bancaire du Sénat américain et celui, en février 1996, de la Commission des finances de la Chambre des Représentants, pointent l'attitude très conciliante des autorités américaines à l'égard du Mexique à un moment où la situation appelait davantage de fermeté. La volonté de ne pas mettre en péril l'ALENA, la stabilité précaire d'un

partenaire alors en période électorale et le manque d'informations statistiques fiables seront autant de raisons et d'explications invoquées *a posteriori* pour expliquer les carences de la prévision du risque mexicain¹³.

Le management de la crise mexicaine

L'exemple mexicain montre combien la gestion du facteur temps est cruciale. En finance (comme en politique), savoir entrer et sortir à temps, s'engager et se désengager au bon moment, est l'apanage des grands. « Le timing, souligne un économiste de la place de Paris, est essentiel. On gagne de l'argent de deux manières : soit en s'informant mieux et avant tout le monde, soit en se plaçant dans le creux de la vague, juste après un retournement »¹⁴.

En particulier la gestion de la crise par les autorités gouvernementales souligne la difficulté à gérer la contrainte temporelle face à des marchés réagissant à grande vitesse. Rappelons que le moment où la crise se noue, décembre 1994, est politiquement délicat : c'est celui de la passation du pouvoir présidentiel. La nouvelle équipe de Zedillo se met alors lentement en place tandis que celle de Salinas et de Aspe se retire. De même aux États-Unis, le départ de Lloyd Bentsen et son remplacement non encore effectif, à la tête du Trésor, par Robert Rubin (un ancien financier de Wall Street) créent un certain vide au sein du pouvoir monétaire. Quant à Zedillo, il vient à peine de nommer Serra Puche, l'artisan de l'ALENA et ancien ministre du Commerce, pour succéder à Pedro Aspe à la tête du ministère des Finances. Cette nouvelle équipe commence l'audit de la situation financière du pays à partir de novembre. Lorsqu'elle prend les commandes en décembre, elle a à peine eu le temps d'évaluer la gravité de la situation. « Lorsqu'on est arrivé, déclare au *Wall Street Journal* Antonio Argulles, alors chef de cabinet de Serra Puche, six des principaux directeurs du ministère avaient quitté leurs fonctions. On a passé pour ainsi dire les premières semaines à chercher où étaient les interrupteurs et les toilettes ». Un temps précieux aura été ainsi perdu lors de cette passation de pouvoir d'une équipe rodée aux mécanismes de la finance internationale à une équipe davantage au fait de la dynamique du commerce international.

De même, le choix de la date de l'annonce de la dévaluation, en début de semaine

¹³ Nombre de ces arguments, en particulier ceux sur le manque d'information statistique, seront repris quelques années plus tard lors de la crise thaïlandaise et des pays du Sud-Est asiatique. Cependant, comme l'ont rappelé de nombreux économistes, à commencer par Morris Goldstein de l'Institute for International Economics, les marchés financiers et les institutions internationales disposaient des informations nécessaires tant pour le Mexique que pour la Thaïlande. Il montre même que les marchés disposaient de signaux d'alerte qui auraient dû leur faire prévoir chacune des trente crises bancaires et monétaires qu'il étudie.

¹⁴ Entretien, Paris, 6 mars 1997.

(un mardi) et la veille des vacances de Noël, a été malencontreux. L'annonce a pris tout le monde de court, la plupart des financiers de Wall Street étant alors en vacances ou sur le départ. En dévaluant un mardi (et non un vendredi par exemple), on laissait aux marchés trois jours pour surréagir sans possibilité de fermer la Bourse pour éviter l'hémorragie. A titre de comparaison, lors de l'assassinat de Colosio le 23 mars (un mercredi), le ministre des Finances d'alors, Pedro Aspe, parfaitement rodé aux négociations avec les investisseurs financiers, avait décrété immédiatement le lendemain journée de deuil national afin de couper court aux rumeurs et aux transactions. Parallèlement, son équipe, menée par José Angel Gurria, s'empressait de parer rapidement à toute surréaction en négociant un swap de plus de 6 milliards de dollars avec le Trésor américain. Cette mesure a eu pour premier effet de calmer les investisseurs. Elle donnera surtout à Aspe une marge de temps plus ample pour mettre à profit ses relations avec les milieux de Wall Street et rétablir, au cours du week-end, la confiance et la crédibilité de sa politique économique. Jaime Serra Puche, au contraire, à la suite des tensions apparues sur les marchés d'un mois de décembre ponctué de déclarations fracassantes des zapatistes, procédera à des consultations, le 12 décembre auprès des hommes d'affaires mexicains et le 19 auprès des financiers de Wall Street. Ces approches auront pour effet de déclencher deux vagues de défiances. La perte de confiance et de crédibilité des institutions mexicaines sera d'autant plus rapide que les asymétries d'information seront perçues comme relativement importantes par les investisseurs américains¹⁵.

La multiplicité des autorités interférant dans la gestion de la crise a également été source de dysfonctionnements, étant donné les dissensions existant au sein des camarillas politiques mexicaines et entre les différentes autorités : Présidence, ministère des Finances, Banque centrale¹⁶. Au sein d'un même ministère, celui des Finances, les rivalités entre différents directeurs au sujet de la gestion menée par le ministre (l'un d'eux, Guillermo Ortiz, qui deviendra ultérieurement ministre des Finances, réclamait en privé, depuis la fin de 1993, une dévaluation) recouperont également les rivalités politiques existant au sein du pouvoir. A partir de mars 1995, les Mexicains mettront fin à cette regrettable cacophonie. Une politique de communication plus rigoureuse sera mise en place et surtout un seul et unique porte-parole du ministère des Finances sera chargé, en la personne d'Alejandro Valenzuela, de diffuser régulièrement les communiqués officiels vers la communauté financière internationale. Pendant près d'un an, tous les mercredi, entre deux et trois heures de l'après-midi, heure locale (et surtout heure à laquelle ferme Wall Street), un communiqué était ainsi diffusé. En choisissant le mercredi, les Mexicains se donnaient aussi le temps de voir comment les marchés avaient fonctionné le lundi et le mardi, puis d'observer leur réaction le jeudi et le vendredi.

¹⁵ La surréaction s'explique ainsi par un processus en spirale, où les asymétries d'information conduisent à des phénomènes d'*adverse selection* et de *moral hazard*. Voir Mishkin 1996.

¹⁶ Entretien, Paris, 17 mars 1997. En ce sens, l'analyse de la crise mexicaine invite à se pencher sur les conflits qui ont ébranlé la pyramide, toujours plus lézardée, du pouvoir mexicain. Voir Jong Gook Back, 1997.

L'un des aspects les plus saillants de l'épisode mexicain est la brutalité avec laquelle la dévalorisation des actifs s'est opérée. Cette crise revêt, comme il a été souligné, un caractère non négociable qui diffère amplement du cycle de négociations formalisées engagées dans le cadre du Club de Londres, entre 1982 et 1989, à la suite de la déclaration de cessation de paiement par le Mexique en 1982. En 1994-1995, le rythme de la crise et de sa gestion a été autrement plus rapide : en moins de trois mois, de la fin de décembre au début de mars, les autorités mexicaines, américaines et internationales ont dû parer à la contagion. C'est bien la vitesse qui interpelle ici, et en premier lieu la vitesse à laquelle les États et les autorités monétaires internationales ont dû réagir face à une dynamique imposée et rythmée par les marchés financiers.

Mexicains et Américains entament les négociations visant à réagir à la crise en évitant, dans un premier temps, de recourir aux thérapies du Fonds monétaire international. Mais, dès les 28-29 décembre, les émissaires du FMI se rendent au Mexique pour évaluer la situation. Une semaine supplémentaire devra s'écouler avant que le Mexique, sous la pression des investisseurs de Wall Street, n'accepte de solliciter officiellement le Fonds. Tandis que les autorités mexicaines, à l'image du nouveau ministre des Finances Guillermo Ortiz dès le 5 janvier 1995, multiplient les voyages à New York pour apaiser une communauté financière devenue totalement défiante, les programmes d'austérité et les effets d'annonce se succèdent. D'abord sans trop convaincre Wall Street, le 3 janvier, puis de manière plus crédible le 9 mars, avec un second ensemble de mesures plus drastiques.

Un premier plan de sauvetage est élaboré et annoncé par Clinton le 13 janvier, moins d'un mois après le déclenchement de la crise. L'aide américaine s'élève alors à 40 milliards. Lorsqu'elle est annoncée, les républicains et les démocrates se montrent tout d'abord favorables. Mais rapidement l'opposition à cette aide s'organise, en particulier autour des démocrates libéraux, proches des syndicats, et des républicains qui avaient appuyé Ross Perot lors de sa campagne présidentielle. Cette opposition recoupe ainsi largement la coalition qui avait manœuvré contre la ratification de l'ALENA quelques années plus tôt. Elle aura raison des efforts incessants déployés par les responsables du Trésor et de la Réserve fédérale, respectivement Robert Rubin et Alan Greenspan. L'hostilité du Congrès devenant de plus en plus pressante, Clinton doit se résoudre à la réduire de moitié afin de pouvoir la faire passer par simple décret présidentiel. En outre, contrairement à 1982, les banques commerciales, qui devaient apporter quelque 3 milliards, se sont désengagées de la procédure de négociation.

Il faut donc trouver d'autres fonds. Les négociations menées avec les autorités monétaires internationales viennent compléter le plan de sauvetage en ajoutant quelque 30 milliards de prêts exceptionnels. Le FMI, en particulier, entre alors pleinement dans la course, organisant une seconde mission d'expertise à Mexico. En moins de deux semaines, les négociations entre Mexicains et experts du Fonds aboutissent à un programme d'ajustement qui sera livré clefs en mains début février et adopté en à peine trois jours par un Conseil d'administration mis sous pression par la surréaction des marchés financiers. De nombreux États, notamment européens, mis devant le fait accompli par les États-Unis, montrent leur mécontentement en

s'abstenant tout d'abord, le 1^{er} février, au sein du Conseil d'administration (il s'agit en particulier de la Belgique, de l'Allemagne, des Pays-Bas, de la Norvège, de la Suisse et de la Grande-Bretagne, les abstentionnistes représentant quelque 25 % du capital du FMI). Ce n'est que lors du sommet du G-7, les 3 et 4 février à Toronto, que les ministres européens des Finances afficheront leur solidarité (de façade) avec les États-Unis. Comme le souligne l'un des principaux négociateurs, « nous avons vécu tout au long de ces semaines avec un revolver sur la tempe. Nous avons les yeux braqués sur des marchés financiers qui ne cessaient de s'emballer et que nous devons pourtant prendre de vitesse »¹⁷.

A l'issue de cette négociation menée à marche forcée, le président Clinton annonce enfin le plan de sauvetage définitif. Au total près de 50 milliards seront engagés pour venir en aide au Mexique. A titre de comparaison, l'aide accordée à la Thaïlande, en août 1997, par le FMI et les pays asiatiques menés par le Japon s'élèvera à 16 milliards de dollars : trois fois moins. L'aide au Mexique surpasse également celle accordée à l'Indonésie en octobre 1997 (30 milliards de dollars). De cette somme totale, plus de 20 milliards de crédits, garanties de crédits et swaps seront avancés par le gouvernement américain, 18 milliards par le FMI et 10 milliards par le G-10 à travers la Banque des règlements Internationaux. A Halifax, en juin 1995, pour parer à d'autres crises, le FMI décidera de doubler les ressources mobilisables et de créer un fonds d'urgence. Le Mexique n'utilisera d'ailleurs qu'une partie de cette aide (12,5 milliards) et remboursera le tout de manière anticipée en empruntant sur le marché international en janvier 1997, soit trois ans avant l'échéance.

L'une des conséquences de la crise mexicaine aura été de mettre sur pied, au niveau des instances monétaires internationales, des procédures permettant d'accélérer la prise de décision. La mécanique décisionnelle du FMI a ainsi été sensiblement révisée. Une procédure de financement d'urgence visant à écourter les délais est mise en œuvre. En moyenne, entre la conclusion de la mission sur le terrain des experts du Fonds et la remontée du rapport au Conseil d'administration, principale instance décisionnelle du FMI, le laps de temps écoulé oscille entre 60 et 90 jours. Lors de la crise thaïlandaise, ce délai a été ramené à moins de 20 jours¹⁸. Certes, la rapidité de la diffusion de la crise thaïlandaise à l'ensemble du Sud-Est asiatique souligne les limites des mécanismes mobilisés. Il n'en demeure pas moins que cet exemple illustre la course de vitesse dans laquelle sont engagés États et marchés, les premiers étant sommés d'ajuster leur temps de réaction à la vitesse de propagation des soubresauts monétaires.

¹⁷ Entretien téléphonique, Washington, 7 octobre 1997.

¹⁸ Voir le *Rapport annuel 1996* du FMI, Washington, p. 137.

Les leçons de la crise mexicaine et l'ajustement des approches risque-pays

La crise mexicaine habite aujourd'hui encore les esprits de nombre d'analystes et économistes. Elle constitue l'étalon à l'aune duquel sont jaugées les nouvelles embardées des marchés boursiers, comme le montrent les parallélismes – justifiés ou non – qu'inspire la crise des devises asiatiques de l'été et de l'automne 1997.

Surtout, la crise mexicaine a été à l'origine d'une considérable littérature tentant de débrouiller l'écheveau de ses causes et de ses conséquences. Elle a mis en évidence la nécessité impérieuse de surveiller davantage le volume mais surtout la structure de la dette, à côté d'autres facteurs et signaux d'alarmes tels que la croissance du crédit national ou la croissance des taux d'intérêts étrangers¹⁹. Elle a souligné la logique court-termiste à l'œuvre dans les marchés émergents, comme en témoigne la forte concentration de la dette à court terme, les Cetes et les Tesobonos dans le cas mexicain, qui arrivaient à maturité dans les premiers mois de 1995. Au total 29 millions de Tesobonos indexés en dollars arrivaient à terme en 1995, dont plus de 10 milliards pour le premier quart de l'année. Les réserves de change de la Banque centrale mexicaine avaient quant à elles fondu de 80 % en quelques mois. Le Mexique se trouvait ainsi de lui-même pris dans la nasse des anticipations du marché, ne disposant que de 5 milliards à peine de réserves face à des échéances s'élevant pour le seul début de l'année 1995 à plus du double. Une telle situation a conduit les autorités monétaires internationales et les économistes à se pencher à nouveau sur la fameuse taxe de Tobin sur les transactions internationales afin de limiter et encadrer les mouvements de balancier sur les marchés financiers, en particulier sur ceux des devises, estimés à plus de 1 200 milliards de dollars par jour.

Cette crise corrobore également les asymétries d'information existant sur les marchés émergents : comme le souligne le FMI, du 30 novembre au 19 décembre, soit dans les quelque trois semaines précédant la dévaluation du peso, les retraits des investisseurs étrangers sur le marché mexicain ne se sont élevés qu'à 320 millions de dollars sur un total de retraits dépassant les 2,8 milliards ; d'ailleurs, le retrait massif des investisseurs étrangers ne s'est véritablement accéléré qu'en février 1995, soit plus de deux mois après la dévaluation²⁰. A la suite du rapport du FMI incriminant les

¹⁹ En examinant plus de 100 pays en voie de développement sur la période 1971-1992, Frankel et Rose montrent ainsi qu'un ratio *investissement direct étranger/dette* relativement faible est associé à une crise monétaire.

²⁰ Les bulletins du premier semestre 1996 de la Réserve fédérale américaine (FED) confirment également la défiance des Mexicains eux-mêmes à l'égard de leur propre monnaie. Tandis que le gouvernement négociait l'appui financier de la communauté internationale pour rembourser sa dette à court terme, contractée en partie à la suite de la dévaluation du peso, les détenteurs de capitaux mexicains continuaient à transférer massivement leurs fonds vers les États-Unis. Dans son rapport de juin 1996, la FED révélait que le montant des fonds d'origine mexicaine déposés aux États-Unis atteignaient près de 25 milliards de dollars le 31 décembre 1995, soit deux fois plus qu'un an auparavant. Les Mexicains détiennent ainsi à eux seuls 27,5 % du total des dépôts latino-américains déposés dans les institutions financières américaines, loin devant les Brésiliens, les Argentins, les Vénézuéliens et les

fuites de capitaux des résidents mexicains, des études économétriques conduites par Frankel et Schmukler ont confirmé l'existence de telles asymétries : sur la base des chiffres de trois fonds mexicains, elles montrent bien que les retraits opérés par ces derniers ont été relativement importants avant même la dévaluation, ce qui donne à penser qu'ils disposaient d'une meilleure information.

Des travaux ultérieurs des mêmes auteurs dessinent la causalité de cette crise mimétique : la diffusion s'est opérée de la communauté d'investisseurs opérant à Mexico vers celle de Wall Street. De là, la réverbération s'est amplifiée à l'ensemble des marchés émergents. L'onde de choc a opéré en outre de manière sélective, affectant davantage les pays affichant des fondamentaux et des performances économiques relativement faibles. Leur ratio dette/exportation élevé aura fait des Philippines, par exemple, une proie vulnérable en dépit de leur éloignement du Mexique, tandis qu'un pays comme le Chili, bien plus près de l'épicentre de la crise, n'aura été, grâce à ses bonnes performances économiques, que très marginalement affecté.

Traditionnellement, deux canaux de transmission sont mis en avant par les économistes. Le premier est celui des échanges commerciaux : mais l'analyse de la crise mexicaine invite à relativiser ce mécanisme. S'il permet d'expliquer la transmission vers des pays tels que le Brésil ou l'Argentine, dont les flux commerciaux avec le Mexique ne sont pas négligeables, pourquoi des pays avec lesquels les relations commerciales étaient modestes, comme par exemple la Thaïlande ou la Malaisie, ont-ils été secoués par la crise mexicaine ? On a donc aussi prêté attention à l'autre mécanisme de transmission, fondé, lui, sur les similitudes macroéconomiques entre pays : les investisseurs ont ainsi discriminé et pondéré leurs portefeuilles en fonction des fondamentaux économiques, cherchant à se défaire des pays émergents dont la performance économique était faible ou insoutenable²¹.

L'explication de la contagion par les fondamentaux se combine donc avec celles qui mettent l'accent sur le comportement moutonnier des opérateurs, lequel suscite des « prophéties autoréalisatrices » : le coût de l'information étant élevé et la diversification du portefeuille aisée, les investisseurs ont tendance à provoquer d'amples mouvements de bascule d'un pays à l'autre. Ce comportement mimétique a été singulièrement à l'œuvre dans le cas mexicain où *noise traders* et investisseurs rationnels ont largement interagi, ce qui explique en grande partie la contagion sélective, affectant davantage l'Argentine, le Brésil et le Venezuela que le Chili ou la Colombie. En Asie, le First Philippine Fund connaîtra une chute de 28 %, comparable à la chute argentine, et d'autres pays comme l'Indonésie, le Pakistan, Taiwan et le

Colombiens alors que, en 1994, le Mexique venait en troisième position, derrière l'Argentine et le Venezuela. Outre les Mexicains, seuls les Brésiliens ont en 1995 augmenté considérablement leurs dépôts hors des frontières du pays.

²¹ Les tests empiriques effectués par Eichengreen, Rose et Wyplosz sur une vingtaine de pays industrialisés entre 1959 et 1993 tendent néanmoins à relativiser une transmission par comparaison des fondamentaux. Ils montrent ainsi dans leur étude que, contrairement à l'épisode de l'effet tequila, le canal de transmission prépondérant est resté celui des liens commerciaux.

Vietnam seront secoués par l'onde de choc. De tels mécanismes de diffusion mimétique seront à nouveau à l'œuvre quelques années plus tard, à l'été 1997, lors des attaques contre les devises du Sud-Est asiatique.

Ce comportement d'imitation n'est pas en lui-même irrationnel. Chaque opérateur a tendance à interpréter les ordres d'achats ou de vente des autres opérateurs comme le résultat d'une information détenue par ces derniers, qu'il suppose valable. Le problème survient lorsque le comportement mimétique s'accélère et que les opérateurs calquent sans délai leurs comportements sur ceux, baissiers ou haussiers, qu'ils observent. Là, il ne s'agit plus tant de la crédibilité ou de la pertinence des informations économiques fondamentales : il importe avant tout, comme le souligne un financier new-yorkais, d'anticiper au mieux – c'est-à-dire avant tous les autres – le comportement tendanciel du marché et de s'y tenir. Rapidement, la défiance gagne l'ensemble des opérateurs, la « dynamique du doute » se répercutant elle-même sur l'ensemble des marchés émergents. La dynamique des prix n'est nullement réductible au jeu mécanique des fondamentaux : « Le prix, comme le souligne Orléan, n'est pas le simple reflet des contraintes objectives de rareté ; il met également en jeu un jugement collectif, celui de la communauté financière en tant qu'elle constitue une totalité active, dotée d'intérêts et de croyances plus ou moins fondées ».

La crise mexicaine est en ce sens un exemple criant de *market failure* : « Personne n'a vu venir la crise car personne ne voulait en définitive la voir venir », souligne un économiste de Wall Street²². Comme l'écrivait Kaufman dans un rapport au Groupe des Trente, les analystes peuvent avoir constaté que les fondamentaux mexicains s'étaient détériorés, et en particulier que les réserves de la Banque centrale avaient fondu comme neige au soleil, les anticipations ne se sont pas inversées pour autant. « Chaque firme veut faire des affaires sur les marchés émergents à cause des marges. Chaque analyste est ainsi devenu partie prenante dans le jeu financier. Ils se sont montrés remarquablement prudents pour ce qui est de mettre en lumière les problèmes. Ils ont été également soumis à des pressions accrues de la part des responsables des ventes et des *corporate finance executives* qui les incitaient à émettre des idées pour vendre et non pour stopper des ventes »²³. « Nombre d'économistes, ajoute un analyste new-yorkais, ont pu être dissuadés d'étaler leur scepticisme au grand jour. A l'époque, émettre un avis négatif sur le Mexique c'était comme vouloir tuer la poule aux œufs d'or. Qui peut oser un tel crime alors que les stars de Wall Street, bien plus écoutées et crédibles, allaient dans le sens contraire ? Le plus sage était donc de s'abstenir et de suivre le courant, même si on savait que la chute serait vertigineuse et qu'elle était imminente »²⁴.

²² Entretien, New York, 11 février 1997.

²³ Henry Kaufman, « Opening remarks » dans *Mexico : Why didn't Wall Street Sound the Alarm ?*, Washington, Group of Thirty, 1995 (non publié).

²⁴ Entretien, New York, 14 février 1997. De ce point de vue le Mexique, à l'instar de la Thaïlande, illustre également la thèse développée par Robert Shiller, économiste à l'Université de Yale, qui a consacré des recherches au comportement des investisseurs face à un choc financier. L'un des résultats obtenus, à partir d'un panel de 1 000 investisseurs interrogés à la suite du krach du 19 octobre 1987, est

Dans les banques d'investissement et les différents organismes financiers, l'impact de la crise mexicaine a provoqué une réévaluation des instruments de mesure du risque-pays. Deux types d'approche sont communément utilisées, les unes fondées sur l'expertise qualitative formulée par un spécialiste sur telle ou telle économie, les autres sur les ratings fixant une note, selon une échelle graduée, à chacune des économies émergentes. Jugées parfois trop subjectives ou biaisées en fonction des critères et des corrélations à l'origine des ratings, ces deux approches sont utilisées conjointement et ont fait l'objet de révisions à l'issue de la crise mexicaine. En Europe, à l'instar des banques d'investissement new-yorkaises telles que JP Morgan ou le Santander, banque espagnole basée à New York et aujourd'hui un des principaux opérateurs en Amérique latine, les banques et organismes d'assurance crédit, comme par exemple en France la Caisse des dépôts et consignations ou la COFACE, se sont attelées à muscler leurs équipes de risque-pays (parfois en faisant appel à des consultants latino-américains) et à reconfigurer les méthodologies et les critères d'analyse. A la Caisse des dépôts, l'équipe risque-pays/marchés émergents s'est renforcée et a réagencé son échelle des risques tout en affinant les typologies utilisées. De même, à la COFACE, un indice de crise financière, utilisé pour les 16 pays traités, a été calculé à partir d'une série d'indices évaluant la vulnérabilité structurelle, la confiance des marchés et l'appréciation de la monnaie.

Au niveau international, on cherchera également à mettre en place des signaux d'alarme plus pertinents pour prévenir et anticiper les contagions. A l'instar des banques d'investissement, le FMI a ainsi mis en place une batterie d'indicateurs tels que le niveau des réserves nationales et internationales, le taux de change réel, le crédit national et celui du secteur public, l'inflation, la balance commerciale, la croissance de la masse monétaire, le déficit budgétaire ou encore la croissance du PNB, autant d'indicateurs intégrés par les économistes dans des modèles de pondérations et de projections qui traquent les cotes d'alerte. Ces ambitions de prévision se fondent en réalité sur le postulat que les crises s'expliquent avant tout par des fondamentaux économiques que le marché vient corriger, laissant dans l'ombre les mécanismes de diffusion mimétique et d'anticipations auto-réalisatrices. Dans ce cas, en effet, les retournements d'anticipations ne pourraient être exclusivement retracés et prédits par le moyen de la seule analyse économique : il faudrait pour bien faire s'atteler davantage aux régimes cognitifs des marchés financiers.

Quant aux autorités mexicaines, elles ont pour leur part effectué un effort en matière de communication de l'information et de fiabilité des statistiques. A la suite de la crise, le FMI et les instances monétaires internationales avaient plaidé en ce sens. Lorsque la bulle mexicaine avait éclaté en décembre 1994, les investisseurs et opérateurs financiers ne disposaient en effet, en matière de statistiques officielles sur l'état des réserves mexicaines, que des chiffres de juin, qui faisaient encore apparaître un confortable matelas de près de 17 milliards de dollars (alors qu'en décembre il n'en

que les opérateurs ont réagi alors non pas à une information ou à une donnée nouvelle qui aurait polarisé leur attention (et expliqué la surréaction) mais plutôt à la nouvelle même du krach, la chute s'auto-alimentant de manière mimétique (Shiller 1989).

restait plus que 6). En 1995, *The Economist* effectuera un classement de la fiabilité des statistiques diffusées par les gouvernements. Dans ce classement, opéré le 4 mars, le Mexique se voyait récompensé de ses efforts : il venait en 6^{ème} position sur une quarantaine de marchés émergents (en décembre, il figurait parmi les 5 derniers), juste derrière Taiwan, la Corée du Sud, l'Argentine ou le Chili (premier au classement lorsqu'on intègre dans les critères, à côté de la fiabilité, la précision des statistiques).

De l'effet Tequila à l'effet Sangrita

Ce qui frappe rétrospectivement, c'est l'extraordinaire redressement opéré par le Mexique. C'est là une des grandes différences par rapport à sa crise de 1982, qui avait vu l'ostracisme financier durer près de 7 ans. Après la crise de 1994, il a fallu à peine 7 mois au Mexique pour réintégrer – à un coût certes très élevé – les marchés financiers.

Dès la mi-août 1995 et tout au long de l'année 1996, les banques new-yorkaises (Bankers Trust, Flemings ou Goldman Sachs pour n'en citer que quelques-unes) annoncent à son de trompe le retour du Mexique sur les marchés financiers. Très rapidement, le pays a été capable d'émettre de nouveau des euro-obligations, pour des montants considérables (4,8 milliards de dollars en 1995, 2,7 milliards pour le seul premier semestre 1996), et sur des durées de plus en plus longues. Au Tequilazo de 1994 succède ainsi un effet Sangrita, venant adoucir la rudesse du bouillon de décembre 1994. S'il ne met pas l'économie mexicaine dans un état totalement satisfaisant, ce renouveau se traduit néanmoins par un retour des investisseurs étrangers, un temps échaudés mais de nouveau confiants en une croissance retrouvée (5,1 % en 1996, alors que le PIB avait reculé de 6,2 % en 1995). L'indice *Financial Times/Standard & Poor's* double de nouveau entre 1995 et 1997, passant de 700 à près de 1 500 dollars. Certes, il est loin des niveaux records atteints la veille de la crise de 1994 (plus de 2 500 dollars, soit 25 fois plus qu'en 1987 lorsque l'indice avait été créé). Mais les investisseurs croient de nouveau en ce « bravo New World » qu'est redevenu à leurs yeux le Mexique²⁵.

A New York, nombre de firmes ont redressé leurs anticipations à l'instar de Deutsche Morgan Grenfell, de Salomon Brothers, de CS First Boston, de Morgan Stanley ou encore des agences de notation telles que Standard & Poor's²⁶. Les récentes acquisitions réalisées par des banques telles que HSBC Holdings ou Banco Santander

²⁵ Voir Jorge Mariscal, « Latin American stocks in 1996 : A Bravo New World », Latin American Research Equity Markets Strategy, Goldman Sachs, janvier 1996.

²⁶ Voir « Mexico's economic outlook for 1997 : ready to take off ? », Emerging Markets Latin America, Deutsche Morgan Grenfell, janvier 1997 ; « Latin America—Economic and Financial Projections », Latin America Economic & Market Analysis, Salomon Brothers, 30 janvier 1997 ; « Mexican banking system : beyond the crisis », CS First Boston, Economic Research-Americas, 14 novembre 1996 ; Standard & Poor's, « Sovereign reports : United Mexican States », Standard & Poor's, avril 1996.

au Brésil confirment en outre que l'attrait des marchés émergents latino-américains n'a fait que se renforcer depuis la crise mexicaine. En achetant respectivement Bamerindus en mai 1997 (pour près d'un milliard de dollars) et le Banco Noroeste en août 1997 (500 millions de dollars), ces deux banques confirment l'intérêt grandissant des banquiers étrangers pour les marchés non encore saturés. Au total, un groupe comme le Banco Santander d'Emilio Botin, par exemple, aura investi dans la région plus de 3,7 milliards de dollars, devenant ainsi l'une des principales banques privées non seulement d'Espagne mais aussi d'Argentine et disposant désormais, à l'instar de sa concurrente ibérique le Banco Bilbao Vizcaya, d'autant d'employés en Amérique latine que dans la péninsule ibérique. Outre ces acquisitions, les banques ont de nouveau musclé leurs équipes d'analystes spécialisés sur l'Amérique latine, à l'image de HSBC Markets qui recrute, en août 1997, un nouveau *chief Latin American economist* en la personne de Gary Newmann (provenant de HSBC James Capel Mexico).

Preuve également de ce retour en grâce, les spécialistes du monde entier réunis en mars 1997 à Barcelone pour la session annuelle de la Banque interaméricaine de développement ont salué la performance mexicaine. Dans une enquête pour la Bank of Boston réalisée par *Fortune*²⁷ auprès d'un panel de 1 000 investisseurs, entreprises, institutions financières et banques, plus de 80 % des dirigeants interrogés se déclarent même plus confiants et optimistes sur la région que cinq ans auparavant. Mieux : 38 % de ces investisseurs ont des anticipations particulièrement favorables en ce qui concerne le Mexique, celui-ci venant loin devant le Brésil (19 %), l'Argentine (13 %) et même le Chili (16 %). Un *think tank* américain basé à Washington, l'Institute of International Finance, confirme ce retour en force du Mexique : avec 7 milliards d'investissements directs étrangers (IDE) en 1996, le Mexique arrive juste derrière le Brésil (8 milliards de dollars d'IDE en 1996) mais sa progression est nettement plus spectaculaire (près de 3 % du PIB entre 1995-96 contre 1 % pour le Brésil). Les élections mexicaines du 6 juillet 1997 n'ont fait qu'asseoir ce renouveau aux yeux des investisseurs. A Mexico, la Bourse a fêté cette entrée du Mexique dans l'ère de la politique démocratique en effectuant un bond de plus de 2 %. La victoire de l'opposition était attendue mais la modération des propos à l'issue du vote contraste avec les dérapages d'une campagne singulièrement âpre. Qu'il s'agisse de la communauté financière internationale, des milieux d'affaires mexicains ou des chambres patronales du pays, tous saluent aujourd'hui favorablement la victoire de l'opposition.

Les raisons de l'intervention rapide des États-Unis

L'explication de ce retour en grâce tient fondamentalement à la mise en place d'un

²⁷ Et citée par le *Financial Times* du 17 mars 1997.

plan de soutien sans précédent de 50 milliards de dollars sous l'égide du FMI et des États-Unis. Celui-ci, fonctionnant comme une assurance tous risques, a permis une convalescence d'une durée singulièrement courte. Officiellement, l'intervention des États-Unis et de la communauté internationale sera justifiée par le risque de contagion à l'ensemble des marchés émergents : pour parer au risque de crise systémique brandi par Clinton et les autorités monétaires internationales, un plan de sauvetage de grande ampleur s'imposait.

Une autre explication peut être néanmoins avancée. L'ampleur et la célérité de ce plan de sauvetage tiennent en effet tout autant à des considérations politiques. La crise a éprouvé la solidité et la solidarité interne de l'ALENA. Surtout, le plan d'aide s'explique par une nouveauté intervenue au cours des années quatre-vingt-dix sur les marchés financiers et les marchés émergents : l'arrivée en force d'investisseurs institutionnels, les fameux fonds de pension et *mutual funds* nord-américains. Contrairement à la crise de 1982, celle-ci ne concerne plus quelques grandes banques commerciales nord-américaines mais une multitude d'investisseurs institutionnels et donc par ricochet des millions d'épargnants (c'est-à-dire d'électeurs) américains.

La progression de ces fonds est sans nul doute l'une des transformations les plus spectaculaires de la finance internationale des quinze dernières années. Depuis 1980, les actifs gérés par les institutionnels américains ont été multipliés par cinq. A eux seuls, les *mutual funds* ont connu une croissance de 1 600 %. Quant aux fonds de pension, ils sont passés, entre 1980 et 1995, de 900 à près de 5 000 milliards de dollars gérés. Les actifs détenus par les 300 plus gros investisseurs institutionnels américains atteignaient, fin 1993, 7 200 milliards de dollars (soit 110 % du PIB américain contre 30 % en 1975). Ce processus affecte aujourd'hui également les marchés émergents, les fonds d'investissement étant à la fois à la recherche de rendements élevés et de possibilités de diversification de leurs portefeuilles. Ainsi, ces marchés verront leur capitalisation boursière passer de 450 milliards de dollars à plus de 2 000 milliards au cours des six dernières années, représentant désormais 15 % de la capitalisation boursière mondiale.

Dès lors, de faibles recompositions de la structure des portefeuilles peuvent générer des afflux ou des reflux considérables. Une simple modification de deux ou trois points dans la structure multidevises des investisseurs institutionnels peut provoquer des mouvements supérieurs à 100 milliards de dollars alors même que les réserves d'un pays comme le Mexique ne représentaient en 1993 qu'à peine une trentaine de milliards de dollars. Ces nouveaux acteurs, avant tout friands de financements courts renouvelables et de titres devenus le support de plus-values à court terme, participent de la rationalité mimétique et de la myopie croissante des marchés financiers. En 1994, la crise vient ainsi frapper les centaines de milliers de petits porteurs, les retraités et les salariés américains qui avaient placé leurs économies dans les *mutual funds* gérés par des institutions telles que Fidelity Investments, Alliance Capital, Goldman Sachs, Salomon Brothers ou encore Scudder, Stevens & Clark. Au total, certains fonds cumuleront des pertes considérables, à l'instar de Fidelity's Emerging Markets Fund, qui affichera une perte en 1994 de 17,9 %, et Scudder's Latin America,

de 9,4 %. A elle seule, et sur la seule position de change US\$/peso, la Chemical Bank de New York a perdu, le 3 janvier 1995, plus de 70 millions de dollars.

Les marchés : nouveaux maîtres des horloges ?

Le cas de la crise mexicaine est à cet égard illustratif de cette guerre des temps entre États et marchés. Si l'on accepte l'interprétation officielle, cette crise se configure comme une crise de liquidités à court terme : les marchés ont anticipé une dévaluation du peso qui s'est fait attendre. D'où une course de vitesse entre mesures de politique économique (injection de près de 40 milliards de dollars de capitaux par les États-Unis et d'autres acteurs internationaux pour ralentir et tarir la fuite de capitaux et restaurer les parités) et surréaction des marchés financiers. Ici, les États tentent de réagir à grande vitesse, dans l'urgence, afin d'enrayer la diffusion de la crise financière.

Pourquoi en effet avoir tant attendu pour procéder à une dévaluation qui aurait dû s'imposer dès le mois de mars 1994 ? Économistes et politistes ont insisté à plusieurs reprises sur les mécanismes incitant à différer des ajustements pourtant perçus comme nécessaires. Ainsi Fernández et Rodrik montrent qu'il existe de fortes incitations à résister à la mise en œuvre de réformes car, non seulement les gains et les coûts ne sont pas distribués uniformément entre les différents segments ou groupes sociaux, mais l'incertitude quant à cette distribution incite les gouvernants à s'abstenir, ou tout du moins à différer l'ajustement. Dans le cadre de la crise mexicaine, le calendrier électoral amplifiait cette aversion : la perspective électorale d'août 1994 poussait à ne rien faire qui pût altérer la crédibilité et la réputation d'un gouvernement engagé dans la course présidentielle.

D'autres raisons s'opposaient également à la dévaluation du peso. L'une était d'ordre externe. L'un des arguments avancés par les parlementaires américains hostiles à l'ALENA avait été que le Mexique allait, une fois l'accord conclu, dévaluer sa monnaie, « volant » ainsi des emplois américains par des procédés déloyaux. Pour cette raison de loyauté, tout au long de l'année 1993 et des premiers mois de 1994, Salinas a eu les mains liées : dévaluer c'était trahir. D'autres étaient d'ordre interne. La reconquête des classes moyennes par le PRI à partir de 1988 était due, pour une grande part, à la stabilisation des prix et du taux de change. Dévaluer c'était donc s'exposer à perdre de nouveaux secteurs de l'électorat. A la veille de l'élection présidentielle du mois d'août, c'était politiquement inconcevable.

Enfin, il y a une mémoire des dévaluations précédentes qui sont attachées pour la plupart au cycle des élections présidentielles. Au Mexique, la dévaluation sanctionne un échec politique. Comme l'a dit l'ancien président Lopez Portillo en 1982, « un président qui dévalue est un président dévalué ». Aussi, pour comprendre pourquoi toute idée de dévaluation sera écartée jusqu'en décembre 1994, faut-il intégrer l'agenda personnel du président sortant, Carlos Salinas de Gortari. Ce dernier, en

poste jusqu'au mois de novembre, était engagé, depuis le début de l'année, dans des négociations en vue d'accéder à la tête de l'Organisation mondiale du commerce. D'autre part, pour Pedro Aspe, ministre des Finances jusqu'à la fin du mois de novembre 1994, la crédibilité de sa politique économique et sa propre réputation auprès des institutions financières new-yorkaises auraient été écornées par une dévaluation. Il n'en était donc pas question, et ce en dépit des conseils et recommandations de son mentor, l'économiste du MIT Rudiger Dornbusch.

Les stratégies personnelles et les agendas politiques des dirigeants mexicains ont donc interféré dans le processus de décision : il fallait tenir le plus longtemps possible. A cette fin, la stratégie suivie a été d'émettre, à partir de mars, les fameux Tesobonos. Tout au long de l'année 1994, les pouvoirs publics mexicains gagnent ainsi du temps et les Tesobonos passent de 8 % à plus de 60 % du total de la dette publique titrisée. En même temps, on recourt massivement aux financements privés volatils : si l'on cumule le montant des actifs monétaires et financiers détenus par les non-résidents et les capitaux des résidents facilement exportables, on atteint un total de 90 milliards de dollars, qui peuvent en quelques semaines demander à être convertis en devises fortes. Or, en face, les réserves de change à la mi-1994 atteignent à peine 17 milliards. Dans ce contexte, on peut avoir une crise de change à tout moment. La bombe à retardement est enclenchée. Elle explosera le 20 décembre avec un relèvement du plancher de la bande de fluctuation autorisée de 15 %, et le 22 avec une décision de laisser flotter le peso librement.

Plus fondamentalement, et au-delà des stratégies individuelles des gouvernants, cette crise pose le problème de la transformation du politique. Désormais les États doivent régler leur tempo sur ceux des marchés, dont l'horizon temporel est dominé par l'incertain et le court-terme. Les horizons temporels des États et des marchés diffèrent sensiblement, seuls les premiers sont susceptibles d'imprimer une certaine lenteur au politique, les seconds étant principalement caractérisés par la vitesse de leurs dynamiques. Autrement dit, seul l'État est « le gardien des horloges », le pourvoyeur de la lenteur nécessaire, inaccessible aux marchés où règnent les accélérations et les ajustements en temps réel.

La myopie temporelle de Wall Street

Le court-termisme des marchés financiers peut également s'appréhender sous l'angle sociologique en prêtant davantage attention aux acteurs opérant sur ces marchés.

Soulignons au préalable que, lorsqu'on parle de marchés, il convient en réalité de dissocier différentes temporalités. Le temps de l'économie, à l'instar de celui de l'histoire, conjugue coulées de longue durée et histoires événementielles, épaisseur du temps long et oscillations brèves et nerveuses du temps court. Il s'affirme comme un

temps multiple et contradictoire selon que l'on s'attache aux différentes arènes de l'économie mondiale, celle de l'économie marchande ou celle du capitalisme financier. Les horizons temporels de ces deux sphères sont en effet sensiblement différents, la première étant davantage attachée au long terme, la seconde dominée par des jeux inter-temporels réactifs et court-termistes.

En outre, sur les marchés financiers, les horizons temporels sont plus ou moins courts selon les professions. Ceux des *traders* sont limités aux transactions horaires, s'effectuant en temps réel, sur le marché au jour le jour. Les stratégestes disposent de plus de recul, effectuant des anticipations sur quelques mois ou années. L'horizon temporel des gérants de portefeuille, qui gèrent les fonds de pension ou les *mutual funds*, est quant à lui souvent limité à trois mois, la performance et les rendements de leur portefeuille étant évalués, notés, classés à une fréquence trimestrielle. Certains gérants peuvent néanmoins développer des politiques et des styles de gestion davantage axés sur le long terme et avec une rotation du portefeuille plutôt faible. Ils ciblent prioritairement des sociétés sous-évaluées par rapport à leurs actifs ou à leurs rendements et peuvent alors conserver leurs titres pendant plus longtemps. Mais la plupart préfèrent jouer la tendance, le *momentum* qui porte les marchés. Ils se désintéressent des rapports annuels des entreprises pour ne se focaliser que sur les bénéfiques trimestriels, d'où la grande justesse de l'expression de Michel Albert, « la dictature du *Quarterly Report* », fondement même du court-termisme. Ce dernier est d'autant plus accentué que la diversification des portefeuilles est très poussée, en particulier sur les marchés émergents : l'investisseur institutionnel anglo-saxon peut ainsi se défaire rapidement d'une valeur donnée dans la mesure où le reste de son portefeuille reste idéalement réparti.

En ce qui concerne les horizons temporels des économistes, il faut différencier économistes de marché et économistes travaillant dans des services de recherche. Les premiers, souligne un économiste de marché parisien, « alimentent les *traders*, les acheteurs et les vendeurs, au jour le jour. Dans un service de recherche économique, on a davantage le temps de s'intéresser au passé plus ou moins lointain, afin d'éclairer un futur plus ou moins proche. L'accent n'est pas mis sur la prévision des paramètres financiers à court terme. Pour l'économiste de marché au contraire, tout événement politique, toute annonce d'un chiffre, tout vote d'une loi, est un fait majeur auquel il est appelé de réagir dans l'immédiat. Il réagit à la seconde, en temps réel »²⁸. Chaque économiste sur l'Amérique latine, par exemple, vit ainsi au rythme d'un calendrier financier ou figurent les événements, au jour le jour, qu'il va analyser, évaluer et interpréter sitôt qu'ils apparaissent sur les prompteurs et les écrans d'ordinateur. Les économistes des directions d'études brassent quant à eux une information plus large et disposent d'un temps de recul plus appréciable.

Enfin, les gérants de portefeuille vivent l'œil rivé sur les résultats et les performances trimestrielles ou semestrielles, recomposant leurs portefeuilles en fonction des signaux émis par les comptes nationaux ou ceux des entreprises où ils misent leur confiance.

²⁸ Entretien, Paris, 12 mars 1997.

Certaines études permettent de penser que ces gérants sont d'autant plus casse-cou (*risk-taking*), et donc attachés à la performance à court terme, qu'ils sont jeunes, bien formés et enclins à changer plus rapidement de banque²⁹. Le système de leur rémunération joue également comme une prime de risque et incite à des prises de position d'autant plus téméraires que les rendements sont prometteurs (et donc le bonus potentiellement plus grand). Kahneman et Tversky ont montré que l'aversion ou le goût pour le risque varie selon que la décision implique des pertes ou des gains : les individus deviennent *risk-seekers*, et non plus *risk-averse*, lorsque la décision implique une perte. Plus la perte potentielle est grande, plus les individus sont enclins à prendre des risques, cela d'autant plus qu'ils ne jouent pas avec leurs propres mises, comme c'est le cas en finance³⁰.

Le *turnover* marque, lui aussi, un marché des analystes financiers relativement turbulent, nombre d'entre eux changeant de poste dans l'année³¹. Il est particulièrement élevé chez les gérants de fonds d'investissement. Ainsi, selon les statistiques publiées par le magazine *Forbes* en août 1997 (voir tableau p. 34), le taux de rotation annuel des gérants de portefeuille de firmes telles que Fidelity, Putman ou AIM est de l'ordre de 15 %, ce chiffre s'élevant jusqu'à 29 % pour Kemper (qui a curieusement axé sa politique commerciale sur le slogan « *Long-term investing in a short-term world* »). Ce jeu de chaises musicales entretient une course aux salaires bonifiés et une surenchère pour débaucher des analystes et parfois des équipes entières. Ainsi en 1996, l'une des équipes les plus performantes sur l'Amérique latine, celle de ING Barings, a plié bagages pour aller rejoindre le concurrent Deutsche Morgan Grenfell : au total près d'une quarantaine de spécialistes ont quitté la banque, et avec eux une partie de ses clients. Certaines stars des marchés émergents latino-américains négocient ainsi, en sautant d'une firme à l'autre, des salaires qui peuvent être, selon le journal spécialisé de Miami *Latin Finance*, supérieurs au million de dollars par an, tels Jay Pelosky, de Morgan Stanley, Tim Love, de ING Baring, ou Geoffrey Dennis, de Bear Stearns. A Wall Street, pour la seule année 1996, les 150 000 employés du secteur actions ont touché plus de 8,1 milliards de dollars en primes.

La valse des *golden boys* et l'envol de leurs rémunérations ne concernent d'ailleurs pas que la place de New York, même s'ils y sont particulièrement spectaculaires. Récemment, la BNP a opéré un recrutement massif auprès du Crédit Lyonnais, qui a ainsi vu partir quatorze de ses teneurs de marché. A New York, la Société générale a engagé une partie de l'équipe latino-américaine de Oppenheimer & Co et, parmi la demi-douzaine de financiers qu'elle a ainsi recrutés, quelques stars dépassent le million de francs annuels. Mais c'est surtout à Londres que la concurrence entre

²⁹ Voir Judith Chevalier et Glenn Ellison, 1996.

³⁰ Les travaux de Thaler sur le comportement financier montrent en particulier que les individus ont un comportement différent selon qu'ils sont ou non propriétaires : dans ce dernier cas, ils ont tendance à vendre plus cher et à acheter à un prix inférieur. C'est le fameux *endowment effect* mis en avant par Thaler, aujourd'hui professeur à l'Université de Chicago.

³¹ Voir l'étude empirique d' Ajay Khorana, 1996.

banques d'affaires et la surenchère des salaires sont virulentes. Au total, les bonus versés entre juin 1995 et juin 1996 par les 250 principales banques de la City ont atteint près de 315 millions de livres. Il n'est pas rare que les rémunérations dépassent la dizaine de millions de francs par an. A titre indicatif, selon les moyennes établies par Monks Partners, le salaire annuel (bonus inclus) d'un directeur de banque d'affaires peut aisément dépasser 2,5 millions de francs annuels pour ceux en charge des marchés financiers, du *corporate finance* ou des produits dérivés, sans parler des *traders*, dont les salaires bonifiés flirtent sans sourciller avec la demi-douzaine de millions de francs (*voir tableau p. 34*).

On le voit, les régimes de temporalité des marchés financiers sont singulièrement dominés par le court-terme et la mémoire immédiate. La ligne d'horizon des *traders*, par exemple, se limite à l'horizon carré des prompts et autres écrans de salles de marchés. Là s'affichent, seconde après seconde, les hausses et les baisses, les promesses de gains et de pertes, un monde sans délais ni antipodes où le demain abolit l'hier et le lointain se confond avec le prochain. « Quel est l'horizon temporel qui domine actuellement les marchés financiers ? Il est actuellement, répond Frankel, inférieur à un jour. La plupart des *traders* ne prennent des positions que pour quelques heures et limitent ou ferment ces mêmes positions durant la nuit ou le week-end ».

Le temps des opérateurs financiers est celui d'un monde sans mémoire où les événements passés comptent moins que ceux qui sont à venir. Seuls importent ceux que l'on décompte depuis l'avenir. Ces opérateurs sont des guetteurs d'avenir, des anticipateurs, ils sont *forward looking*. Dans ce monde sans mémoire dominent les instantanés d'histoire, les chroniques où l'on ne s'attarde guère. Chaque événement y efface le précédent, la nouvelle crise pousse la précédente dans l'oubli. La vision du monde des opérateurs financiers pourrait être celle décrite par Fernand Braudel dans ses écrits sur l'histoire : « J'ai gardé le souvenir, une nuit, près de Bahia, d'avoir été enveloppé par un feu d'artifice de lucioles phosphorescentes ; leurs lumières pâles éclataient, s'éteignaient, brillaient à nouveau, sans trouer la nuit de vraies clartés. Ainsi les événements : au-delà de leur lueur, l'obscurité reste victorieuse ». Il en va de même dans le monde de la finance internationale : une fois consumé son feu, parfois en une fraction de seconde, au plus en quelques heures, la luciole s'éteint et l'intérêt des analystes zappe sur un autre marché émergent, d'autres lucioles qui s'allument et brillent à leur tour d'une lumière tout aussi vive. Et lorsque les retours de mémoire s'opèrent, comme ce fut le cas en octobre 1997, dixième anniversaire du krach de 1987, c'est avant tout pour enjambrer la crise en devenir.

Les marchés financiers ou la mémoire du futur

Les paradoxes temporels inhérents au fonctionnement des marchés financiers pourraient à eux seuls faire l'objet d'une étude approfondie. L'un d'entre eux, et non le

moindre, est d'apporter une réponse inédite à cette question du physicien Hawking qui, dans l'introduction d'un de ses essais, se demandait pourquoi l'on se souvient du passé et non du futur.

A bien des égards, les marchés financiers, par le jeu des anticipations, se souviennent du futur : ils ont la capacité de transformer en actualité effective un hypothétique avenir, procédant à un écrasement des horizons temporels sur le présent immédiat, les problèmes supposés naître à un moment plus ou moins lointain étant traités dans l'instant, en temps réel. Le propre des marchés financiers est ainsi de mettre en pièces les anticipations les plus lointaines et par là de défaire dans l'immédiat les synchronisations présentes. « Nulle part ailleurs que sur les marchés financiers, souligne Frédéric Lordon, les anticipations n'ont la capacité d'être aussi immédiatement et radicalement mises en actes ». Elles s'y bousculent à un rythme fiévreux, émergent puis disparaissent, happées par une nouvelle anticipation. « Le marché est un gigantesque autisme, remarque un analyste : des jeux d'opinions qui sont autant de jeux de miroirs déformants, où les rumeurs courent à la vitesse des humeurs d'une poignée de faiseurs de marchés qui perdent confiance, puis perdent pied ». Dans ce monde, la vitesse d'oubli est singulièrement élevée. « Les acteurs font face à une cascade de rapports qui s'imbriquent les uns dans les autres et dont la réverbération donne lieu à un immense jeu de miroirs que les économistes et les analystes contribuent à entretenir en diffusant l'air du temps »³².

S'il n'y a pas de mémoire du passé, il y a donc par contre une mémoire d'avenir, comme le dit joliment un économiste d'une grande banque d'investissement parisienne. L'exemple le plus flagrant est sans doute le marché d'émissions obligataires à 100 ans où des entreprises comme IBM, Coca Cola ou Disney se sont engagées à verser aux investisseurs des intérêts d'emprunts pendant 100 ans. Autrement dit elles proposent aux investisseurs de parier que dans cent ans elles seront toujours là, et ceux-ci l'acceptent.

La projection dans l'avenir par la formation d'anticipations n'est pas spécifique au monde de la finance. Elle est le propre de toute entreprise humaine. Mais ce n'est pas tant l'ouverture sur l'avenir qui est en cause que la capacité à s'arracher de son passé. Dans l'économie réelle, l'inertie de l'appareil productif imprime une dynamique d'ajustement plus longue, de l'ordre de la décennie. Le projet politique est également confronté aux lourdeurs des structures institutionnelles, aux horlogeries constitutionnelles et reste lesté de pesanteurs sociales. L'État, contrairement au marché, s'impose ainsi davantage comme le maître de la lenteur et non de la vitesse. Le marché financier a, au contraire, le pouvoir de transformer en actualité effective un avenir qui d'improbable se transforme, par la dynamique des anticipations, en prophétie auto-réalisatrice. A cela s'ajoute une très forte capacité d'amnésie, chaque anticipation ayant une durée de vie relativement brève et étant irrésistiblement poussée dans l'oubli par une autre anticipation. Déjà on oublie la crise mexicaine pour s'inquiéter de celle de la Thaïlande ou encore de l'accélération vertigineuse du Dow

³² Entretien, Paris, 5 février 1997.

Jones qui a dépassé la barre des 7 000 dollars en février 1997 puis des 8 000 au mois de juillet suivant.

Conclusion : invitation à la sociologie économique

En cette fin de millénaire, l'approche de l'an 2000 accroît sans doute la prégnance du facteur temps en économie comme en politique. Dans la sphère économique et financière, il est devenu plus que jamais synonyme d'argent. Une étude de la banque d'affaires new-yorkaise JP Morgan a d'ailleurs évalué le potentiel de volume d'affaires que représente le passage à l'an 2000 : entre 80 000 et 160 000 millions de dollars³³.

L'analyse temporelle des marchés financiers et de la vie économique mériterait de plus amples recherches. Les économistes, de manière générale, hésitent à intégrer ce facteur temps, même si les études désormais prolifèrent³⁴. Nombre de travaux, pour ne citer que les exemples liant l'économique au politique, s'intéressent aux arbitrages inter-générationnels et aux politiques de redistribution que réalisent des gouvernements dont l'horizon temporel est relativement court car lié au cycle électoral. Les questions budgétaires en particulier — le choix d'un financement par la taxation, opérant donc une ponction immédiate, ou d'un financement par l'emprunt, qui diffère le poids du recours à des capitaux supplémentaires — retiennent également l'attention des économistes, en particulier aux Etats-Unis.

En s'intéressant aux anticipations inter-temporelles des agents économiques, aux asymétries existant entre l'horizon temporel non borné de l'État et celui, borné par la durée de vie, des ménages, aux problèmes de la crédibilité de politiques publiques dont les solutions optimales à court terme entraînent à plus long terme des pertes de bien-être (problème dit de l'incohérence temporelle), la nouvelle macro-économie classique de ces dernières années s'est également évertuée à réintroduire, sous l'impulsion d'économistes comme Lucas, Kydland, Prescott, Sargent ou encore Wallace, une perspective dynamique et à inscrire l'économie dans une perspective temporelle.

L'approche socio-économique des comportements financiers fournit également de précieux outils, étant entendu que l'analyse ici proposée appelle des études empiriques plus approfondies. On ne dispose, par exemple, que de trop peu d'études empiriques

³³ Voir l'étude de Terrence Tierney et William Rabin, « The year 2000 problem », *Equity Research*, JP Morgan Securities, 15 mai 1997. L'étude est disponible sur le site <http://www.jpmorgan.com>. Certains sites internet sont entièrement consacrés à cette question du « grand bug » du millénaire, voir en particulier <http://www.year2000.com> (site américain); et <http://www.themis-rd.com> (site français).

³⁴ Pour une approche de la conception du temps des économistes voir les travaux de l'anthropologue de la London School of Economics, Alfred Gell, 1992.

portant sur la reconfiguration des horizons temporels des entrepreneurs. Acteurs majeurs de la vie internationale et du développement des économies nationales, les dirigeants des grandes entreprises multinationales doivent désormais composer, dans leur planification stratégique, non seulement avec les aléas de la conjoncture mondiale mais également avec les échéanciers des représentants d'investisseurs institutionnels. Que signifie, pour le gouvernement de l'entreprise, la montée en puissance des institutionnels dans les conseils d'administration ? Quelles sont les incidences de leur polarisation sur les résultats et la distribution trimestrielle des dividendes ? Cette même hypothèse du court-termisme des fonds de pension et des *mutual funds* est-elle empiriquement fondée ?

Au total, les investisseurs institutionnels américains gèrent ainsi plus de 10 000 milliards de dollars et investissent, à l'image de Calpers qui a placé 20 % de ses fonds hors des États-Unis, dans d'autres marchés nationaux où ils prennent des participations dans les entreprises locales. En entrant dans le capital de ces entreprises, ils imposent leurs propres critères de gestion et des objectifs de rentabilité financière à court terme. L'une des conséquences majeures du *corporate governance* est précisément de consacrer le rétrécissement des horizons temporels des entreprises, désormais passées au crible d'un contrôle de gestion attaché à la distribution trimestrielle de dividendes. L'entreprise se voit ainsi soumise à des critères de plus en plus financiers, l'objectif de rentabilité à court terme des organismes de gestion institutionnelle devenant un des paramètres décisifs. Aujourd'hui aucun pays n'échappe à cette tendance, le capitalisme français, où l'on assiste à la montée en puissance des actionnaires étrangers, pas plus que les autres³⁵.

Cette hypothèse du court-termisme des investisseurs opérant sur les marchés financiers mériterait, pour reprendre l'heureuse expression d'Albert Hirschman, d'être soumise à une certaine autosubversion. Peut-on soutenir que les marchés sont essentiellement court-termistes par opposition aux États qui seraient davantage long-termistes ? La question mérite d'être explorée. L'exemple mexicain incite également à penser que le court-termisme ne semble nullement l'apanage des seuls marchés. En émettant les fameux Tesobonos, comme on l'a montré, l'État mexicain a non seulement cherché à gagner du temps mais s'est bel et bien inscrit dans une tactique dilatoire, à savoir éluder toute dévaluation et correction de la trajectoire économique avant l'échéance de décembre 1994. D'autre part, comme l'a remarqué un opérateur d'une banque installée à New York, la correction immédiate et brutale des marchés contient une « bénédiction déguisée » s'il en est : elle stoppe net toute nouvelle velléité dilatoire, les gouvernants étant sommés de faire face, ici et maintenant. En sanctionnant le Mexique ou la Thaïlande, les marchés financiers mettent fin aux dérives économiques de dirigeants eux-mêmes parfois pris dans l'étau court-termiste

³⁵ Pour certaines sociétés comme Valeo, Elf Aquitaine, Total, Accor, AGF ou Lafarge, la part des investisseurs étrangers dans le capital total se situe entre 40 et 47 % selon les données collectées par Dealer's Book pour *l'Expansion*. Parmi les fonds anglo-saxons les plus actifs on trouve Franklin Templeton, Commercial Union, Calpers ou encore Fidelity. L'intégralité de l'enquête est disponible sur le site internet de *l'Expansion* : <http://www.expansion.tm.fr>

des échéanciers politiques.

L'analyse de la temporalité des marchés financiers mériterait enfin d'être élargie à d'autres champs de recherche : à la dynamique de l'euro, par exemple, avec ses calendriers et ses échéances. Les banques d'affaires, à New York, Paris, Londres et Francfort, ont toutes mis en place leurs comptes à rebours, à l'instar de JP Morgan dont le *calculator*, régulièrement publié par le *Financial Times*, dresse le bilan des anticipations financières concernant la probabilité des pays à rejoindre d'ici 1999 l'Union monétaire. A un rythme mensuel, le *Wall Street Journal*, en collaboration avec le cabinet de conseil londonien Independent Strategy, publie également un tableau récapitulatif des anticipations concernant l'entrée dans l'UEM des différents pays européens. Critères de convergence et dates butoirs sont ainsi devenus des éléments familiers du paysage et du vocabulaire européen. Comment sont-ils appréhendés par les opérateurs financiers ? Autrement dit quelle est le régime cognitif et le référentiel auxquels les analystes et les *traders* soumettent la construction européenne ? Comment les opérateurs financiers ajustent-ils leurs anticipations aux différents effets d'annonce ou rééchelonnements du chronogramme de la mise en place de l'euro, quels sont les croyances et les référentiels sous-jacents à ces anticipations ?

En ce qui concerne les marchés émergents, l'analyse ici proposée ne fait que planter un décor, laissant dans l'ombre nombre de visages et de recoins. Une analyse plus systématique du monde des analystes, de leurs cadres de références et de leurs préférences temporelles, de la rotation des *traders* et des horizons temporels des gérants de portefeuilles permettrait d'asseoir sociologiquement l'hypothèse du court-termisme. Le suivi au jour le jour d'une séquence de crise financière permettrait de conforter ou de réfuter les analyses ici effectuées à partir d'une enquête conduite *a posteriori*, après la crise. A bien des égards, comme le souligne l'anthropologue Clifford Geertz dans ses mémoires, le changement n'est pas comme un défilé de rue que l'on pourrait regarder passer : un peu comme la cavalerie américaine, on arrive toujours trop tard, irrémédiablement après les faits. Prendre sur le vif une séquence de crise financière, les anticipations des opérateurs, *traders* et analystes, avant, pendant et après, n'est pourtant pas hors de portée. Aujourd'hui, après le Sud-Est asiatique, l'Amérique latine à nouveau, avec le Brésil ou l'Argentine, semble, tel un ciel annonciateur d'orages, offrir les conditions météorologiques idéales pour tenter de saisir cet incessant défilé des faits qui font et défont nos vies.

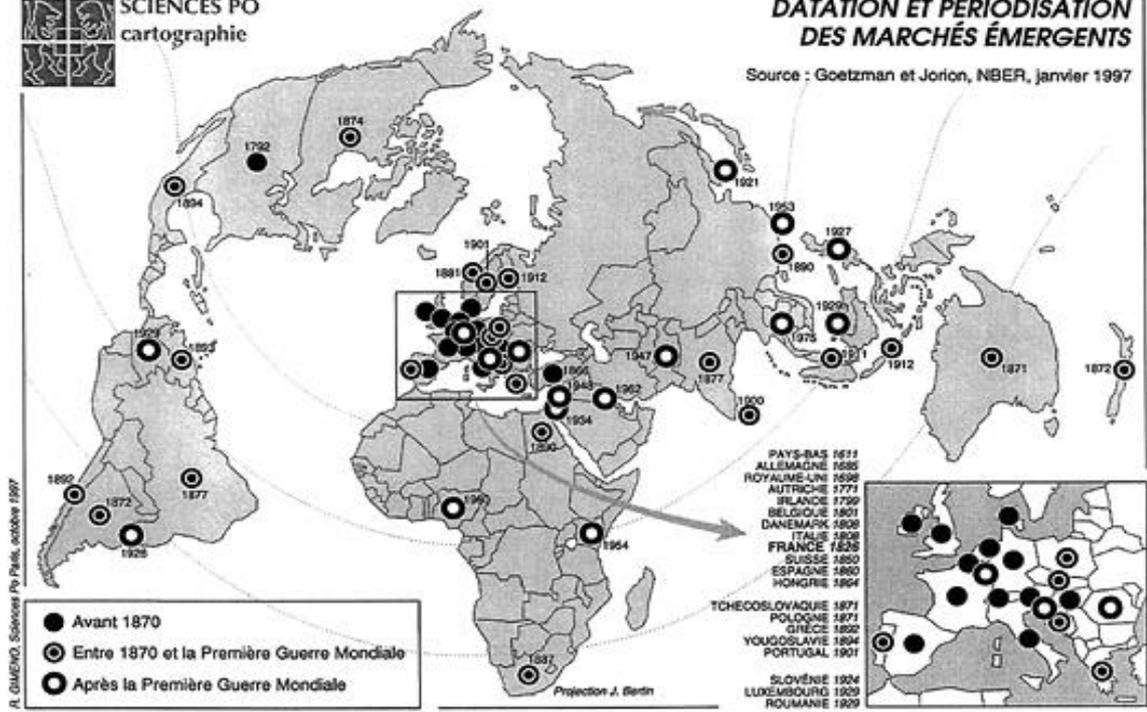
Comme on a souhaité le montrer, la vie des marchés financiers ne peut s'appréhender qu'en prêtant davantage attention aux jeux des acteurs. Les marchés financiers ne sont ni les Far West de *golden boys* sans foi ni loi, ni le règne d'une main invisible idéalement régulatrice. Des normes implicites ou explicites les gouvernent, où le chiffre d'affaires importe autant que les jeux de la réputation et de la confiance. Derrière eux se cachent des acteurs, gérants de fonds d'investissement, analystes de banques d'affaires ou de fonds de pension, myriades de spécialistes constituant néanmoins une véritable communauté épistémique avec ses codes, ses règles, sa propre dynamique d'opportunités, de contraintes et d'interdits.

A l'instar de Geertz se penchant sur les mythes et les rites des communautés du Maroc et d'Indonésie, la vie des marchés financiers inviterait en ce sens à davantage d'anthropologie.



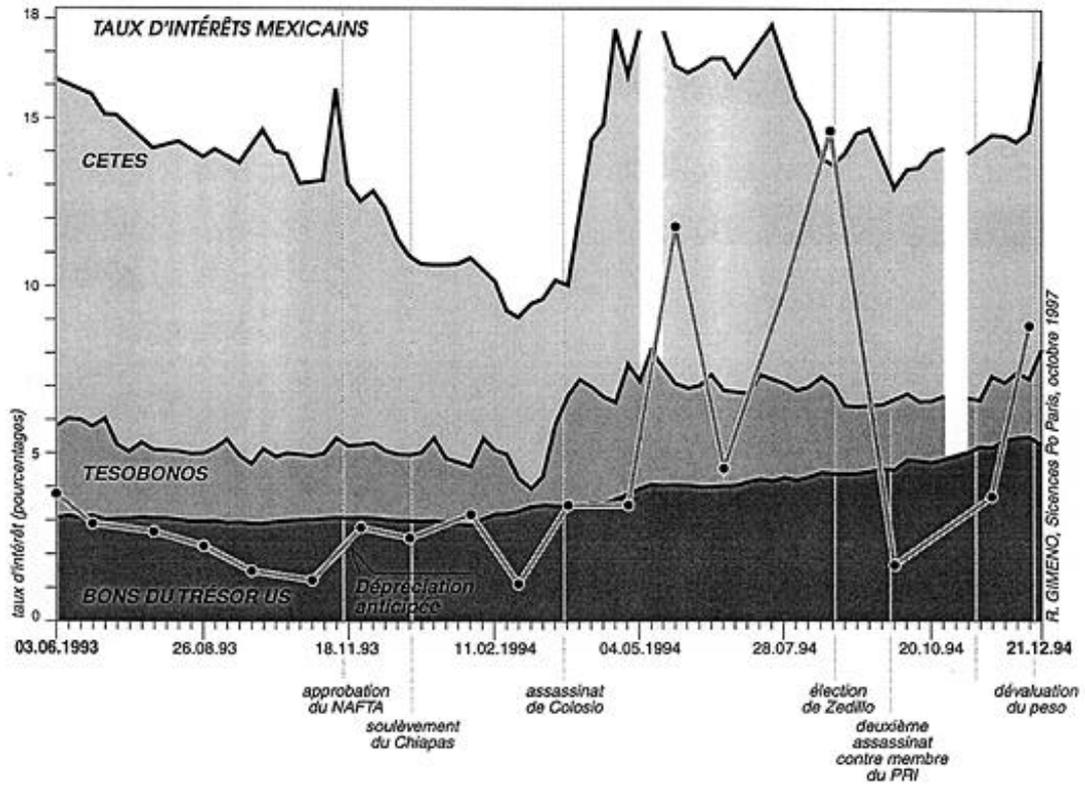
DATATION ET PÉRIODISATION DES MARCHÉS ÉMERGENTS

Source : Goetzman et Jorion, NBER, janvier 1997





Source : Frankel, 1995





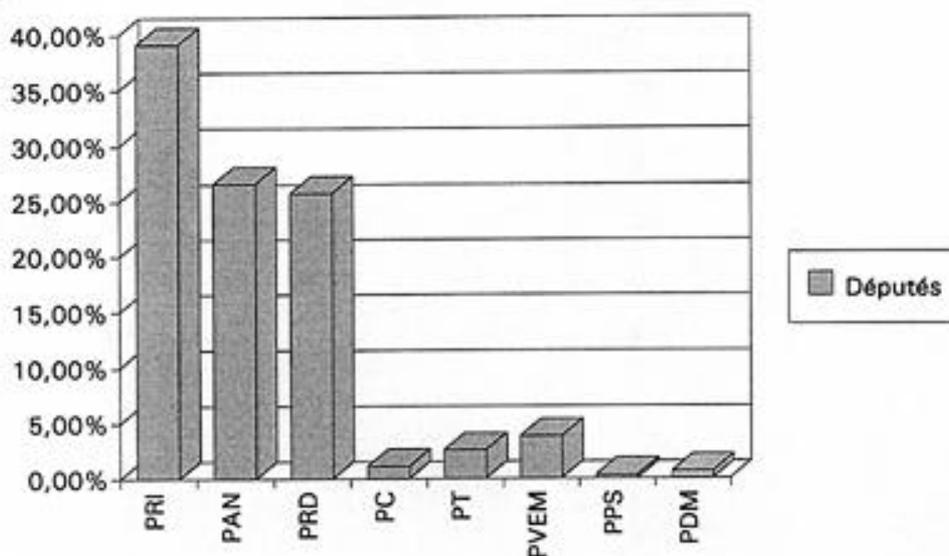
VARIATION DE LA CAPITALISATION BOURSIÈRE DES MARCHÉS ÉMERGENTS

Source : IFC (International Finance Corporation), 1995, in Goetzman et Jorion, NBR, janvier 1997

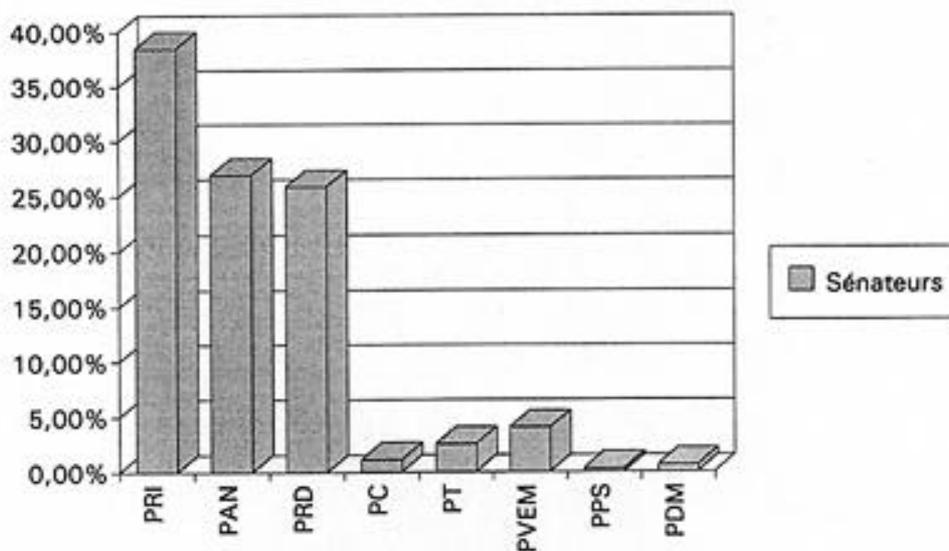
PAYS	DATE INITIALE	CAPITALISATION en millions de dollars		
		À LA DATE INITIALE	Taux de variation en %	EN DÉCEMBRE 1995
MALAISIE	Déc. 84	9 523	1 406,8	143 494
CORÉE	Déc. 75	324	38 063,0	123 648
TAÏWAN	Déc. 84	3 532	3 100,2	113 032
THAÏLANDE	Déc. 75	220	43 065,0	94 963
BRÉSIL	Déc. 75	8 469	1 017,2	94 615
MÉXIQUE	Déc. 75	677	8 824,5	60 419
INDE	Déc. 75	527	10 858,8	57 753
CHILI	Déc. 75	180	26 605,6	48 070
PHILIPPINES	Déc. 84	200	15 682,5	31 965
INDONÉSIE	Déc. 89	2 254	1 124,9	27 610
CHINE	Déc. 92	21 369	15,2	24 608
ARGENTINE	Déc. 75	83	26 584,3	22 148
TURQUIE	Déc. 86	377	3 555,7	13 782
PORTUGAL	Jan. 86	138	7 821,7	10 932
GRÈCE	Déc. 75	1 677	505,9	10 161
COLOMBIE	Déc. 84	401	2 024,4	8 519
PÉROU	Déc. 92	2 081	253,3	7 353
PAKISTAN	Déc. 84	498	1 201,6	6 482
JORDANIE	Jan. 78	335	940,0	3 484
VÉNÉZUELA	Déc. 84	505	391,7	2 483
POLOGNE	Déc. 92	2 139	-7,1	1 987
NIGÉRIA	Déc. 84	1 560	-1,5	1 537
ZIMBABWE	Déc. 75	215	605,6	1 517
SRI LANKA	Déc. 92	1 082	15,4	1 249
HONGRIE	Déc. 92	659	20,8	796

Elections mexicaines du 6 juillet 1997

	PRI	PAN	PRD	PC	PT	PVEM	PPS	PDM
Députés	39,12%	26,62%	25,73%	1,12%	2,58%	3,82%	0,34%	0,66%



	PRI	PAN	PRD	PC	PT	PVEM	PPS	PDM
Sénateurs	38,50%	26,93%	25,85%	1,15%	2,55%	4,03%	0,33%	0,66%



Source : Instituto Federal Electoral, 1997

Tableau 1 : Rotation des gérants de portefeuille

Fonds	% des changements de gérant pour les fonds d'actions (1994-1996)
Kemper	29
Van Kampen American Capital	21
Aim	16
Putnam	15
Fidelity	14
Mass Mutual/Oppenheimer	14
Dreyfus	12
American Express/IDS	11
Scudder	10
Dean Witter	9
Smith Barney	8
American Century	8
MFS	6
Merrill Lynch	4
Franklin Templeton	4
Vanguard	4
American Funds	2
T Rowe Price	2

Source : Morningstar, inc. 1997 et *Forbes*, 25 août 1997.

Tableau 2 : Les plus beaux salaires de la finance à la City

Fonctions	Salaire de base*	Bonus moyen	Salaire total*
Directeur des marchés financiers	1 703 000	51,5%	2 581 000
Directeur du corporate finance	1 508 000	65,4%	2 495 000
Directeur des produits dérivés	1 457 000	91,2%	2 785 000
Directeur de la gestion d'actifs	1 394 000	31,3%	1 830 000
Directeur du trading obligataire	1 372 000	39,4%	1 913 000

* Salaires annuels moyens des 25% les mieux payés, convertis en francs au taux de 1 £ = 9,40 FF.

Source : Monks Partnership et *L'Expansion*, mai 1997.

Bibliographie

- Abolafia (Mitchel), *Making markets. Opportunism and restraint on Wall Street*, Cambridge, Mass., Harvard University Press, 1996.
- Bartolini (Leonardo), Drazen (Allan), « When liberal policies reflect external shocks, what do we learn ? », *National Bureau of Economic Research (NBER) Working Paper* n° 5727, août 1996.
- Becker (Gary), « The economic way of looking at behavior. The Nobel lecture », *Essays in Public Policy*, Hoover Institution, n° 69, Stanford University, 1996.
- Berstein (Peter), *Against the Gods. The Remarkable Story of Risk*, New York, John Wiley & Sons, 1996.
- Boyssou (Olivier de), « Pays émergents : risques de marché ou risque de solvabilité ? », *Conjoncture*, Paribas, mai 1997, n° 5, pp. 2-9.
- Calvo (Guillermo), « Varieties of capital market crises », *Working Papers in International Economics* n° 15, University of Maryland, novembre 1995.
- Calvo (Guillermo), Leiderman (Leonardo) et Reinhart (Carmen), « Inflows of capital to developing countries in the 1990s », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 10, n° 2, printemps 1996, pp. 123-139.
- Calvo (Guillermo) et Goldstein (Morris), « Crisis prevention and crisis management after Mexico : what role for official sector ? », University of Maryland Working Paper n° 24, mars 1996 (non publié).
- Calvo (Guillermo), « Why is the market so unforgiving ? Reflections on the Tequilazo », University of Maryland Working Paper n° 27, décembre 1996 (non publié).
- Calvo (Guillermo), Goldstein (Morris) et Hochreiter (Edward) (eds.), *Private Capital Flows to Emerging Markets after the Mexican Crisis*, Washington, Institute for International Economics, 1996.
- Cameron (Maxwell) et Aggarwal (Vinod), « Mexican meltdown : states, markets and post-NAFTA financial turmoil », *Third World Quarterly* n° 17, décembre 1996, pp. 975-987.
- Chevalier (Judith) et Ellison (Glenn), « Are some mutual fund managers better than others ? Cross-sectional patterns in behavior and performance », *NBER Working Paper* n° 5852, décembre 1996.
- Cordonnier (Christophe), « Mexique, au-delà de la reprise : vers le modèle chilien ? », *Problèmes d'Amérique Latine* n° 22, juillet-septembre 1996, pp. 3-28.
- Delmas (Philippe), *Le maître des horloges*, Paris, Odile Jacob, 1991.
- Dominguez (Jorge) (ed.), *Technopols. Freeing Politics and Markets in Latin America in the 1990s*, University Park, The Pennsylvania State University Press, 1997.
- Dooley (Michael), Fernandez Arias (Eduardo) et Kletzer (Kenneth), « Recent private capital inflows to developing countries : is the debt crisis history ? », *NBER Working Paper* n° 4792, 1994.
- Dornbusch (Rudiger) et Werner (Alejandro), « Mexico : stabilization, reform and no growth », *Brookings Papers on Economic Activity* n° 1, 1994, pp. 243-315.
- Dornbusch (Rudiger), Goldfajn (Ilan) et Valdés (Rodrigo), « Currency crises and collapse », *Brookings Papers on Economic Activity* n° 2, 1995, pp. 735-754.
- The Economist, « Viva Amexica. A survey of Mexico », *The Economist*, 28 octobre 1995.
- The Economist, « Financial markets. Who's in the driving seat ? A survey of the world economy », *The Economist*, 7 octobre 1995.
- The Economist, « Still volatile. A survey of Latin American finance », *The Economist*, 9 décembre 1995.
- The Economist, « Fragile, handle with care. A survey of banking in emerging markets », *The Economist*, 12 avril 1997.
- Edwards (Sebastian), « A tale of two crises : Chile and Mexico », *NBER Working Paper* n° 5794, octobre 1996.
- Edwards (Sebastian) et Végh (Carlos), « Banks and macroeconomic disturbances under predetermined exchange rates », *NBER Working Paper* n° 5977, mars 1997.
- Eichengreen (Barry) et Fishlow (Albert),

- Contending with Capital Flows. What is Different about the 1990s ?*, A Council on Foreign Relations Paper, New York, 1996.
- Eichengreen (Barry), Rose (Andrew) et Wyplosz (Charles), « Contagious currency crisis », *NBER Working Paper* n° 5681, juillet 1996.
- Eichengreen (Barry), « The Baring crisis in a Mexican mirror », Department of Economics, University of California at Berkeley, 1997 (non publié).
- Farnetti (Richard), « Le rôle des fonds de pension et d'investissement collectifs anglo-saxons dans l'essor de la finance globalisée », dans François Chesnais (dir.), *La mondialisation financière. Genèse, coût et enjeux*, Paris, Syros, 1996, pp. 185-212.
- French-Davis (Ricardo) et Griffith-Jones (Stephany) (eds.), *Coping with Capital Surges. The Return of Finance to Latin America*, Boulder, Lynne Rienner, 1995.
- Frankel (Jeffrey), « Recent exchange rate experience and proposals for reform », *The American Economic Review*, vol. 86, n° 2, mai 1996, pp. 153-157.
- Frankel (Jeffrey) et Rose (Andrew), « Currency crashes in emerging markets : empirical indicators », *NBER Working Paper* n° 5437, janvier 1996.
- Frankel (Jeffrey) et Schmukler (Sergio), « Country fund discounts and the Mexican crisis of december 1994 : did local residents turn pessimistic before international investors ? », University of California at Berkeley, 1996 (non publié).
- Frankel (Jeffrey) et Schmukler (Sergio), « Crisis, contagion and country funds : effects on East Asia and Latin America », University of California at Berkeley, 1996 (non publié).
- Geertz (Clifford), *After the Fact. Two Countries, four Decades, one Anthropologist*, Cambridge, Mass., Harvard University Press, 1995.
- Gell (Alfred), *The Anthropology of Time. Cultural Construction of Temporal Maps and Images*, Oxford, Berg, 1992.
- Germain (Randall), « The worlds of finance : a braudelian perspective on the international political economy », *European Journal of International Relations*, vol. 2, n° 2, juin 1996, pp. 201-230.
- Goetzmann (William) et Jorion (Philippe), « Re-emerging markets », *NBER Working Paper* n° 5906, janvier 1997.
- Hale (David), « Les marchés émergents et la transformation de l'économie mondiale », *Revue d'Économie Politique* n° 30, automne 1994, pp. 7-45.
- Halifax Summit, *Review of International Financial Institutions : Background Document*, 15-17 juin 1995.
- Hawking (Stephen), *A Brief History of Time : from the Big Bang to Black Holes*, New York, Bantam Books, 1988.
- International Finance Corporation, *Emerging Stock Markets Factbook 1997*, Washington, World Bank, 1997.
- International Monetary Fund, *International Capital Markets. Developments, Prospects and Policy Issues*, Washington, IMF, 1995.
- Jong Gook Back, « The Mexican crisis and the internationalization of finance », XVIIth World Congress, IPSA, Séoul, 17-21 août 1997.
- Kahneman (Daniel) et Tversky (Amos), « Prospect theory : an analysis of decision under risk », *Econometrica*, vol. 47, n° 2, 1979, pp. 263-291.
- Kindleberger (Charles), *Manias, Panics and Crashes. A History of Financial Crisis*, London, MacMillan, 1978 et 1996.
- Khorana (Ajay), « Top management turnover : an empirical investigation of mutual fund manager », *Journal of Financial Economics* n° 40, 1996, pp. 403-427.
- Krugman (Paul), « A model of balance of payments crisis », *Journal of Money, Credit and Banking* n° 11, août 1979, pp. 311-325.
- Krugman (Paul), « Dutch tulips and emerging markets », *Foreign Affairs*, vol. 74, n° 4, 1995, pp. 28-44.
- Lordon (Frédéric), « Comment parler aux marchés financiers », *Le Monde*, mardi 17 juin 1997.
- Lordon (Frédéric), « Marchés financiers, crédibilité et souveraineté », *Revue de l'OFCE* n° 50, juillet

1994, pp. 103-124 ; repris dans *Les quadratures de la politique économique*, Paris, Albin Michel, 1997.

Longueville (Guy), « La crise mexicaine : principaux enseignements et perspectives », *AGEFI*, 4, 5 et 6 juillet 1995.

Mendoza (Enrique) et Calvo (Guillermo), « Reflections on Mexico's balance of payments crisis : chronicle of a death foretold », *Journal of International Economics*, vol. 41, 1995, pp. 235-264.

Mishkin (Frederic), « Understanding financial crisis : a developing country perspective », *Annual World Bank Conference on Development Economics*, Washington, World Bank, 1996, pp. 29-77.

Obstfeld (Maurice), « Rational and self-fulfilling balance of payments crisis », *American Economic Review*, mars 1986, pp. 72-81.

Obstfeld (Maurice), « The logic of currency crisis », *Cahiers Economiques et Monétaires*, Paris, Banque de France, 1994, pp. 189-213.

Obstfeld (Maurice), « International currency experience : new lessons and lessons relearned », Department of Economics, University of California at Berkeley, 1995 (non publié).

Oppenheimer (Andrés), *Bordering on Chaos. Guerrillas, Stockbrokers, Politicians and Mexico's Road to Prosperity*, New York, Little, Brown & Co., 1996.

Orléan (André), « Contagion spéculative et globalisation financière : quelques enseignements tirés de la crise mexicaine », dans André Cartapanis (dir.), *Turbulences et spéculations dans l'économie mondiale*, Paris, Economica, 1996.

Orléan (André), « Le rôle des influences interpersonnelles dans le détermination des cours boursiers », *Revue Economique* n° 5, septembre 1990, pp. 839-868.

Park (Keith) et van Agtamel (Antoine) (eds.), *The World's Emerging Stock Markets*, Chicago, Probus, 1993.

Reisen (Helmut), « Managing temporary capital inflows : Lessons from Asia and Latin America », *The Pakistan Development Review*, vol. 34, n° 4, hiver 1995, pp. 395-427.

Roett (Riordan) (ed.), *The Mexican Peso Crisis. International Perspectives*, Boulder, Lynne Rienner, 1996.

Sachs (Jeffrey), Tornell (Aaron) et Velasco (Andrés), « Financial crisis in emerging markets : the lessons from 1995 », *NBER Working Paper* n° 5576, mai 1996.

Sachs (Jeffrey), Tornell (Aaron) et Velasco (Andrés), « The Mexican peso crisis : sudden death or death foretold », *Journal of International Economics*, vol. 41, 1996, pp. 265-283.

Santiso (Javier), « Analysts analyzed : Wall Street and the City since the Mexican and Hong-Kong financial crisis », 1998 (non publié).

Schmukler (Sergio), « Country funds and asymmetric information », University of California at Berkeley, 1996 (non publié).

Shiller (Robert), *Market Volatility*, Cambridge, Mass., The MIT Press, 1989.

Taylor (Alan), « International capital mobility in history : the saving-investment relationship », *NBER Working Paper* n° 5743, septembre 1996.

Thaler (Richard), Tversky (Daniel) et Knetsch (Jack), « Experimental tests of the endowment effect », *Journal of Political Economy*, vol. 98, n° 6, 1991, pp. 1325-1348.

Thaler (Richard), Tversky (Daniel) et Knetsch (Jack), « Endowment effect, loss aversion and status quo bias », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 5, n° 1, 1991, pp. 193-206.

Thaler (Richard), *Advances in Behavioral Finance*, New York, Russell Sage Foundation, 1993.

Presse

The Economist
Financial Times
The Wall Street Journal
The New York Times
The Washington Post
Business Week
Latin Finance

Entretiens

(New York et Paris, décembre 1996 à octobre 1997)

Ricardo Almada (*Secretaria de Hacienda y Crédito Público de México, Mexico*) ; Juan Amieva (*Director General de Asuntos Hacendarios Internacionales, Secretaria de Hacienda y Crédito Público de México, Mexico*) ; Carlos Asilis (*Chief Economist Latin American Emerging Markets, Oppenheimer & Co, New York*) ; Philippe Boin (*Adjoint au chef de bureau Amérique latine, direction du Trésor, ministère des Finances, Paris*) ; Omar Borla (*Senior Vice-President Latin American Economist, Flemings, New York*) ; Olivier de Boysson (*Direction des Etudes économiques, Banque Paribas, Paris*) ; Christian Brachet (*Directeur du Bureau de Paris, Fonds monétaire international, Paris*) ; Seno Brill (*Business Development, Banque Paribas, Paris*).

Christophe Cordonnier (*Direction des Etudes Economiques, Banque Crédit Agricole Indosuez, Paris*) ; Mehdi Dazi (*Assistant Vice-President, Scudder, Stevens & Clark, New York*) ; Jean-Louis Daudier (*Analyste Risque Pays, COFACE, Paris*) ; Geoffrey Dennis (*Managing Director, Global Emerging Markets Strategist, HSBC James Capel, New York*) ; Bernard Dufresne (*Expert risque pays, Direction financière, COFACE, Paris*).

Richard Flax (*Latin America Research Economist, Morgan Stanley, New York*) ; Lacey Gallagher (*Director Latin America Sovereign Ratings, Standard & Poor's, New York*) ; Juan Carlos Garcia (*Research Director, Santander Investment, New York*) ; Larry Goodman (*Head of Latin American Economic Research, Salomon Brothers, New York*) ; Cynthia Harlow (*Director, Latin America Equity Research, Credit Suisse First Boston, New York*) ; Carlos Hurtado (*Mexican OECD Ambassador, Permanent Representative, OECD, Paris*).

Bénédict Larre (*Head of Mexico Desk, Economics Department, OECD*) ; Guy Longueville (*Direction des Etudes économiques, BNP, Paris*) ; Claudio Loser (*Director Western Hemisphere, International Monetary Fund, Washington*) ; Jorge Mariscal (*Vice-President & Manager of the Latin America Equity Group, Investment Research Department, Goldman Sachs, New York*) ; Stefano Natella (*Research Director, Credit Suisse First Boston, New York*) ; Jim Nash (*Latin American Chief Economist, Nomura Securities, New York*) ; Francis Nicollas (*Senior Economist, Economic and Financial Research Division, Crédit Lyonnais, Paris*).

Patrick Paradiso (*Director of Economic Research, Deutsche Morgan Grenfell, New York*) ; Denis Parisien (*Vice-President, Bankers Trust Securities Corporation, New York*) ; Robert Pelosky (*Research Director & Strategist, Morgan Stanley, New York*) ; Jesus Perez Trejo (*Secretaria de Hacienda y Crédito Público de México, México*) ; Arturo Porzecanski (*Managing Director & Chief Economist, Head of Fixed Income Research, ING Barings, New York*) ; Florent Prats (*Head of Local Markets-Trading and Research Emerging Markets, Capital Markets Division, Société Générale, Paris*) ; John Purcell (*Research Director, Salomon Brothers, New York*).

Nabiha Saade (*Conseiller aux Affaires économiques, Délégation mexicaine auprès de l'OCDE, Paris*) ; Gary Schieneman (*Vice-President Global Equity Research, Corporate Strategy and Research, Merrill Lynch, New York*) ; Eric Schimmel (*Latin America Fund Manager, Morgan Stanley Asset Management, New York*) ; Nina Ramondelli (*Moody's Investors Service, New York*) ; José Maria de la Torre (*Latin America Emerging Markets, JP Morgan, New York*) ; Daniel Zavala (*Manager, Emerging Markets, Banque Worms, Paris*).

Remerciements

On souhaite tout particulièrement témoigner notre gratitude à Olivier de Boysson, Ariel Colonomos, Christophe Cordonnier, Mehdi Dazi, Guy Hermet, David Jestaz, Jean Leca, Norbert Lechner, Alain Lempereur, Joseph Oughourlian, Marie-Claude Smouts et Susan Strange pour leurs commentaires, l'amitié et les encouragements témoignés tout au long de cette étude.

On tient aussi à remercier, pour leur collaboration et les études transmises, François Benaroya (Direction des Relations Économiques Extérieures, Ministère des Finances, Paris) ; Guillermo Calvo (Department of Economics, University of Maryland at College Park) ; Barry Eichengreen (Department of Economics, University of California at Berkeley) ; Jeffrey Frankel (Department of Economics, University of California at Berkeley) ; Marc Hartpence (Latin America Corporate Banking, Banque Paribas, Paris) ; Carlos Quenan (Institut des Hautes Etudes sur l'Amérique Latine et Caisse des Dépôts et Consignations, Paris) ; Helmut Reisen (Head of Research Division, OECD Development Centre, Paris) ; Andrew Rose (Walter Haas School of Business, University of California at Berkeley) ; Robert Shiller (Department of Economics, Yale University) ; Andrés Velasco (Department of Economics, New York University, New York) ; Andrew Warner (Harvard Institute for International Development, Harvard University, Cambridge, Mass.).

Merci enfin à Roberto Gimeno (atelier de cartographie de Sciences Po) pour ses cartes et graphiques des pages 30 à 33.