

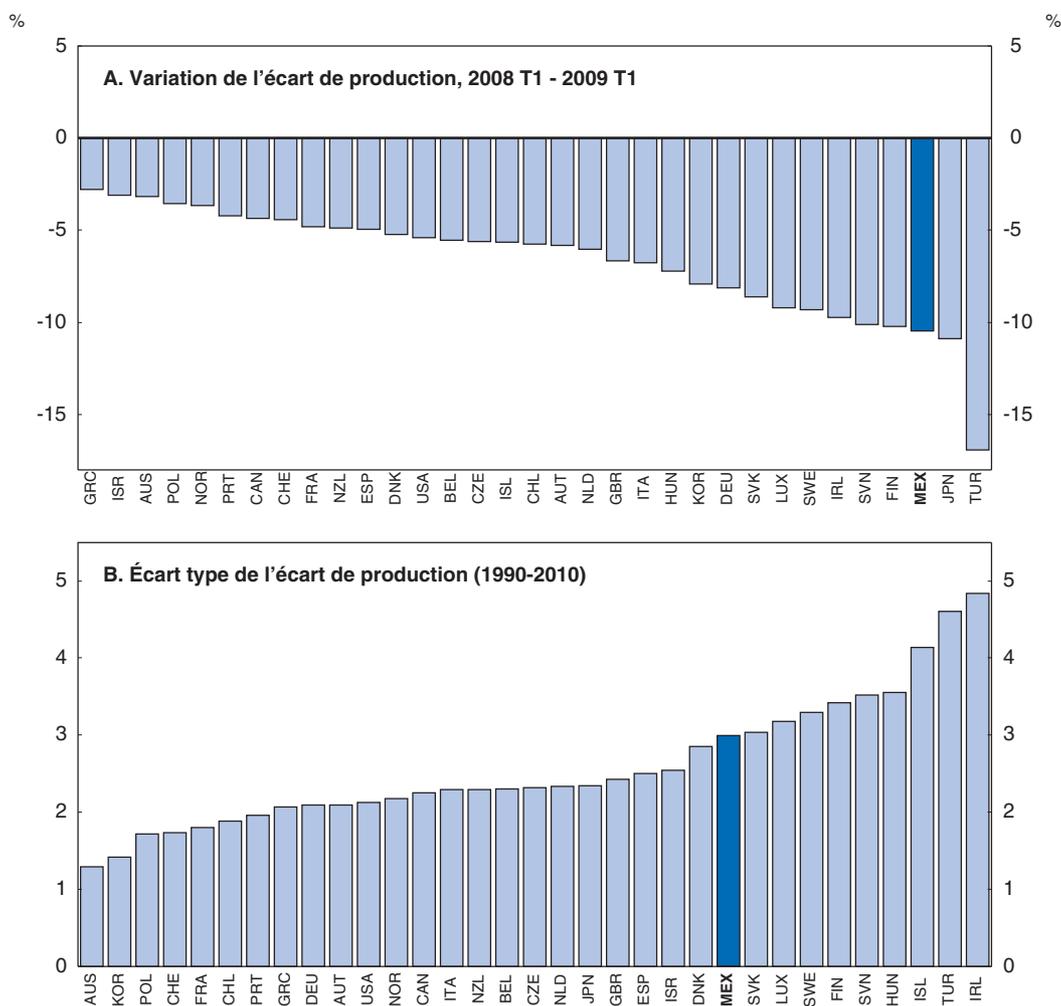
## Chapitre 1

# Des politiques macroéconomiques et structurelles contribuant à la stabilisation de l'économie

*Les améliorations du cadre macroéconomique intervenues au cours des deux dernières décennies et la réglementation prudente du système financier ont contribué à réduire l'instabilité de la production au Mexique par rapport aux autres pays de l'OCDE, encore que la forte récession de 2008-09 ait mis en évidence une volatilité encore prononcée. La règle budgétaire a contribué à équilibrer le budget fédéral et à maintenir à un bas niveau l'endettement public, tout en renforçant la crédibilité, mais elle devrait être renforcée pour permettre la constitution d'un volant d'actifs financiers plus important pour faire face aux chocs. Bien que la production se soit fortement contractée au début de 2009, l'inflation effective et escomptée est restée supérieure à l'objectif, en partie parce que les rigidités des marchés des produits et du travail réduisent la flexibilité des prix. Les possibilités de réaction sur le front monétaire ont ainsi été limitées. Le système bancaire a bien résisté à la récession de 2008-2009, mais la contraction du crédit a été plus marquée que dans les autres pays de l'OCDE, en raison notamment du cycle d'expansion et de ralentissement qui a caractérisé le crédit à la consommation avant la récession. Si, dans les autres pays de l'OCDE, le secteur des services stabilise la production, au Mexique, il contribue à son instabilité. Cela tient notamment au caractère prépondérant des services ayant des liens étroits avec l'activité manufacturière, alors que les services plus modernes et plus stables axés sur le consommateur restent sous-développés. L'instabilité de la production pourrait être davantage maîtrisée en modifiant la règle budgétaire de façon à accumuler des réserves plus importantes d'actifs financiers durant les périodes de redressement économique ou de niveaux élevés des prix du pétrole et en prenant des mesures pour améliorer la flexibilité des prix. Le Mexique devrait aussi adopter les conventions statistiques internationalement acceptées pour ses comptes budgétaires de façon à améliorer leur comparabilité avec ceux d'autres pays. Le passage à une réglementation et à une surveillance macroprudentielles semblerait aussi souhaitable pour réduire le caractère procyclique du système financier. Enfin, les obstacles à l'entrée dans les activités de services devraient être réduits afin de favoriser le développement d'un secteur moderne et tourné vers le consommateur.*

Grâce à une amélioration du cadre macroéconomique et à une réglementation prudente du système financier, le Mexique n'a pas connu une crise budgétaire et financière de l'ampleur observée dans certains autres pays de l'OCDE durant la récession mondiale de 2008-09. Les améliorations du cadre de la politique macroéconomique ont contribué à une réduction de l'instabilité de la production par rapport aux autres pays de l'OCDE. Néanmoins, la production reste très instable (graphique 1.1), ce qui peut avoir des conséquences importantes pour les individus et pour la croissance économique à long terme. Les perturbations temporaires de la production tendent à s'accompagner de

Graphique 1.1. **L'écart de production s'est fortement creusé durant la récession**



Source : OCDE, Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888932383318>

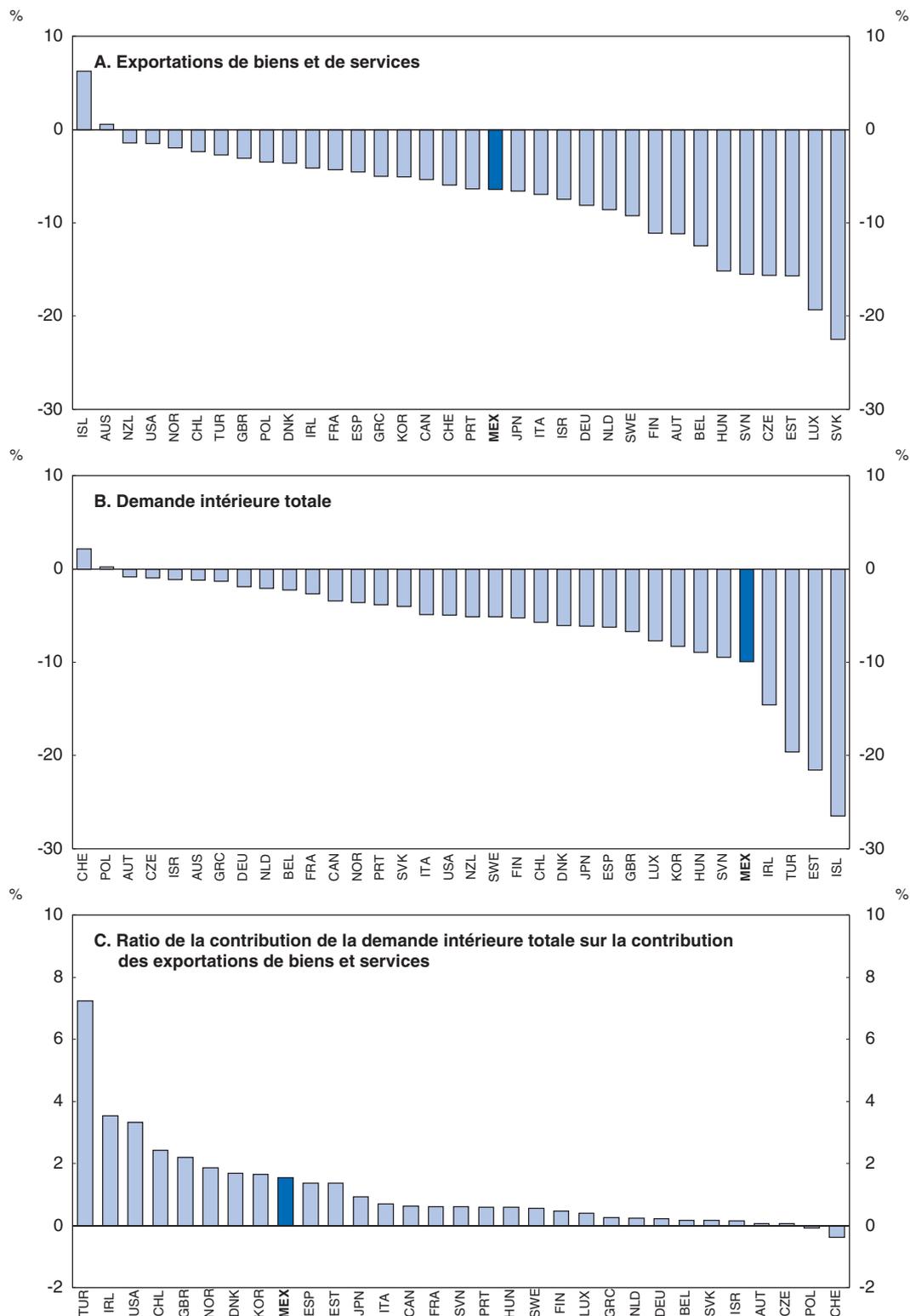
diminutions temporaires de la consommation, en particulier dans des pays comme le Mexique où une part importante de la population n'a pas accès au crédit et où le filet de sécurité sociale est peu développé, ce qui a des conséquences pour les individus qui répugnent à devoir modifier leur consommation et qui craignent des périodes de chômage ou de pauvreté (Reis, 2009). En outre, les ouvrages disponibles donnent à penser qu'une forte instabilité de la production peut avoir des effets négatifs sur la croissance économique à long terme du fait des effets d'hystérèse ou d'une plus grande incertitude (Ramey et Ramey, 1995 ; Fatás, 2002 ; Aghion et al., 2010). Le présent chapitre examine l'origine de l'instabilité de la production au Mexique et recommande des réformes qui amélioreraient les volants de sécurité budgétaire, élargiraient la marge de manœuvre de la banque centrale ; atténueraient le caractère procyclique du système financier et contribueraient au développement d'un secteur des services plus stable et orienté vers le consommateur.

### La récession de 2008-09 dans une perspective internationale

Dans une certaine mesure, la gravité de la récession de 2008-09 reflète la conjugaison de plusieurs chocs négatifs importants. La récession de 2008-09 a frappé le Mexique d'abord par la voie commerciale, les exportations diminuant fortement lorsque le commerce mondial s'est effondré au deuxième semestre de 2008. Le volume des exportations a été de 20 % environ plus faible au premier trimestre de 2009 qu'une année auparavant. La forte baisse des exportations a été essentiellement le résultat de la spécialisation du Mexique dans le secteur manufacturier (80 % environ des exportations totales) et des liens commerciaux étroits avec les États-Unis (80 % des exportations vont vers ce pays), des baisses particulièrement prononcées de l'activité étant intervenues dans les deux cas lors de la crise économique et financière mondiale de 2008-09. La fuite généralisée vers la sécurité, qui a pénalisé les actifs des marchés émergents durant la crise mondiale de 2008-09, s'est traduite par un élargissement des marges sur les titres souverains et par un durcissement marqué des conditions financières. Enfin, le Mexique a aussi été touché par la baisse des envois de fonds des travailleurs migrants aux États-Unis et par l'épidémie de grippe A (H1N1) en avril 2009.

Malgré la forte chute des exportations, les facteurs extérieurs ne peuvent à eux seuls expliquer la gravité de la récession qui a frappé le Mexique. La contribution des exportations à la croissance du PIB entre le premier trimestre de 2008 et la même période de 2009 s'est située autour de la moyenne de l'OCDE (graphique 1.2). Les effets sur le revenu ne permettent pas non plus de comprendre pourquoi la récession a été aussi prononcée, car les termes de l'échange se sont dégradés moins que dans les autres pays. Bien que le Mexique soit un important exportateur de pétrole (environ 15 % des exportations totales), les termes de l'échange n'ont diminué que de 5½ pour cent entre le premier trimestre de 2008 et la même période de 2009. Ces chiffres doivent être comparés avec une diminution d'environ 12½ pour cent au Canada, par exemple. La raison de ce recul relativement modéré est que la part des importations manufacturières dans les exportations totales est relativement élevée et que le Mexique est simultanément un exportateur de pétrole non raffiné et un importateur de pétrole raffiné. Par ailleurs, si les effets de la baisse des cours pétroliers sur l'économie réelle tendent, au Mexique, à être transmis par le biais de la politique budgétaire, le budget de 2009 a été protégé contre les fortes baisses du prix du pétrole par un mécanisme avisé de couverture des prix.

Graphique 1.2. **Contributions à la croissance du PIB durant la crise**  
2008 T1-2009 T1



Source : OCDE, Base de données des comptes nationaux.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888932383337>

En revanche, la contribution de la demande intérieure à la baisse du PIB a été importante par rapport aux autres pays (voir graphique 1.2, partie B), ce qui indique que le choc au niveau des exportations s'est propagé au reste de l'économie. Néanmoins, lorsque la contribution de la demande intérieure s'est normalisée sous l'effet du choc des exportations, la propagation n'a pas été plus importante que dans les autres économies orientées vers l'exportation (voir graphique 1.2, partie C). La consommation privée s'est contractée. Elle a diminué de 9 % entre le premier trimestre de 2008 et la même période de 2009, alors qu'elle n'a guère baissé au Canada, par exemple, qui a enregistré un choc similaire au niveau des exportations, encore que le Mexique s'en soit mieux sorti que les autres économies de marché émergentes pour ce qui est de maîtriser l'ampleur du choc.

La contraction des envois de fonds des travailleurs migrants et l'épidémie de grippe A(H1N1) ont contribué à la diminution de la consommation privée, mais ces effets ont été d'ampleur modérée. En dollars des États-Unis, les envois de fonds des travailleurs migrants ont diminué de 5 % environ d'une année sur l'autre au premier trimestre de 2009 après avoir enregistré des taux de croissance fortement positifs les années précédentes. Sous l'effet de la dépréciation prononcée de la monnaie, cependant, ces envois de fonds ont continué d'enregistrer des taux de croissance annuelle positifs en pesos tout au long de la première moitié de 2009. Par ailleurs, les envois de fonds sont peu importants par rapport à la taille de l'économie mexicaine (environ 2.5 % du PIB). L'épidémie de grippe A(H1N1) a éclaté en avril 2009, contribuant à la faiblesse de la consommation privée au deuxième trimestre de 2009.

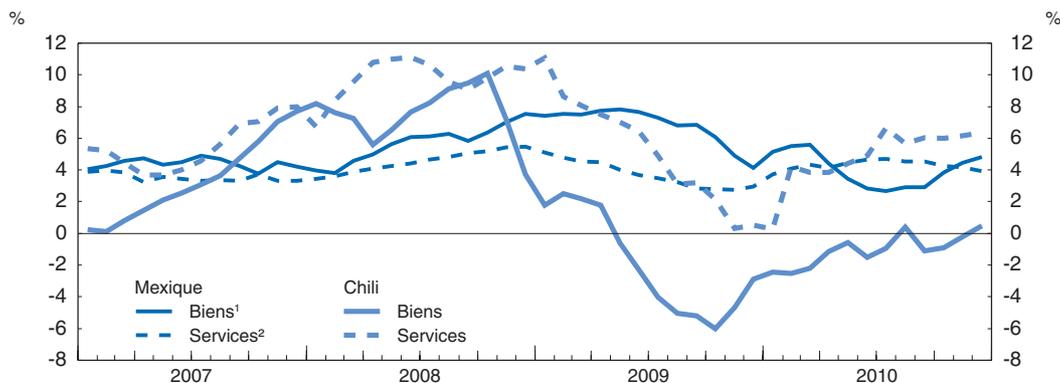
Bien que les politiques macroéconomiques aient été ajustées de façon à peu près appropriée, il devrait être encore possible d'améliorer davantage leur flexibilité pour répondre aux chocs. Le filet de sécurité sociale est limité et les stabilisateurs budgétaires automatiques sont faibles, ce qui se traduit vraisemblablement par une forte augmentation de l'épargne de précaution. De plus amples mesures budgétaires de caractère contracyclique auraient pu être mises en œuvre en 2009 si les volants de sécurité budgétaires avaient été plus importants. La banque centrale a baissé le taux directeur durant la récession de 2008-09, mais des anticipations d'inflation supérieures à l'objectif ont sans doute empêché une riposte plus prononcée.

La forte dépréciation du peso a contribué à la persistance d'une forte inflation, mais les rigidités des marchés du travail et des marchés des produits ont sans doute aussi joué un rôle. Le peso s'est déprécié d'environ 20 % en dollars au deuxième semestre de 2008. Les importateurs de produits manufacturés répercutent dans une certaine mesure la dépréciation de la monnaie sur les prix à la consommation mais, en présence d'une forte capacité excédentaire, cette répercussion devrait être limitée. L'analyse empirique réalisée pour l'*Étude économique du Mexique 2009* (OCDE, 2009) a montré que le degré de transmission des variations du taux de change avait fléchi au cours de la période 1990-2008 et était devenu statistiquement peu significatif après l'adoption du ciblage de l'inflation en 2001. En outre, en raison du caractère mondial de la récession de 2008-09, les prix en devises étrangères sur les marchés mondiaux ont fléchi, ce qui devrait avoir compensé une partie de la dépréciation du peso mexicain. En fait, l'inflation des prix des biens échangeables au Chili, a reculé rapidement durant la récession de 2008-09, malgré une dépréciation monétaire de même ampleur (18 % entre septembre et décembre 2008, graphique 1.3). La transmission des variations du taux de change sera aussi vraisemblablement limitée dans le secteur des services, qui est constitué pour une grande part de services ne faisant pas l'objet d'échanges. Cependant, l'inflation dans ce secteur a reculé beaucoup plus

lentement au Mexique qu'au Chili (graphique 1.3). Dans une certaine mesure, cette différence est peut-être due au fait que la dépréciation du taux de change a été perçue comme permanente au Mexique, encore que la plus grande rigidité des prix ait sans doute joué un rôle.

Graphique 1.3. **L'inflation a diminué moins qu'au Chili**

En glissement annuel



1. Y compris les produits alimentaires transformés, boissons, tabac et autres biens.

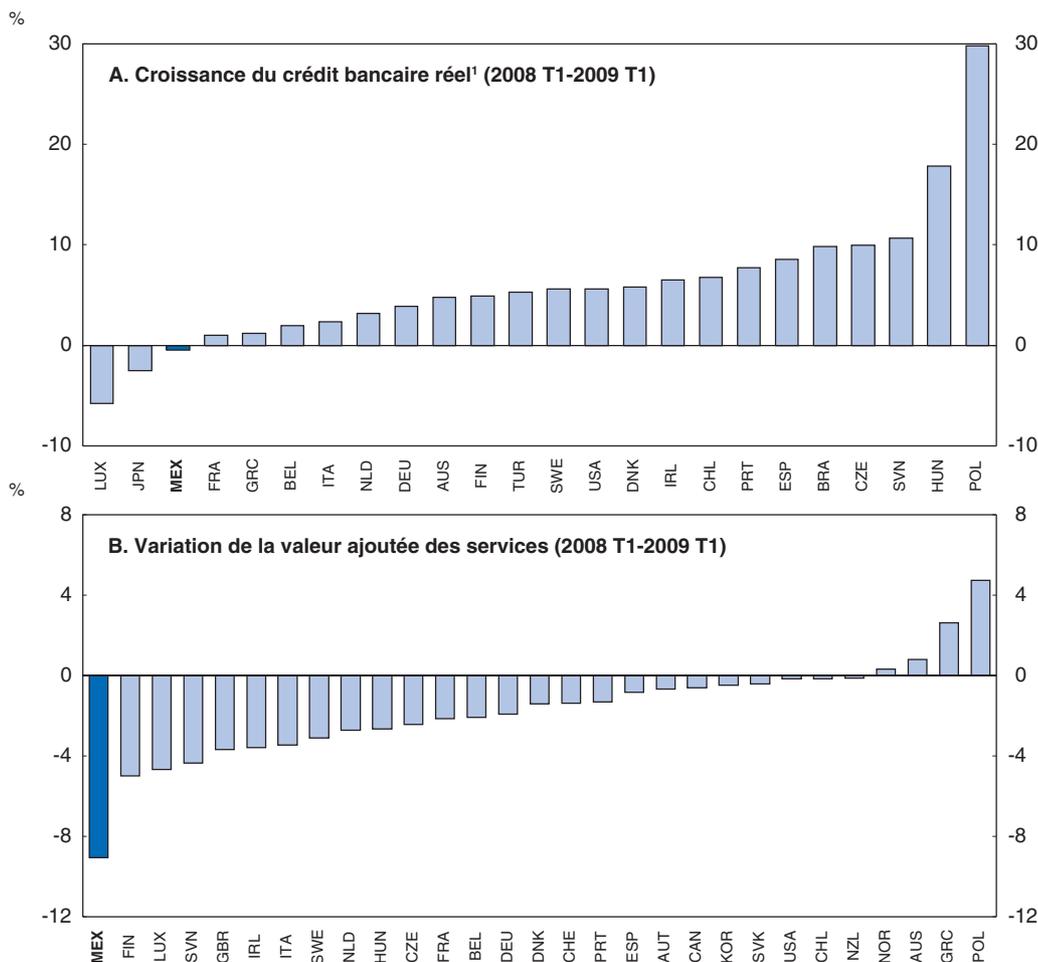
2. Nouvelle définition. Y compris le logement, l'éducation et les autres services.

Source : Banco de México et Banco Central du Chili.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932383356>

La contraction des prêts bancaires intérieurs a contribué à la propagation au reste de l'économie du choc enregistré au niveau des exportations et à la diminution de la consommation privée, mais la contraction du crédit bancaire a commencé avant la récession. Les prêts bancaires, en particulier le crédit à la consommation, étaient déjà en recul lorsque la crise internationale a frappé le Mexique au deuxième semestre de 2008, même si le montant total de ces prêts s'était accru à un rythme rapide (environ 20 % en termes réels) jusqu'au premier trimestre de l'année. La correction a été particulièrement marquée pour les prêts à la consommation, dont le taux de croissance annuel est tombé de 30 % environ en 2007 à 9 % au deuxième trimestre de 2008. Le fait que la contraction du crédit à la consommation ait précédé la forte diminution de la consommation privée donne à penser que ce n'est pas essentiellement la baisse de la demande de consommation qui a motivé la diminution du crédit, mais plutôt le durcissement des conditions imposées aux emprunteurs. Ce durcissement a sans doute à son tour influé sur l'aptitude des consommateurs à lisser leur consommation sur le cycle. Globalement, le crédit bancaire s'est contracté de 0,5 % en termes réels entre le premier trimestre de 2008 et la même période de 2009 (graphique 1.4).

Les liens étroits qui relient au Mexique le secteur manufacturier et le secteur des services ont aussi contribué à la propagation rapide du choc au niveau des exportations à l'ensemble de l'économie. La valeur ajoutée dans le secteur des services s'est contractée d'environ 9 % entre le premier trimestre de 2008 et la même période de 2009 (voir graphique 1.4). Le secteur des services est en effet dominé par le secteur des transports et du commerce de gros, qui sont très tributaires de la production manufacturière. En raison pour partie des obstacles à l'entrée, les services à la consommation de caractère plus stable représentent une part moindre de la valeur ajoutée que dans la plupart des autres pays de l'OCDE.

Graphique 1.4. **Le crédit bancaire et la valeur ajoutée des services se sont fortement contractés**

1. Corrigé de l'inflation par l'IPC. Créances des sociétés de dépôts (non compris la banque centrale) sur tous les secteurs intérieurs (y compris les sociétés financières, les administrations des États et locales, les sociétés non financières publiques et le secteur privé).

Source : OCDE, Base de données des comptes nationaux ; et Société financière internationale, Base de données sur les statistiques monétaires.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932383375>

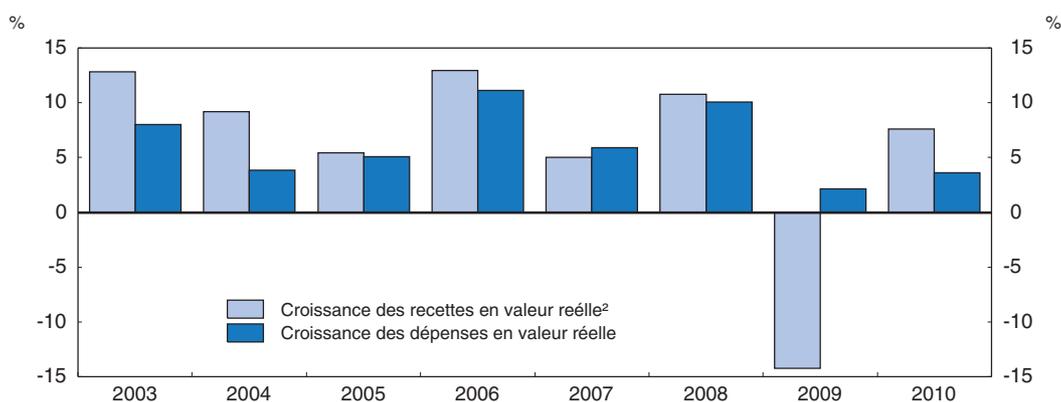
## Les politiques macroéconomiques pourraient contribuer davantage à la stabilisation de la production

### La règle de l'équilibre budgétaire doit être modifiée pour accumuler d'importants volants de sécurité budgétaires

La règle de l'équilibre des finances publiques sur laquelle est fondée la politique budgétaire du Mexique et qui est en place depuis 2007 s'est traduite par de faibles économies budgétaires malgré le niveau élevé des prix du pétrole en 2007 et 2008. D'après la loi sur la responsabilité budgétaire, l'État vise un budget équilibré dans le secteur public, c'est-à-dire y compris les entreprises publiques mais à l'exclusion des administrations des États et des administrations locales. La règle de l'équilibre budgétaire a contribué à la discipline budgétaire et à la viabilité à long terme. Le budget a été équilibré au cours des années qui ont précédé la récession et la dette publique nette, à 30 % environ du PIB, est

plus faible que la moyenne de l'OCDE, qui est de 60 % environ du PIB. Cependant, des règles d'équilibre budgétaire a priori favorisent la procyclicalité, car elles impliquent des dépenses publiques élevées lorsque l'activité économique et les recettes sont faibles. Au Mexique, la loi sur la responsabilité budgétaire permet à l'État d'économiser des recettes dans un système de fonds de stabilisation et une clause de circonstances exceptionnelles lui permet d'enregistrer un déficit si un événement négatif frappe l'économie. En conséquence, la corrélation étroite observée entre les recettes et les dépenses au cours des années qui ont précédé la récession (graphique 1.5) a été en partie imputable à une réforme budgétaire en 2008 et la politique a été contracyclique en 2009 et 2010. Malgré une hausse sans précédent des prix du pétrole, les économies budgétaires accumulées dans les fonds de stabilisation pétroliers représentaient donc moins de 2 % du PIB à la fin de 2008. Les calculs du solde structurel donnent à penser que l'orientation budgétaire s'est dégradée en 2008, en dépit de recettes pétrolières d'un niveau record.

Graphique 1.5. **Croissance des recettes et dépenses publiques en valeur réelle**<sup>1</sup>



1. Corrigée au moyen de l'IPC.

2. À l'exclusion des opérations non récurrentes au niveau des recettes et des financements.

Source : Ministre des Finances.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932383394>

La clause des circonstances exceptionnelles figurant dans la loi sur la responsabilité budgétaire et la couverture des prix du pétrole sur les marchés financiers ont permis à l'État de mener une action de stimulation budgétaire contracyclique en 2009 et également de commencer à retirer progressivement ces mesures en 2010 face au redressement de l'économie. Ces dernières années, l'État a limité l'instabilité des recettes en couvrant les prix du pétrole contre les baisses grâce à des contrats d'option de vente sur les marchés financiers. Grâce à ces options, l'État collecte des recettes pétrolières semblables à celles inscrites au budget, même lorsque les prix du pétrole tombent bien au-dessous du prix budgétisé, comme en 2009. De fait, en 2009, la clause des circonstances exceptionnelles et la couverture des prix du pétrole ont constitué une marge de protection bienvenue pour les dépenses publiques : alors que les recettes pétrolières et non pétrolières ont fortement diminué (21 et 11 %, respectivement), les dépenses réelles de l'État ont continué de s'accroître, à un rythme certes plus lent (environ 2 %) qu'avant le ralentissement de l'activité (voir graphique 1.5).

Une plus grande stabilisation de la production pourrait être obtenue en modifiant le cadre budgétaire de façon à accumuler un plus large volant d'actifs financiers durant les

périodes de redressement économique. Cela permettrait d'assurer une position budgétaire plus symétrique sur le cycle. Les excédents du budget général dans les périodes de redressement économique permettraient l'accumulation d'actifs financiers, qui seraient utilisés pour financer les déficits de ce budget durant les périodes de ralentissement. Villafuerte *et al.* (2010) constatent qu'en Amérique latine les pays qui ont mis en œuvre des politiques budgétaires plus prudentes durant les années de forte expansion de 2003-08 ont été en mesure de mener des politiques plus expansionnistes durant la crise de 2009. De même, Sutherland *et al.* (2010) constatent que, parmi les pays de l'OCDE, ceux qui avaient une position budgétaire plus favorable la veille de la récession de 2008-09 ont pu mener des politiques contracycliques plus solides durant la période de ralentissement de l'activité.

Les pouvoirs publics devraient envisager d'accumuler un volant d'actifs financiers non seulement durant les périodes de redressement économique, mais aussi sur l'ensemble du cycle pour s'assurer contre les risques importants. Autrement, un recul plus rapide de la dette pourrait être obtenu. Il faudrait pour cela des mesures visant à accroître les recettes fiscales ou à améliorer l'efficacité des dépenses (chapitre 2). Bien qu'une proportion relativement importante des recettes provienne de l'impôt sur les sociétés et de la TVA, qui sont généralement des prélèvements réagissant fortement au cycle économique (Girouard et André, 2005) la baisse globale des recettes fiscales non liées au pétrole en pourcentage du PIB, limite le jeu des stabilisateurs automatiques. Une règle empirique veut que les stabilisateurs budgétaires automatiques soient à peu près égaux au produit de la part des recettes fiscales dans le PIB par l'écart de production (Baunsgaard et Symansky, 2009). Au Mexique, la part des recettes fiscales non pétrolières dans le PIB est d'environ 12 %. Dans ces conditions, une règle fiscale permettant le libre jeu des stabilisateurs budgétaires automatiques aurait de faibles effets de stabilisation. Un cadre budgétaire prudent devrait donc aller bien au-delà du simple fonctionnement des stabilisateurs automatiques. Ainsi, un volant d'actifs financiers devraient être accumulés sur le cycle, qui pourraient ensuite être utilisés en cas d'importants imprévus, notamment une forte récession ou une catastrophe naturelle.

L'accumulation d'un volant d'actifs financiers sur le cycle économique serait aussi souhaitable pour se préparer aux enjeux budgétaires de l'avenir. Même si la production pétrolière s'est stabilisée récemment et que moins d'incertitudes pèsent sur cette production, les recettes pétrolières restent sensibles à l'instabilité des prix internationaux du pétrole. En tout état de cause, le rapport des recettes pétrolières au PIB devrait finir par diminuer. En outre, le maintien de la production pétrolière à son niveau actuel exigera vraisemblablement des investissements importants, car les gisements existants arrivent à maturité et l'exploitation des nouvelles réserves, par exemple par le forage en haute mer, devient plus coûteuse. Se fixer comme objectif d'accumuler un volant d'actifs financiers sur le cycle contribuerait à rendre le budget plus indépendant des recettes pétrolières et faciliterait le passage à une économie non tributaire du pétrole.

Si les régimes fédéraux de retraite pour les travailleurs du secteur privé (IMSS), les agents de la fonction publique (ISSSTE) et la compagnie publique d'électricité (CFE) ont été transformés en régimes capitalisés à cotisations définies, la réforme du régime de retraite de la PEMEX doit toujours être réalisée et beaucoup d'États gèrent pour leur personnel des régimes à prestations définies gravement sous-financés. Par ailleurs, plusieurs d'entre eux ont récemment introduit des piliers non contributifs pour les pensions, qui sont financés au moyen des impôts, et d'autres devraient suivre. L'administration fédérale devrait s'employer à coordonner avec les États la conversion des systèmes à prestations définies

existants pour les aligner sur les systèmes en place au niveau fédéral. Si l'État décide d'introduire une retraite de base financée par l'impôt pour les travailleurs qui ont contribué à leur compte épargne retraite mais n'ont accumulé sur ces comptes qu'un faible montant, cette mesure devrait être étendue à l'ensemble des États et il faudrait faire en sorte que de fortes incitations demeurent à contribuer aux régimes fédéraux à cotisations définies. Ces actions devraient minimiser les risques budgétaires liés au vieillissement de la population, mais les autorités devraient néanmoins envisager d'accumuler des actifs financiers sur le cycle en augmentant les impôts et en améliorant l'efficacité des dépenses afin de faciliter la transition démographique. La part de la population de plus de 60 ans devrait doubler pour passer de 8½ pour cent en 2010 à 17 % environ en 2030 et atteindre 30 % en 2050 (CONAPO, 2006).

L'expansion prévue du régime d'assurance non contributif, *Seguro Popular*, exigera aussi que soit mis en réserve des actifs financiers sur le cycle en augmentant les recettes ou en améliorant l'efficacité des dépenses. Les pouvoirs publics ont pour projet d'assurer la couverture maladie de 100 des 112 millions d'habitants du pays d'ici à 2011, ce qui serait une amélioration majeure par rapport à une couverture de 50 % avant 2004. L'extension de la couverture a été rendue possible par le développement de *Seguro Popular*, programme d'assurance maladie financé par l'impôt ciblé sur les travailleurs du secteur informel, qui couvrait environ 14 millions de Mexicains en 2010. Toutefois, seulement 2 % environ des 44 millions de travailleurs affiliés à *Seguro Popular* versent une redevance. En outre, les efforts faits pour harmoniser les services de santé fournis par le biais de *Seguro Popular* et des différents programmes de sécurité sociale ont conduit à une expansion du régime initial. Pour minimiser les risques budgétaires, il faudrait définir un plan d'assurance prévoyant des prestations très élémentaires, qui seraient assurées à l'ensemble de la population. Ce plan de base pourrait être financé par des impôts ou des redevances, dont pourraient être dispensés les ménages à faible revenu. Les services fournis en dehors du plan de base seraient financés au moyen de prélèvements sociaux pour les travailleurs ayant un emploi formel ou au moyen de redevances complémentaires. Si ce type de dispositif semble plus facile à financer qu'un système couvrant l'ensemble des Mexicains sans couverture sociale au moyen d'un plan financé par l'impôt, il serait néanmoins prudent de réserver des actifs financiers sur le cycle pour assurer sa viabilité à long terme.

Pour renforcer l'accumulation d'actifs et stabiliser davantage la production, les autorités devraient envisager d'adopter une règle budgétaire structurelle. Une option consisterait à exclure des recettes publiques totales, les recettes fiscales et non fiscales (pétrolières) de caractère conjoncturel, comme le fait le Chili. Serait considérée comme conjoncturelle la partie des recettes publiques imputable à des écarts, premièrement, de la production effective par rapport à la production potentielle et, deuxièmement, du prix effectif du pétrole par rapport à son prix « structurel ». Autrement, les autorités pourraient exclure totalement du calcul du solde budgétaire structurel les recettes pétrolières, comme le fait la Norvège. L'estimation du prix du pétrole structurel est sujette à des incertitudes majeures, car le processus stochastique qui la décrit rend difficile l'identification d'une tendance à moyen terme. Toutefois, même en excluant totalement les recettes pétrolières du calcul du solde structurel, les autorités auraient à estimer les volumes et les prix de la production pétrolière à long terme pour déterminer un objectif du solde structurel non pétrolier compatible avec la viabilité budgétaire à long terme<sup>1</sup>. Étant donné les incertitudes entourant les volumes de la production pétrolière à long terme au Mexique, l'option la plus

appropriée semblerait d'adopter une règle budgétaire structurelle incluant les recettes pétrolières.

Avec un objectif de solde structurel constant, les dépenses publiques seraient lissées sur les cycles d'activité et les cycles des prix du pétrole, car les recettes structurelles augmenteraient au rythme de la production potentielle et des prix du pétrole à moyen terme, quelles que soient les variations à court terme de la situation économique. La règle du solde structurel réduit l'instabilité économique et serait préférable à la « clause des circonstances exceptionnelles » appliquée actuellement, car elle serait symétrique sur le cycle : les excédents du budget général seraient mis en réserve en période de forte expansion et dépensés en période de difficultés économiques.

La fixation d'un objectif d'excédent structurel permettrait des économies budgétaires sur un cycle d'activité moyen. Au Chili, par exemple, les autorités ont fixé à 1 % du PIB l'objectif d'excédent structurel annuel entre 2001 et 2007, ce qui a permis l'accumulation d'un important volant d'actifs financiers (20 % environ du PIB à la fin de 2008).

Le Mexique a déjà mis en place un système de fonds de stabilisation, qui pourrait absorber les excédents du budget général découlant d'une telle règle budgétaire structurelle. Des règles simples et transparentes en matière d'épargne et de prélèvements amélioreraient la transparence de la gestion des recettes pétrolières. Bien que la loi sur la responsabilité budgétaire établisse une règle transparente pour le calcul du prix du pétrole dans le budget, les règles concernant les recettes excédentaires à mettre en réserve ont été beaucoup trop complexes et le plafond fixé pour l'accumulation d'actifs trop faible (OCDE, 2009). Dans ces conditions, à la fin de 2008, ces fonds détenaient des réserves représentant moins de 2 % du PIB, malgré une poussée sans précédent des prix du pétrole. Le plafond concernant l'accumulation d'actifs dans les fonds de stabilisation pétroliers a été relevé temporairement en 2010 et 2011. Il faudrait au moins que ce plafond soit relevé de manière permanente, de façon que lorsque les prix du pétrole sont élevés un volant d'actifs financiers suffisant puisse être accumulé pour faire face aux imprévus dans les périodes à venir.

La présentation des comptes budgétaires sur la base des normes comptables nationales améliorerait la comparabilité avec les autres pays et faciliterait la mise en œuvre d'une règle budgétaire structurelle. Les opérations de financement sont aussi prises en compte dans la définition retenue actuellement par le Mexique du déficit budgétaire. Il serait plus facile d'apprécier la position conjoncturelle si le Mexique adoptait un cadre comptable nationale plus standard (encadré 1.1). Si le gouvernement présentait les comptes budgétaires sur la base des conventions comptables nationales, les opérations de financement proprement dites – y compris les transferts vers les fonds de stabilisation pétroliers et en provenance de ces fonds – seraient considérées comme telles. Les autorités ont déjà commencé de progresser dans ce sens, car une nouvelle loi sur la comptabilité publique visant l'intégration des conventions internationales a été adoptée à la fin de 2008. Elles s'attendent à ce qu'une série complète de données sur les comptes des administrations publiques soit disponible d'ici à 2013. L'Institut national de statistique (INEGI) a fourni un ensemble préliminaire de données sur les comptes publics fondées sur les conventions comptables nationales pour la période jusqu'à la fin de 2008. Ces comptes devraient être présentés sur une base régulière. Pour faciliter la communication durant la période de transition, le ministère des Finances devrait expliquer les raisons des différences avec sa propre présentation.

Même avec l'alignement des comptes nationaux sur les normes comptables nationales, le calcul des soldes budgétaires structurels reste un défi majeur. L'ajustement des recettes fiscales sur le cycle économique exige l'estimation de la production potentielle. La décomposition de la production observée en un élément tendanciel et un élément conjoncturel est particulièrement difficile pour les pays émergents, car il s'est avéré que les chocs économiques pouvaient y être très persistants (Aguilar et Gopinath, 2007). De même, l'estimation des prix tendanciels du pétrole, nécessaire pour déterminer les recettes pétrolières sur le cycle ou fixer un objectif durable pour le solde structurel non pétrolier, est une tâche compliquée. Enfin, l'élasticité des recettes fiscales par rapport à l'écart de production et des recettes pétrolières par rapport au prix du pétrole doit être calculée pour opérer les ajustements structurels. L'encadré 1.1 fournit une illustration simple de ce calcul du solde budgétaire structurel. Étant donné les grandes incertitudes entourant les estimations, les pouvoirs publics pourraient envisager de déléguer l'estimation de ces paramètres à des comités d'experts indépendants. L'expérience du Chili dans ce domaine a été très favorable (Ffrench-Davis, 2010 ; Corbo et al., 2010). Des comités d'experts ou des moyens simples et reproductibles de calculer les paramètres structurels amélioreraient la transparence, indispensable au renforcement de la crédibilité de la règle budgétaire.

#### Encadré 1.1. **Calculs du solde budgétaire structurel**

Une réflexion plus poussée sera sans doute nécessaire pour estimer de manière plus précise les élasticité des recettes budgétaires au cycle d'activité et au cycle des prix du pétrole et pour mettre en évidence les opérations transitoires en matière de revenu et de financement dans les données budgétaires mexicaines officielles, les calculs ci-après illustrent la façon dont le solde budgétaire structurel pourrait être estimé pour le Mexique. Algébriquement, ce solde peut être représenté comme suit :

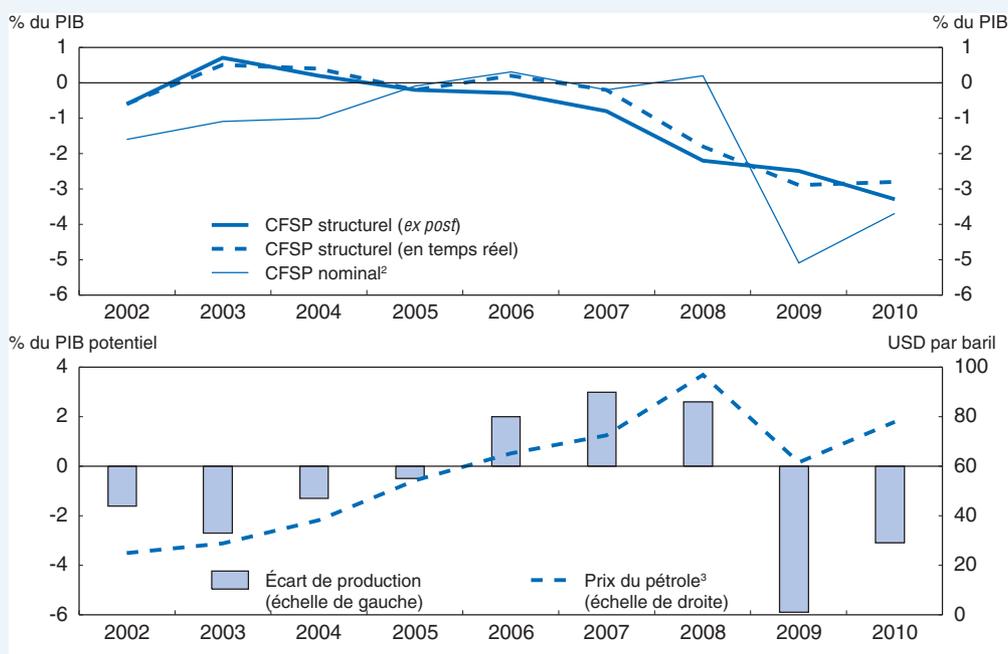
$$CAB = T(Y^* / Y)^{\eta_T} + R(P^* / P)^{\eta_R} - G$$

où  $T$  représente les recettes non pétrolières,  $Y^*$  le PIB potentiel,  $Y$  le PIB effectif,  $\eta_T$  l'élasticité des recettes budgétaires non pétrolières à l'écart de production,  $R$  les recettes pétrolières,  $P^*$  le prix du pétrole « structurel »,  $P$  le prix du pétrole effectif  $\eta_R$  et l'élasticité des recettes pétrolières à l'écart entre le prix effectif et le prix structurel du pétrole. Les dépenses ( $G$ ) sont censées ne pas être acycliques, compte tenu de la faiblesse des stabilisateurs budgétaires automatiques jouant du côté des dépenses au Mexique.

Daude et al. (2010) appliquent la méthodologie standard de l'OCDE (Girouard et André, 2005) pour estimer les élasticité des recettes budgétaires à l'écart de production. Ils constatent que la semi-élasticité du solde budgétaire à l'écart de production (en pourcentage du PIB) est de 0.12 environ, ce niveau étant utilisé pour les calculs actuels. Cette élasticité correspond au rapport des recettes non pétrolières au PIB, comme le suggère une règle empirique commune (Baunsgaard et Symansky, 2009). L'écart de production est tiré de la Base de données des *Perspectives économiques* de l'OCDE. Pour faire la distinction entre l'orientation budgétaire et l'écart entre le prix du pétrole effectif et le prix du pétrole « structurel » est obtenu au moyen d'un filtre Hodrick-Prescott.

Encadré 1.1. **Calculs du solde budgétaire structurel** (suite)

Une mise en garde importante concernant ces calculs du solde structurel tient au fait qu'il est difficile, sur la base des données budgétaires mexicaines officielles, de déterminer quelles sont les recettes purement transitoires, comme les importantes recettes tirées de la hausse du prix du pétrole en 2009. Par ailleurs, certains types d'opérations de financement sont comptabilisées du côté des recettes. Cela complique le calcul des recettes structurelles. Dans les calculs ci-dessus i) les recettes non pétrolières sont donc ajustées pour tenir compte des recettes non récurrentes, telles qu'elles ressortent des données budgétaires mexicaines officielles ii) les recettes pétrolières sont ajustées pour tenir compte des transferts nets aux fonds de stabilisation pétroliers. Les soldes budgétaires signalés dans le graphique 1.6 sont donc équivalents à la définition de la capacité de financement du secteur public figurant dans les données budgétaires mexicaines officielles. Bien que les ajustements opérés corrigent en partie les recettes non transitoires et les opérations de financement, il serait préférable de s'aligner sur les conventions comptables nationales pour la notification des données budgétaires, comme on l'a vu plus haut. Cela améliorerait la transparence et faciliterait grandement le calcul du solde budgétaire structurel.

Graphique 1.6. **Capacité de financement structurelle du secteur public**<sup>1</sup>

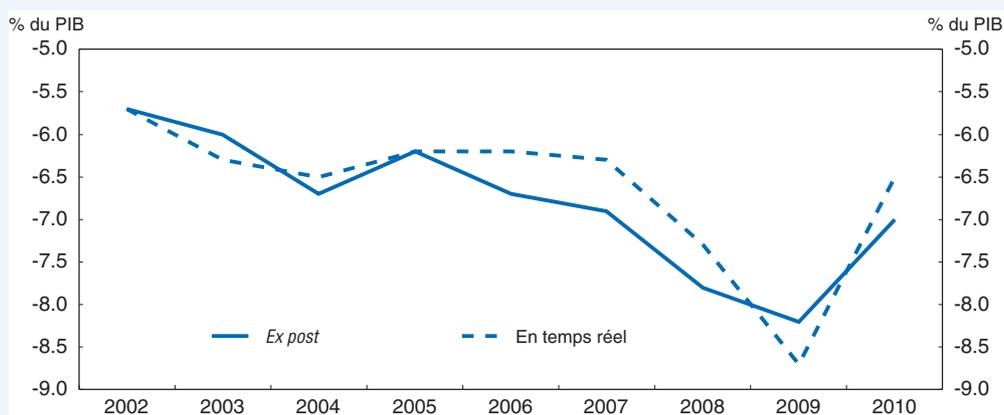
1. Capacité de financement du secteur public pour l'administration centrale et des entreprises publiques.
2. Défini ici comme le solde budgétaire, déduction faite des recettes non récurrentes et des transferts « nets » aux fonds de stabilisation pétroliers. Ces chiffres diffèrent légèrement de la définition de la CFSP dans les données budgétaires mexicaines officielles.
3. Prix spot du Brent.

Source : Ministère des Finances ; Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932383413>

Encadré 1.1. **Calculs du solde budgétaire structurel** (suite)

Le graphique 1.6 montre que la capacité de financement du secteur public a diminué régulièrement dans les années qui ont précédé la récession de 2008-09, malgré la reprise depuis la récession de 2001-03. Cette situation a tenu essentiellement à la diminution des recettes pétrolières structurelles imputable à la baisse des volumes de production et à l'augmentation des dépenses, notamment au titre des programmes sociaux. Si les pouvoirs publics avaient maintenu la capacité nette de financement du secteur public à son niveau de 2003 (environ 0.5 % du PIB), il aurait accumulé d'importantes économies budgétaires au cours de la période. La capacité structurelle de financement du secteur public hors secteur pétrolier (c'est-à-dire les recettes non pétrolières structurelles moins les dépenses totales, déduction faite des dépenses pétrolières) a représenté 8 % environ du PIB en 2009 (graphique 1.7), ce qui est semblable au chiffre indiqué au FMI (2011, tableau 2).

Graphique 1.7. **CFSP structurelle hors secteur pétrolier en termes nets**<sup>1</sup>

1. Administration centrale et entreprises publiques. Défini ici comme les recettes structurelles non pétrolières moins les dépenses totales plus les investissements de PEMEX.

Source : Ministère des Finances ; Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932383432>

Les règles budgétaires structurelles permettent simplement aux stabilisateurs automatiques de fonctionner librement. Pour assurer une flexibilité suffisante en cas d'importants chocs négatifs, le cadre budgétaire pourrait devoir inclure une clause échappatoire. D'après une étude du FMI, menée en 2009, seulement la moitié environ des pays ayant une règle budgétaire d'un type ou de l'autre ont été en mesure d'exercer une impulsion budgétaire contracyclique durant la récession de 2008-09 sur la base de leur cadre budgétaire existant (Ter-Minassian, 2010). Cette situation met en lumière l'importance de l'incorporation d'une clause échappatoire dans le cadre budgétaire, semblable à la clause actuelle des circonstances exceptionnelles, qui pourrait être invoquée en cas de conditions prédéterminées et transparentes ou suite à une décision d'un comité indépendant, par exemple pour faire face à une récession particulièrement rude ou à une catastrophe naturelle. Pour maintenir la crédibilité de la règle budgétaire, la clause échappatoire devrait être précisée, de même que le chemin du retour à la règle, une fois que la situation d'urgence a été surmontée (FMI, 2009).

Pour éviter de perdre une crédibilité durement gagnée, le calendrier de l'introduction d'une règle budgétaire structurelle revêtira une importance critique. Durant une période de ralentissement économique, l'introduction d'une règle budgétaire structurelle pourrait

être interprétée comme un assouplissement de la discipline, car l'ajustement budgétaire permet d'améliorer le solde budgétaire structurel par rapport au solde budgétaire général (encadré 1.1). Pour commencer, les autorités pourraient publier régulièrement des estimations du solde budgétaire structurel, tout en continuant d'adhérer à la règle d'un budget général équilibré. Le passage à une règle du solde budgétaire structurel pourrait donc intervenir durant une période de reprise économique, lorsqu'il ne risque pas de nuire à la crédibilité budgétaire.

Les réformes visant le renforcement des mécanismes d'aide à la population à faible revenu (chapitre 2) peuvent accroître la stabilisation budgétaire automatique, qui restera néanmoins à moyen terme moindre que dans la plupart des autres pays de l'OCDE. La stabilisation budgétaire automatique intervient par le biais d'une rigidité relative des dépenses publiques, avec une élasticité des recettes fiscales à la production égale à peu près à l'unité ; des mesures d'aide sociale (par exemple, l'indemnisation du chômage) ; et la progressivité des impôts sur le revenu (Blanchard *et al.*, 2010). Le renforcement des mécanismes d'appui à la population à faible revenu ou aux travailleurs qui perdent leur emploi, tel qu'envisagé dans le chapitre 2, améliorerait la stabilisation automatique<sup>2</sup>. Un tel renforcement du filet de sécurité sociale pourrait être particulièrement efficace pour stabiliser l'économie, en réduisant l'épargne de précaution des ménages ayant peu accès au crédit en période de ralentissement de l'activité (Cerdeira et Vergara, 2007). Cependant, à moyen terme, le rapport des recettes fiscales au PIB et la taille de du programme d'aide sociale resteront considérablement moindres que dans la moyenne des pays de l'OCDE, limitant ainsi la vigueur des stabilisateurs budgétaires automatiques.

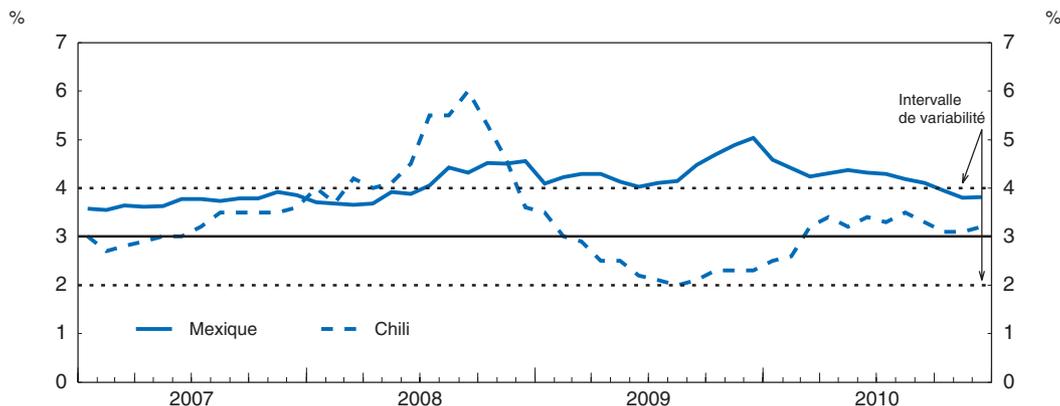
### ***Des mesures devraient être prises pour faciliter la conduite de la politique monétaire***

Le cadre de la politique monétaire est proche de celui prôné par la meilleure pratique internationale, mais les anticipations d'inflation sont restées ancrées avec persistance à l'extrémité supérieure de l'intervalle de variabilité prévu par la banque centrale autour de son objectif d'inflation (+/-1 point de pourcentage). La banque centrale est devenue indépendante en 1994 et les autorités ont adopté formellement un ciblage de l'inflation en 2001, dans le cadre d'un régime de taux de change flexibles, adopté en 1995. Cela a contribué à ramener l'inflation des prix à la consommation de taux supérieurs à 10 % dans les années 90 à 4½ pour cent entre 2003 et 2009. Durant la récession de 2008-09, la banque centrale a réagi au ralentissement de l'activité en réduisant le taux directeur, qui est revenu de 8.25 % à 4.5 % entre janvier et juillet 2009. Cependant, contrairement à d'autres pays de l'OCDE, la rapide progression de la capacité excédentaire dans la deuxième moitié de 2008 et la première moitié de 2009 n'a eu qu'un effet mineur sur les anticipations d'inflation (graphique 1.8). Un ralentissement plus rapide de la hausse des prix aurait en lui-même suffi à atténuer la contraction de la demande intérieure en dopant les revenus réels des consommateurs et en renforçant la compétitivité des entreprises mexicaines à l'étranger. En outre, cela aurait donné à la banque centrale davantage de marge de manœuvre.

Au Mexique, les prix des services font montre d'une très grande viscosité et d'une forte rigidité à la baisse. Utilisant des microdonnées sur les prix des différents biens et services dans des points de vente particuliers au cours de la période 2002-09, Ysusi (2009) montre que les prix des biens changent relativement fréquemment. Environ 35 % des prix dans les catégories de l'IPC appelés « produits alimentaires transformés » et « autres marchandises » varient chaque mois, alors que les prix des fruits et légumes frais (85 %) et de la viande (64 %) varient encore plus fréquemment. En revanche, les prix des services se modifient

Graphique 1.8. **Les anticipations d'inflation sont restées supérieures à la cible fixée comme objectif par la banque centrale**<sup>1</sup>

En glissement annuel



1. À un an.

Source : Banco de México et Banco Central de Chile.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932383451>

beaucoup moins fréquemment, puisque seulement entre 10 et 15 % de ces prix changent chaque mois. Bien que, dans les différents pays, les prix sont généralement plus rigides dans les services que dans le secteur manufacturier, le degré de viscosité des prix dans les services parait particulièrement important au Mexique, notamment plus important qu'au Brésil (Gouvea, 2007). En outre, les diminutions de prix sont très rares. Seulement 2 % des prix des logements, 1 % des prix de l'éducation et 4 % des prix des autres services (essentiellement le commerce de détail, les hôtels et restaurants, les transports et les télécommunications) diminuent chaque mois contre 14 % environ des prix des produits transformés et des autres marchandises.

L'efficacité de la politique monétaire pourrait être améliorée en éliminant les rigidités observées sur les marchés des produits. Cournède et al. (2005) montrent que des réglementations restrictives sur les marchés des produits et du travail ralentissent la réaction de l'inflation aux variations de l'écart de production dans un échantillon de pays de l'OCDE. D'après l'indice de la réglementation des marchés de produits mis au point par l'OCDE, cette réglementation est au Mexique parmi les plus restrictives de la zone OCDE. Les réglementations à l'entrée dans les industries de réseau, en particulier dans le secteur des services, pourraient être assouplies pour renforcer la concurrence. Le chapitre 3 examine des propositions précises. Il y aurait aussi avantage à revoir les mécanismes de fixation des tarifs administrés/réglementés, en particulier pour l'essence. Au Mexique, la part dans l'IPC des prix administrés (électricité, gaz naturel, essence) et réglementés (y compris les télécommunications et les transports publics) est de 15 % environ.

Des mesures devraient être prises pour ancrer les anticipations d'inflation plus fermement autour de l'objectif de la banque centrale de 3 %. Les rigidités observées sur les marchés des produits ont été l'un des éléments ayant limité sa marge de manœuvre en réduisant la réaction de l'inflation à la baisse de la demande. Mais, au début de la crise, le Mexique avait également un niveau d'inflation des prix et des anticipations supérieures aux objectifs fixés par la banque centrale. Si l'inflation a été supérieure à l'objectif dans beaucoup de pays de l'OCDE et d'économies émergentes au milieu de 2008 suite au choc mondial des prix des matières premières, l'inflation moyenne enregistrée au Mexique au cours de la période 2003-2008, à savoir 4.3 % environ, a été supérieure à l'objectif d'inflation

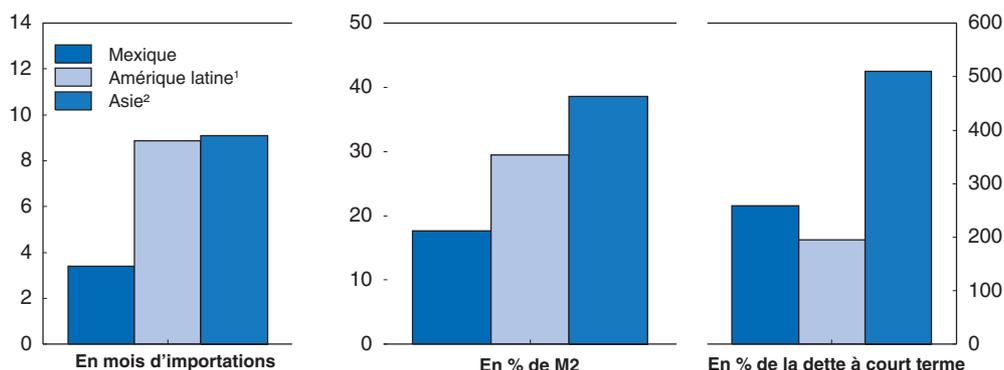
de la banque centrale (3 % +/-1 point de pourcentage d'intervalle de variabilité)<sup>3</sup>. L'estimation d'une fonction de réaction rétrospective de la politique monétaire sur la période 2001-08 amène à penser que la banque centrale réagit fortement aux variations de l'inflation, relevant le taux d'intérêt nominal de 3 points de pourcentage environ à long terme en réaction à un écart d'un demi-point de pourcentage de l'inflation par rapport à l'objectif (annexe 1.A1). Cela est concordant avec les estimations de Moura et Carvalho (2010). Il ressort par ailleurs des estimations de l'annexe 1.A1 qu'en prenant en compte l'écart d'inflation, la banque centrale ne réagit pas à l'écart de production. D'après la colonne 2 du tableau 1.A1.1, ce résultat s'explique par l'absence d'une réaction systématique des taux d'intérêt lorsque l'écart de production est dans les deux tiers supérieurs de sa distribution sur la période d'échantillonnage, alors que la banque centrale semble réduire le taux d'intérêt face à des reculs de l'écart de production lorsque celui-ci se situe dans le tiers inférieur de sa distribution<sup>4</sup>. Néanmoins, ces résultats doivent être interprétés avec prudence, notamment parce qu'ils découlent de l'estimation de formes réduites simples, que la période d'échantillonnage est relativement brève.

Le niveau des actifs en devises étrangères au Mexique avant la récession de 2008-09 était suffisant, d'après les règles empiriques classiques, mais inférieur à celui des autres marchés émergents. Les actifs en devises étrangères dans les réserves de la banque centrale couvraient 3.4 mois d'importations, contre 9 dans plusieurs autres pays émergents d'Amérique latine (graphique 1.9). Cependant, cela pourrait être moins un problème que dans d'autres pays, compte tenu de l'ajustement automatique des importations de biens intermédiaires qui est observé lorsque les exportations non pétrolières diminuent. D'après la règle de « Greenspan-Guidotti », qui exige que les actifs en devises couvrent la dette extérieure à court terme, ceux du Mexique étaient un peu excessifs et plus importants que dans les autres pays émergents d'Amérique latine : les réserves en devises couvraient 260 % environ de la dette extérieure nette contre 200 % dans plusieurs pays d'Amérique latine émergents à la fin de 2007. Obstfeld *et al.* (2010) avancent que la règle de « Greenspan-Guidotti » est trop étroitement ciblée sur les épisodes « d'arrêt soudain », c'est-à-dire un arrêt brusque des entrées de capitaux. Or une banque centrale soucieuse de limiter la dépréciation monétaire doit tenir compte du risque de fuites soudaines des capitaux. D'après Obstfeld *et al.* (2010), le montant total des engagements intérieurs du secteur bancaire, quelle que soit la devise dans laquelle ils sont libellés, doit être le facteur déterminant de l'accumulation d'actifs en devises. Si l'on retient leur point de vue sur l'accumulation des réserves en devises en calculant le rapport de ces réserves à la monnaie au sens large (M2), il apparaît que le niveau des réserves en devises du Mexique (18 %) était inférieur à celui des autres pays émergents d'Amérique latine (30 %). Il ressort d'une estimation d'une équation standard de la demande en devises que le niveau des réserves de change du Mexique en 2007 était inférieur à la moyenne conditionnelle des autres pays (60 % environ) une fois prises en compte plusieurs caractéristiques nationales, comme le régime de change ou l'ouverture financière (annexe 1.A2). Il convient de noter que les résultats de cet exercice ne permettent pas de déduire un niveau optimal de réserves, la moyenne conditionnelle pouvant dans une certaine mesure être déterminée par les pays qui accumulent des réserves pour des raisons non liées à des objectifs de précaution.

Le niveau relativement faible des actifs en devises étrangères a sans doute aussi pesé sur la réaction de la politique monétaire face à la forte contraction de la production. Durant la récession de 2008-09, les investisseurs sur les marchés émergents ont de plus en plus déplacé leurs portefeuilles vers des actifs situés dans les pays avancés, qu'ils jugeaient plus sûrs,

### Graphique 1.9. Réserves internationales à la veille de la crise économique mondiale

Fin 2007



1. Moyenne simple du Brésil, du Chili et de la Colombie.

2. Moyenne simple de la Chine, de la Corée, de l'Indonésie, de la Malaisie, de la Thaïlande et de Singapour.

Source : BRI-FMI-OCDE-Banque mondiale, Base de données du JEDH.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932383470>

contribuant ainsi à la dépréciation des monnaies des pays émergents. Si cette « fuite vers la qualité » a été préoccupante pour un large éventail de marchés émergents, elle a été encore plus inquiétante au Mexique où les investisseurs ont considéré que le niveau des actifs en devises étrangères disponibles était trop modeste. Outre les perspectives incertaines d'évolution de la production pétrolière et la faiblesse escomptée de la demande extérieure au cours des années à venir, ce phénomène a sans doute contribué à l'augmentation de la prime de risque au Mexique, qui a été plus importante que dans beaucoup d'autres marchés émergents, ce qui a limité la marge de manœuvre des politiques économiques. En utilisant des données concernant un éventail de pays avancés émergents, Obstfeld *et al.* (2009) montrent que les pays où les actifs en devises étrangères sont plus importants ont en général maintenu des taux de change plus stables durant la récession de 2008-09.

La banque centrale a accumulé des réserves en devises supplémentaires, notamment grâce à la conversion en pesos de recettes en devises de la PEMEX et à un nouveau mécanisme fondé sur des règles introduit en février 2010. En novembre, le niveau des réserves en devises s'était accru d'environ 20 milliards de dollars. Par ailleurs, le relèvement des plafonds fixés à l'accumulation d'actifs dans les fonds de stabilisation pétroliers et l'introduction d'une règle budgétaire structurelle devraient se traduire également par une accumulation plus rapide d'actifs en devises étrangères, qui pourront être utilisés pour faire face aux imprévus à l'avenir. Les modèles des réserves optimales (Jeanne et Rancière, 2006) amènent à penser que les coûts d'opportunité de la détention de réserves peuvent être importants. D'autres mécanismes d'assurance multilatérale devraient donc être envisagés. En particulier, les autorités devraient étudier la possibilité d'un regroupement des risques au moyen d'accords avec d'autres banques centrales (Becker *et al.*, 2007) ainsi que d'une assurance par le biais du FMI si des fonds sont mis à disposition sur une base permanente aux membres ayant des fondamentaux solides. Le Mexique a été un pionnier dans ce domaine et, en janvier 2011, il a obtenu du Fonds monétaire international qu'il porte de 47 milliards sur un an à 73 milliards sur deux ans le prêt de précaution accordé dans le cadre de la ligne de crédit flexible (LCF). L'autoassurance par le biais de l'accumulation de réserves comme l'assurance multilatérale par le biais d'accords internationaux dopèrent la confiance des investisseurs en temps de crises.

## Des réformes de la politique structurelle renforceraient la capacité de l'économie de faire face aux chocs

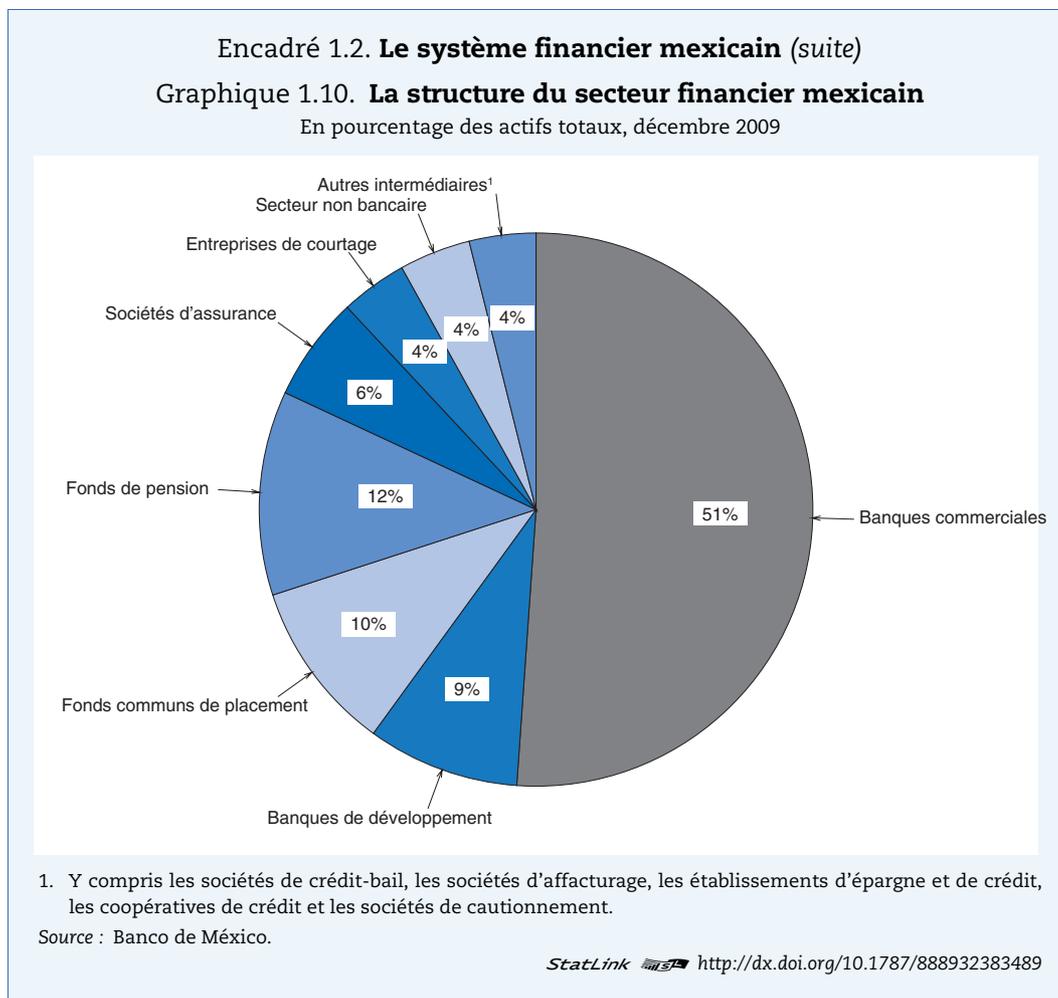
### **Des mesures devraient être prises pour réduire le caractère procyclique du système financier**

Le système financier mexicain a fait face relativement bien à la récession de 2008-09, mais le ralentissement du crédit a été plus prononcé que dans les autres pays de l'OCDE et dans les pays émergents d'Amérique latine. Dans une certaine mesure, la capacité de résistance du système financier mexicain (voir encadré 1.2 pour une vue d'ensemble) témoigne des améliorations apportées à la supervision et à la régulation prudentielles après la crise « Tequila » de 1994 : les normes minimales de fonds propres sont conformes aux règles internationales, l'assurance des dépôts a été transformée en passant d'une garantie générale à un système de couverture limité et le cadre institutionnel de surveillance financière a été modernisé (Conseil de stabilité financière, 2010). La forte rentabilité des banques mexicaines avant la récession de 2008-09 s'est traduite par la constitution d'importantes réserves et de marges de sécurité financière, qui ont aussi consolidé l'aptitude des banques mexicaines à absorber les chocs. Dans ces conditions, le soutien apporté par les pouvoirs publics au système financier a été limité et a consisté essentiellement en la fourniture de liquidités. Malgré la stabilité systémique, le ralentissement de la croissance du crédit a été plus prononcé au Mexique que dans les autres pays émergents et dans les pays développés (voir graphique 1.4).

#### **Encadré 1.2. Le système financier mexicain**

Le système financier mexicain est diversifié, mais dominé par d'importants groupes étrangers. Il comprend les banques commerciales, les fonds de pension, les banques de développement du secteur public, les banques d'investissement et les intermédiaires financiers non bancaires, entre autres (graphique 1.10). Les groupes étrangers sont présents dans la plupart des activités financières et dominent le secteur des activités bancaires commerciales, entrant pour 70 % environ dans l'ensemble des actifs bancaires. Le segment des activités bancaires commerciales est très fortement concentré, les trois établissements les plus importants représentant 55 % environ des actifs totaux. Les intermédiaires financiers non bancaires n'acceptent pas de dépôts et sont constitués par les *Sofoles*, qui se spécialisent dans une seule ligne d'activité, comme les prêts hypothécaires, et les *Sofomes*, qui peuvent opérer sur plusieurs fronts. Les institutions de microcrédit et d'épargne et de prêt (*Sociedades Financieras Populares* et *Cooperativas de Ahorro y Préstamos*) sont peu importantes en termes d'actifs financiers globaux mais pertinentes du point de vue de l'amélioration de l'accès aux marchés financiers des segments mal desservis de la population. Les banques de développement facilitent l'accès au crédit des entreprises et des ménages défavorisés et fournissent des fonds et des garanties aux institutions financières privées. Les banques commerciales, les banques d'investissement et les banques de développement sont supervisées par la Commission nationale des banques et des marchés financiers (CNBV) ; les sociétés d'assurance par la Commission nationale des assurances et des cautionnements (CNSF) ; et les fonds de pension par la Commission des fonds de pension (CONSAR). Le ministère des Finances est globalement responsable du développement et de la stabilité du système financier. La banque centrale a notamment pour mission de veiller à la stabilité du système financier. Les *Sofoles* et les *Sofomes* ayant des liens avec les banques commerciales sont actuellement supervisés par la CNBV, mais les autres institutions restent en dehors du périmètre des organismes de réglementation.

Encadré 1.2. **Le système financier mexicain (suite)**  
 Graphique 1.10. **La structure du secteur financier mexicain**  
 En pourcentage des actifs totaux, décembre 2009



L'amélioration continue de la réglementation et de la supervision financières sera particulièrement importante pour maintenir la stabilité financière tout en développant davantage les marchés financiers. L'approfondissement et la modernisation des marchés financiers mexicains peuvent avoir des retombées positives sur le plan de la croissance (Rajan et Zingales, 1998). En particulier, les petites et moyennes entreprises, y compris dans le secteur des services, bénéficieraient d'une amélioration de l'accès au crédit, comme on peut le voir ci-après.

La contraction relativement forte du crédit observée au Mexique par rapport aux autres pays de l'OCDE ou aux pays émergents durant la récession de 2008-09 a été due en particulier à un effondrement du crédit à la consommation. Si le ralentissement de crédit peut dans une certaine mesure traduire une diminution de la demande sous l'effet de la gravité de la récession qui a frappé le pays, il est clair que le durcissement des critères d'octroi de crédits a aussi joué un rôle. Le crédit à la consommation a commencé de se contracter en 2007, bien avant la diminution de la consommation privée. Par ailleurs, les autres pays qui ont souffert de fortes contractions de la consommation privée n'ont enregistré qu'un ralentissement modéré de l'expansion du crédit. Au Mexique, le crédit progressait à un rythme annuel moyen de près de 20 % (en termes réels) entre 2005 et 2007, essentiellement sous l'effet d'une expansion rapide du crédit à la consommation. Cette

expansion s'est accompagnée d'une dégradation des critères de garantie, qui a conduit à une hausse marquée des prêts non performants et à des provisions pour pertes sur prêts lorsque le cycle d'activité s'est retourné<sup>5</sup>. Ces pertes ont été gérables pour les banques grâce au volant important de réserves et de capitaux constitué avant 2007 mais ont certainement pesé sur l'activité globale de prêts des banques<sup>6</sup>. Dans les différents pays, les données empiriques montrent de façon claire que l'ampleur de la contraction du crédit durant la crise économique et financière mondiale de 2008-09 a été liée positivement à la taille de l'expansion intervenue avant la crise (Aisen et Franken, 2010).

Le développement d'un cadre macroprudentiel faciliterait la mise en évidence des vulnérabilités systémiques durant les périodes de forte expansion de l'économie et l'adoption en temps voulu de mesures correctrices. Le gouvernement met en place un Conseil de stabilité du système financier, ce qui est une mesure bienvenue dans le sens d'une coordination plus étroite entre les autorités financières<sup>7</sup>. Le Conseil aura pour mandat de mettre en évidence les risques systémiques et de recommander les politiques voulues aux organismes de surveillance. Au fil du temps, il serait utile d'établir des règles claires sur l'échange d'informations et de préciser les droits et obligations des organismes sectoriels de surveillance par rapport aux recommandations du Conseil. À court terme, il est possible de renforcer la coopération entre l'organisme de réglementation bancaire (CNBV) et la banque centrale concernant les tests de résistance des banques : malgré l'amélioration de la communication sur les résultats, les tests de résistance sont encore conçus séparément à la CNBV et à la banque centrale.

Des possibilités existent de développer encore les outils réglementaires contracycliques et d'améliorer les procédures de faillite bancaire. La CNBV est déjà passée d'une approche fondée sur les pertes encourues à une approche fondée sur les pertes escomptées pour ce qui est de la constitution de provisions pour pertes sur les crédits à la consommation. Elle prévoit d'adopter l'approche fondée sur les pertes escomptées pour les crédits hypothécaires et les prêts aux entreprises et aux municipalités dans les années à venir. En partant du principe d'une probabilité de défaillance indépendante du cycle d'activité, la nouvelle approche devrait réduire le caractère procyclique des provisions pour pertes sur prêts et améliorer les critères de garantie en période de reprise économique. La CNBV prévoit aussi d'introduire des normes de fonds propres contracycliques en plus des normes de fonds propres minimales actuelles. Il s'agit là également d'une mesure bienvenue vers une nouvelle réduction du caractère procyclique du crédit. Le ministère des Finances, la CNBV, la société d'assurance des dépôts (IPAB) et Banco de México travaillent aussi sur un projet de loi visant à améliorer les procédures de faillite bancaire, notamment en assurant une plus grande certitude juridique aux déposants et en rationalisant les procédures pour la liquidation des actifs. Cette loi limiterait les risques systémiques et les conséquences budgétaires des faillites bancaires.

Les pouvoirs publics pourraient devoir envisager de ramener les grands intermédiaires financiers non bancaires dans le périmètre de la réglementation et d'améliorer les informations sur leurs activités. Les *Sofoles* et les *Sofomes* se financent eux-mêmes essentiellement à l'aide de prêts contractés auprès des banques (80 %) et par l'émission de titres commerciaux sur la bourse mexicaine. Durant la récession de 2008-09, la solidité financière de ces institutions s'est fortement dégradée. Les financements se sont temporairement taris alors que les créances douteuses ont augmenté, notamment parce que l'activité de ces institutions est concentrée sur les entreprises et les ménages qui n'ont pas accès au système bancaire formel, ce qui a conduit à des risques de crédit importants.

Si les *Sofoles* et les *Sofomes* ne représentent que 3 % environ du total des actifs du système financier, l'exposition à ces institutions par le biais des prêts consentis ou des liens au niveau des fonds propres a vraisemblablement freiné l'activité de prêt des banques commerciales. Jusqu'ici, seuls les *Sofoles* et les *Sofomes* liés aux banques commerciales par le biais des fonds propres sont réglementés et surveillés par la CNBV. Les autorités envisagent d'établir un régime volontaire auprès duquel les autres *Sofoles* et *Sofomes* pourraient s'enregistrer. En outre, des normes réglementaires plus strictes seront peut-être nécessaires dans une partie du secteur. Une nouvelle loi a renforcé la réglementation des coopératives d'épargne et de crédit, notamment au moyen de la création d'une nouvelle caisse privée d'assurance des dépôts d'épargne des membres, ainsi que la surveillance, par le biais de l'agence de protection des utilisateurs de services financiers (CONDUSEF).

Les autorités devraient envisager d'adopter des règles plus strictes pour les prêts entre affiliés afin de réduire le risque de contagion financière par l'intermédiaire de banques étrangères. Cetorelli et Goldberg (2010) fournissent des données montrant que des chocs de financement négatifs affectant les banques mères des pays développés ont une incidence sur les filiales dans les pays émergents. L'effet de contagion de la banque mère à la filiale intervient par le biais d'une augmentation des emprunts auprès des filiales à l'étranger pour atténuer les pénuries de liquidités. Ce transfert interne de capitaux peut réduire l'offre de prêts de la filiale étrangère si celle-ci n'a pas accès à d'autres sources de financement. Au Mexique, l'organisme de réglementation bancaire a observé une augmentation des flux de liquidités entre banques mères et filiales étrangères durant la récession de 2008-09, mais pas d'une ampleur posant un risque systémique. Bien que le comportement de prêt des banques étrangères n'ait pas différé sensiblement de celui des banques nationales, les autorités devraient envisager de durcir les règles concernant les prêts entre affiliés afin d'empêcher les sorties de liquidités qui réduisent l'offre de prêts des filiales mexicaines lorsque la banque étrangère rencontre des difficultés. Actuellement, le plafond sur les prêts entre affiliés est fixé à 50 % du capital de la filiale mexicaine. La diminution de ce plafond devrait être soigneusement calibrée, car les avantages en termes d'amélioration de la capacité de résistance du système financier doivent être pesés par rapport à l'inconvénient que représenterait une réduction des incitations à l'investissement des banques étrangères.

Les autorités devraient aussi envisager de renforcer l'autonomie budgétaire et technique de l'organisme de surveillance bancaire. Le rôle relativement important des banques publiques de développement dans le système bancaire mexicain pourrait justifier que soit limité le poids du ministère des Finances dans la fixation du budget de la CNBV (Conseil de stabilité financière, 2010). Actuellement, c'est le ministère des Finances qui fixe le budget de la CNBV, bien que rien n'indique que ce ministère exerce des pressions sur la Commission, alors que l'absence de problèmes rencontrés par le système financier durant la récente crise financière internationale donne à penser que la réglementation et la surveillance ont été adéquates.

Les prêts des banques publiques de développement ont permis de donner une impulsion contracyclique au crédit durant la crise, mais les pouvoirs publics doivent maintenant envisager de se retirer de l'activité de prêts de caractère exceptionnel. Comme dans les autres pays d'Amérique latine (FMI, 2010), les banques publiques de développement ont fortement augmenté leurs prêts lorsque le système financier privé a été en partie gelé, leur activité dans ce domaine ayant augmenté de 40 % environ en termes réels entre septembre 2008 et décembre 2009 (ministère des Finances, 2010). Les banques

de développement publiques sont assujetties aux mêmes règles que les banques commerciales privées et sont surveillées par l'organisme de supervision bancaire. Mais la forte accélération de leur activité de prêt pourrait néanmoins fausser la concurrence dans les situations hors crise, avec d'importantes conséquences pour l'efficacité, car la garantie explicite de l'État donne à ces banques un avantage de financement par rapport aux banques privées et constitue un passif éventuel pour les finances publiques (Prasad, 2010). Les banques de développement devraient donc se retirer progressivement des opérations de prêt exceptionnelles. En particulier, les prêts directs aux segments du marché ayant un accès au crédit privé, comme le secteur automobile, le tourisme et les transports, devraient cesser lorsque la situation n'est plus critique. Ces opérations n'ont représenté, cependant, que 5 % du bilan total des banques de développement en 2009. En période hors crise, les banques de développement publiques devraient se focaliser sur des accords de cofinancement avec le secteur privé, par exemple par le biais de garanties de crédit, comme elles l'ont fait par le passé. Cela limiterait les risques pour les finances publiques et contribuerait au développement du secteur financier grâce à la diffusion de l'expertise des banques de développement au secteur privé, par exemple dans le domaine du financement de l'infrastructure en longue période (Armendáriz de Aghion, 1999 ; Levy Yeyati et al., 2004).

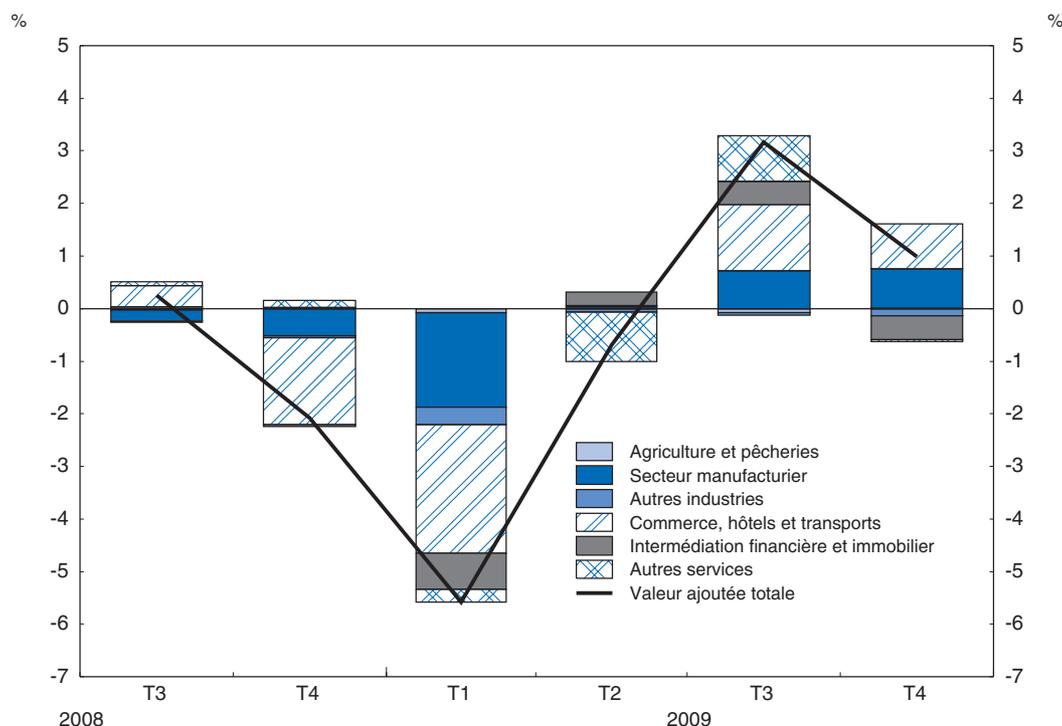
### **Des mesures devraient être prises pour stimuler l'expansion d'un secteur moderne des services destinés aux consommateurs**

L'une des clés de la réduction de l'instabilité macroéconomique sera l'amointrissement de la sensibilité aux chocs externes du secteur des services sachant que ce dernier représente plus de 60 % du PIB. De fait, le repli du PIB total pendant la récession de 2008-2009 est imputable à raison d'un tiers seulement à la chute de la valeur ajoutée dans le secteur manufacturier (graphique 1.11) et de deux tiers à la baisse de 6 % de la valeur ajoutée dans le secteur des services au premier trimestre 2009. Au Canada, où la taille du secteur manufacturier et la dépendance à l'égard des exportations des États-Unis sont du même ordre, le secteur des services résiste beaucoup mieux, ce qui explique le caractère moins marqué de la récession.

L'analyse des données factuelles montre que la forte synchronisation des cycles économiques du Mexique et des États-Unis s'explique pour partie seulement par les liens que matérialisent les exportations de produits manufacturés. Il n'est pas nouveau que le cycle économique du Mexique est étroitement en phase avec l'évolution de la situation économique aux États-Unis et cette corrélation est généralement attribuée à ces liens (Chiquiar et Ramos-Francia, 2004, 2008 ; Sosa, 2008). En effet, les fluctuations de la production industrielle aux États-Unis produisent des effets amplifiés sur la valeur ajoutée dans le secteur manufacturier au Mexique (encadré 1.3). Une hausse d'un point de pourcentage de la production industrielle aux États-Unis se traduit par une augmentation d'un point de pourcentage du PIB du secteur manufacturier au Mexique au cours du même trimestre et de plus d'un point de pourcentage au trimestre suivant<sup>8</sup>. L'observation montre toutefois également que la sensibilité du secteur des services mexicain aux évolutions survenant aux États-Unis est un facteur qui contribue à la synchronisation des cycles économiques. Sur la période 1996-2009, il apparaît qu'une hausse d'un point de pourcentage de la production industrielle aux États-Unis se répercute sur la valeur ajoutée dans le secteur des services mexicain à hauteur de 0.7 point de pourcentage pendant le même trimestre et de 1.1 point de pourcentage au cours du trimestre suivant

(graphique 1.12). Dès le deuxième trimestre suivant la hausse, ses effets de dissipent progressivement. On constate en revanche qu'au Canada, la valeur ajoutée dans le secteur des services ne réagit pas immédiatement aux soubresauts de la production industrielle aux États-Unis et que l'évolution pendant le trimestre suivant immédiatement la hausse est nettement moins marquée qu'au Mexique : lorsque la production industrielle gagne 1 point de pourcentage aux États-Unis, les répercussions sur la valeur ajoutée dans le secteur des services au Canada se chiffrent à environ 0.35 point de pourcentage seulement.

Graphique 1.11. **Croissance réelle de la valeur ajoutée par secteur d'activité**  
Par rapport au trimestre précédent, taux simples



Source : OCDE, Base de données des comptes nationaux.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932383508>

Au Mexique, les liens étroits existant entre le secteur manufacturier et celui des services ajoutent encore à l'instabilité de l'économie. La sensibilité de la valeur ajoutée dans le secteur des services mexicain aux variations des conditions économiques prévalant aux États-Unis semble être due en partie à l'étroitesse de ces liens. C'est ce qui transparaît à travers la manière dont le secteur des services mexicain réagit à un choc dans le secteur manufacturier : au Mexique, une augmentation d'un point de pourcentage de la valeur ajoutée dans le secteur manufacturier se traduit par une hausse immédiate de 0.4 point de pourcentage de la valeur ajoutée dans le secteur des services alors qu'au Canada, la réaction du secteur des services aux évolutions survenant dans le secteur manufacturier n'est pas statistiquement significative. Ce constat s'explique par le fait qu'au Mexique, le secteur des services est essentiellement porté par des activités fortement dépendantes du secteur manufacturier, comme les transports et le commerce de gros, alors qu'au Canada et dans la plupart des autres pays de l'OCDE, la part des services destinés aux consommateurs est beaucoup plus large (graphique 1.13).

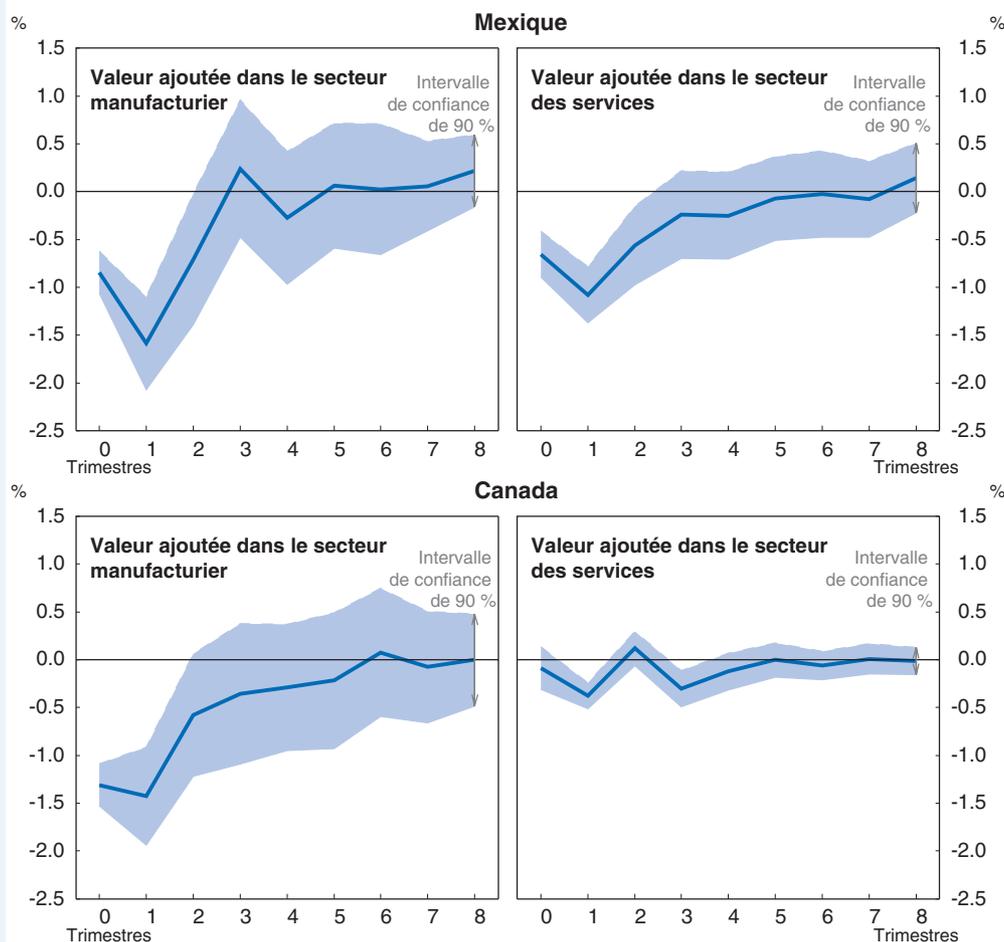
### Encadré 1.3. **Analyse d'autorégression vectorielle (VAR) de la propagation des chocs externes au Mexique et au Canada**

- **Justification** : Les deux pays entretiennent des liens du même ordre avec les États-Unis sur le plan des échanges commerciaux, de l'IDE et du système financier.
- **Spécification** :
  - ❖ L'échantillon couvre la période allant du premier trimestre 1996 au quatrième trimestre 2009. Le nombre de retards retenus est déterminé à l'aide du critère d'Akaike, qui suggère une longueur optimale des retards de quatre trimestres. L'hypothèse d'une racine unitaire dans les séries temporelles pour la valeur ajoutée dans le secteur manufacturier et dans le secteur des services ne peut pas être rejetée en appliquant un simple test de Dickey-Fuller augmenté. Par conséquent, toutes les variables sont transformées en différence première pour éviter les résultats de régression factices\*.
- Les fonctions de réponses à un choc représentées dans le graphique 1.12 correspondent à l'estimation d'une VAR portant sur un bloc exogène comprenant la production industrielle aux États-Unis, la valeur ajoutée dans le secteur manufacturier et dans le secteur des services au Mexique. La contrainte d'exogénéité imposée est que les évolutions dans les secteurs mexicains de la production manufacturière et des services n'aient pas d'incidence sur la production industrielle américaine, ce qui est obtenu en fixant à zéro les coefficients relatifs aux retards de la valeur ajoutée dans le secteur manufacturier et celui des services au Mexique dans l'équation de la production industrielle américaine. En outre, l'identification des fonctions de réponse à un choc nécessite d'imposer des contraintes à la corrélation simultanée entre les chocs. On y parvient en procédant à la décomposition de Cholesky simple suivante : la production industrielle américaine peut se répercuter en même temps sur la valeur ajoutée dans le secteur manufacturier et celui des services au Mexique, et la valeur ajoutée dans le secteur manufacturier au Mexique peut se répercuter sur la valeur ajoutée des services, mais pas l'inverse. Les tests de causalité de Granger confirment la plausibilité de ces hypothèses.
- **Robustesse** : Les fonctions de réponses à un choc indiquées ci-dessus résistent à plusieurs variations de la spécification type :
  - ❖ Inclusion d'autres déterminants de la valeur ajoutée dans le secteur manufacturier et le secteur des services : taux de change effectif réel, prix du pétrole, taux d'intérêt réel aux États-Unis.
  - ❖ Utilisation d'une variable de choc différente aux États-Unis : PIB, demande à l'importation, consommation privée.
  - ❖ Utilisation d'un échantillon différent : exclusion de la récession de 2008-09 de l'échantillon en se cantonnant à la période comprise entre le premier trimestre 1996 et le quatrième trimestre 2008.
  - ❖ Utilisation d'un ensemble différent de contraintes structurelles sur la matrice variance-covariance entre les chocs à la place d'une décomposition de Cholesky simple : contrainte de zéro pour la transmission directe des chocs provenant des États-Unis sur la valeur ajoutée dans le secteur mexicain des services. Cela réduit de 40 % la réponse de la valeur ajoutée dans le secteur mexicain des services à un choc venant des États-Unis, soit un résultat globalement conforme à la réponse directe estimée dans le modèle non contraint.

Encadré 1.3. **Analyse d'autorégression vectorielle (VAR) de la propagation des chocs externes au Mexique et au Canada (suite)**

Graphique 1.12. **Réponses du Mexique et du Canada aux impulsions résultant des chocs sur la production industrielle des États-Unis<sup>1</sup>**

Choc négatif de 1 % sur la production industrielle des États-Unis



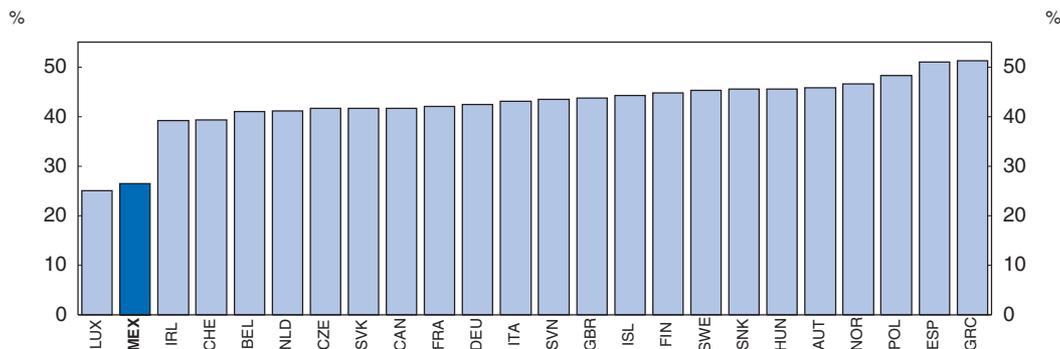
1. Réponse aux impulsions estimées à partir d'une analyse d'autorégression vectorielle portant sur un bloc exogène comprenant la production industrielle aux États-Unis, la valeur ajoutée dans le secteur manufacturier et la valeur ajoutée dans le secteur des services pendant la période allant du premier trimestre 1996 au quatrième trimestre 2009.

Source: INEGI ; Statistiques Canada ; OCDE, Bases de données des Perspectives économiques de l'OCDE.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932383527>

● **Conclusion :** La réponse du secteur manufacturier aux chocs provenant des États-Unis est comparable au Mexique et au Canada, mais le secteur canadien des services semble être mieux protégé.

\* Une racine unitaire pour la production industrielle américaine sur la période de l'échantillon est rejetée au niveau de signification de 1 %, ce qui exclut la co-intégration et l'estimation d'un modèle vectoriel à correction d'erreur (MVCE).

Graphique 1.13. Part des services destinés aux consommateurs dans la valeur ajoutée totale du secteur des services<sup>1</sup>2008<sup>2</sup>

1. Par services destinés aux consommateurs, on entend les services totaux moins le commerce de gros, le transport, le stockage et les communications, la finance, les assurances, l'immobilier et les services aux entreprises.
2. 2007 pour l'Irlande, la Belgique, le Canada, l'Allemagne, le Royaume-Uni, la Suède, la Hongrie, la Norvège et la Pologne.

Source : OCDE, Base de données STAN.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932383546>

Assouplir les réglementations dans le secteur des services qui restreignent la concurrence serait un moyen de stimuler le développement d'un secteur moderne des services destinés aux consommateurs. Selon l'indicateur ECTR de l'OCDE, qui donne une mesure de la réglementation dans les secteurs de services, le Mexique fait partie des pays dotés des réglementations les plus restrictives au sein de l'OCDE<sup>9</sup>. Il ressort du chapitre 3 que les barrières à l'entrée sont élevées dans un large éventail de secteurs de services, dont les télécommunications, le transport de passager et les banques de dépôt. Même si des améliorations importantes sont intervenues, d'autres mesures pourraient devoir être prises pour promouvoir la concurrence et la croissance dans ces secteurs. Assouplir ces réglementations selon les orientations tracées au chapitre 3 permettrait de relancer la croissance de la productivité et de favoriser l'alignement de l'offre de services au Mexique sur celle des autres pays de l'OCDE.

Au Mexique, les contraintes de crédit ont également été à l'origine du développement relativement modeste du secteur des services destinés aux consommateurs. Tornell *et al.* (2004), par exemple, estiment que dans ce pays, elles ont porté un préjudice particulièrement grave au secteur des services. Après la crise « Tequila » survenue en 1994, le resserrement des conditions financières a freiné l'investissement et la croissance dans le secteur des services tandis que le secteur manufacturier bénéficiait pour sa part d'apports financiers étrangers, notamment grâce à l'IDE. Même si le crédit a commencé de progresser fortement à compter de 2003, cette expansion s'est ralentie, en raison initialement de problèmes liés aux prêts à la consommation, puis de la récession.

Il est possible de renforcer les droits des créanciers. La loi sur les faillites a été réformée en 2001 et le Mexique se situe désormais relativement bien par rapport à d'autres marchés émergents pour ce qui concerne la souplesse des conditions de cessation de l'activité d'une entreprise<sup>10</sup>. Néanmoins, plusieurs traits caractéristiques de l'économie mexicaine expliquent que les créanciers éprouvent encore des difficultés à entrer en possession de biens affectés en garantie. Pour qu'ils puissent obtenir la saisie des garanties réelles, il faut qu'il existe des registres de propriété et un système judiciaire doté des

moyens de faire respecter la loi. Au Mexique, les registres de propriété ne sont pas adaptés : les particuliers qui consultent les dossiers ont accès aux fichiers originaux, de sorte qu'ils peuvent modifier les entrées ; nombre de cessions sont effectuées sans être enregistrées ; un même bien peut avoir de multiples propriétaires ; et les registres de propriété et les registres de la taxe foncière ne sont pas couplés, ce qui n'encourage guère les municipalités à effectuer les mises à jour (Haber, 2009). Pour améliorer cette situation, le ministère des Finances a créé en 2010 un registre des garanties de crédit, le *Registro Único de Garantías Mobiliarias* (RUG). Par ailleurs, lorsque les banques en arrivent à engager une procédure de saisie des biens affectés en garantie, celle-ci peut être retardée pendant longtemps par un *amparo* (ultime voie de recours au Mexique garantissant la protection des droits constitutionnels des individus). Le projet actuel d'établissements de tribunaux commerciaux spécialisés pourrait être un moyen de remédier à ce problème.

Les garanties et le respect des droits des créanciers sont des aspects particulièrement importants pour l'accès des entreprises au crédit. Les prêts aux entreprises reposent nettement plus sur le système juridique et le respect du droit que les prêts à la consommation et le microcrédit pour lesquels le risque de crédit est souvent couvert par la marge financière. Certains type de garantie utilisés pour les prêts aux entreprises (créances commerciales, machines et matériel, stocks) sont plus difficiles à isoler (notamment les créances commerciales), sont moins faciles à négocier sur les marchés secondaires (notamment les machines et matériels spécifiques à une entreprise donnée) ou perdent plus rapidement de la valeur (notamment les stocks de matières premières) que les biens immobiliers ou les biens de consommation durables, comme les voitures. De plus, il est plus difficile pour les organismes de crédit d'obtenir des informations sur les antécédents en matière de crédit dans le cas d'entreprises que de particuliers et ce, d'autant plus dans une économie où le secteur informel occupe une large place. L'évolution de la situation sur le plan de l'accès au crédit observée pendant la récession survenue en 2008 et 2009 corroborent cette analyse puisque l'accès au crédit est resté difficile pour les entreprises alors même que d'autres formes de crédit ont connu une véritable expansion. Les crédits commerciaux ont progressé de 1.4 % en moyenne en termes réels entre 2002 et 2007 ; dans le même temps, le crédit à la consommation a connu une croissance réelle moyenne de 35 %. Dans une étude portant sur 54 pays, Beck *et al.* (2005) observe que c'est au Mexique que la proportion des entreprises déclarant avoir subi des contraintes financières strictes est la plus élevée. Étant donné que les entreprises mexicaines appartenant au secteur marchand ont souvent accès à des financements étrangers – obtenus par l'intermédiaire de banques, de clients ou de fournisseurs (FMI et Banque mondiale, 2006) – c'est peut-être sur le secteur des services que la faible protection des droits des créanciers pèse particulièrement lourd. Pour encourager le développement, dans ce pays, d'un secteur des services destinés aux consommateurs qui soit moins dépendant du secteur manufacturier, les pouvoirs publics devraient donc mettre en œuvre avec diligence les mesures envisagées pour renforcer les droits des créanciers en modernisant la tenue des registres de propriété. Ils devraient aussi appuyer les mesures qui assurent que la saisie des biens affectés en garantie n'est pas indûment retardée par des recours en *amparos*.

L'intensification de la concurrence dans le secteur bancaire pourrait contribuer à assouplir les conditions des prêts aux petites et moyennes entreprises du secteur des services, à condition toutefois d'accorder toute l'attention voulue aux considérations ayant trait à la stabilité financière. Ces dernières années, plusieurs réformes ont été conduites au Mexique pour améliorer la transparence et la protection des consommateurs dans le

secteur bancaire (Chiquiar et Ramos-Francia, 2009). Dans le chapitre 3, les auteurs examinent comment les coûts de transfert de compte bancaire pour les consommateurs pourraient être encore abaissés afin de stimuler la concurrence. Les pouvoirs publics ont également agi du côté de l'offre pour revigorer la concurrence. Entre autres mesures, ils ont décidé de réduire les exigences de fonds propres pour les nouveaux entrants et d'autoriser les établissements financiers non bancaires, notamment les banques de niche et les *corresponsales bancarios*. Ils ont également libéralisé l'accès au système de règlements interbancaires grâce auquel les transactions entre établissements financiers sont liquidées. La discrimination pour l'accès aux systèmes de paiement de détail subsiste cependant. Ces derniers servent à liquider des transactions effectuées entre des particuliers et des entreprises, principalement à l'aide de chèques, de cartes de paiement et de transfert électroniques. Les grandes banques pouvant s'appuyer sur des réseaux étendus peuvent rendre l'accès à leurs systèmes de paiement plus coûteux pour leurs concurrents de taille plus modeste ou pour les nouveaux entrants en imposant des droits élevés. Les pouvoirs publics devraient donc continuer d'améliorer l'accès de toutes les banques aux systèmes de paiement de détail de façon à dynamiser la concurrence, ce qui devrait permettre de faire baisser les frais et le coût du crédit pour les entreprises comme pour les consommateurs. Parallèlement, ils devraient veiller avec tout le soin requis à préserver la stabilité du système financier. Bien qu'il n'existe pas de réponse tranchée à la question de savoir s'il y a lieu d'opérer un arbitrage entre concurrence et stabilité financière (Beck, 2008), les difficultés rencontrées par les établissements financiers non bancaires pendant la récession de 2008-09 montrent que des tensions peuvent se manifester entre les objectifs d'approfondissement financier et de stabilité financière.

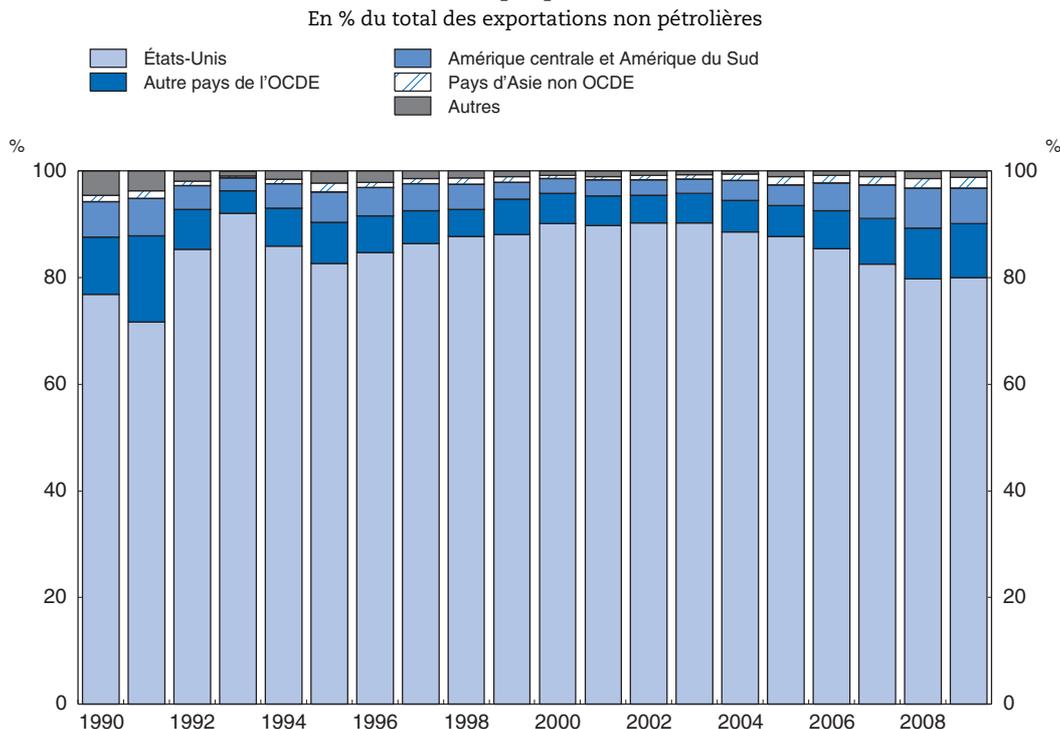
### **La politique commerciale pourrait viser à faciliter aux exportateurs l'accès à une palette plus large de marchés étrangers**

Les exportations, qui ont connu une forte expansion ces deux dernières décennies, sont principalement dirigées vers les États-Unis et composées de produits manufacturés, en particulier de produits assemblés au Mexique. Environ 80 % des exportations mexicaines vont vers les États-Unis (graphique 1.14) et environ 50 % des exportations de produits manufacturés mexicains sont fabriqués dans des *maquiladoras* (usines implantées dans des zones où les biens importés pour être intégralement réexportés sont exonérés de droits de douane) (Hanson, 2010). Ces usines importent (essentiellement des États-Unis) des composants qu'elles assemblent pour en faire des produits finis qui sont réexportés vers les États-Unis.

La spécialisation des exportations mexicaines est dans une large mesure déterminée par des facteurs géographiques et des avantages comparatifs. Compte tenu de la taille et de la proximité du marché américain, il n'est pas surprenant que les exportations mexicaines aillent pour l'essentiel vers les États-Unis (Feenstra, 2003). Les pays qui en sont encore à des stades précoces de leur développement économique ont aussi tendance à se spécialiser dans des exportations à valeur ajoutée relativement faible (Newfarmer et al., 2009). La plupart des pays asiatiques industrialisés ont amorcé leur développement industriel en pariant sur l'assemblage de biens destinés à l'exportation, avant de passer petit à petit à la fabrication d'équipement d'origine et au lancement de leurs propres marques. Le Mexique n'a pas encore opéré cette transition.

Le fait que les États-Unis se taillent la part du lion dans les exportations mexicaines et que le Mexique se soit spécialisé dans l'assemblage de biens destinés à l'exportation

Graphique 1.14. **La part des exportations non pétrolières destinées aux États-Unis demeure prépondérante**



Source : OCDE, Base de données des Statistiques du commerce international par produits de base.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932383565>

concourt à l'instabilité de la production. La propagation des fluctuations économiques des États-Unis vers le Mexique est un phénomène prononcé : l'observation donne à penser que les chocs affectant la production aux États-Unis se manifestent de façon amplifiée au Mexique (voir encadré 1.3). Pendant la récession de 2008-09, le PIB des États-Unis a enregistré un recul de 4 % entre son point le plus haut et son point le plus bas alors que le PIB mexicain a chuté de 8.5 %. Bergin *et al.* (2009) estiment que même à l'intérieur de branches strictement définies du secteur manufacturier, l'instabilité de la valeur ajoutée est deux fois supérieure au Mexique à ce qu'elle est aux États-Unis. L'une des raisons de cet écart réside peut-être dans le fait que les entreprises délocalisent vers le Mexique les segments du processus de production les plus faciles à déplacer, comme l'assemblage, et conservent aux États-Unis les moins faciles, comme les services du siège et les activités de gestion.

Il convient de réexaminer les mesures visant à renforcer la spécialisation commerciale du Mexique. Haddad *et al.* (2010) sont arrivés à la conclusion qu'accroître la diversification des exportations tant au niveau des produits que sur le plan géographique est un moyen de protéger un pays des chocs externes. Dans le cas du Mexique, il en résulte que l'intensification des exportations à destination d'un éventail plus large de pays et le remplacement des exportations de produits importés et assemblés sur place par des activités à forte productivité devraient permettre de réduire la vulnérabilité du pays face aux chocs externes se propageant depuis les États-Unis. Pour y parvenir, il faudrait promouvoir l'accès des exportateurs mexicains à un choix plus vaste de marchés étrangers offrant des conditions similaires à celles prévalant aux États-Unis ; et lever les obstacles à l'exportation dans divers secteurs, dont le secteur minier, l'énergie et les services.

À la fin de 2008, le Mexique a annoncé la mise en œuvre d'un programme ambitieux de réduction unilatérale des droits à l'importation sur la période 2009-13. Cette réduction unilatérale des droits de douane devrait se traduire par une baisse des droits moyens sur les produits industriels qui pourraient être ramenés de 10.4 % en 2008 à 4.3 % en 2013. Parce qu'il se traduira par une dynamisation de la concurrence et une baisse du coût des biens intermédiaires, l'abaissement unilatéral des droits de douane devrait contribuer à doper la compétitivité des exportations mexicaines. La diversification géographique exigera toutefois aussi que l'on facilite l'accès des exportateurs mexicains à un choix plus large de marchés étrangers.

Actuellement, ils bénéficient d'un accès en franchise de droits aux marchés des États-Unis et du Canada en vertu de l'Accord de libre-échange nord-américain (ALENA). Le Mexique a en outre signé des accords de libre-échange avec l'Union européenne et divers pays d'Amérique latine. De fait, ces accords peuvent avoir contribué au repli de la part des exportations mexicaines destinées aux États-Unis, laquelle est passée de 90 % environ au début des années 2000 à 80 % environ en 2009 (voir graphique 1.14). Au niveau mondial, les accords bilatéraux de libre-échange constituent une solution de second choix par rapport à la libéralisation multilatérale des échanges sachant que, dans une certaine mesure, ils entraînent une simple réorientation des flux d'échanges des pays non signataires vers les pays signataires (Carrère, 2006). Ils devraient permettre en revanche aux entreprises mexicaines de diversifier leurs destinations à l'exportation en plaçant d'autres pays sur un pied d'égalité avec les pays partenaires du Mexique qui sont partie à l'ALENA, ce qui devrait atténuer l'effet d'aimant qu'exercent sur les exportations mexicaines les États-Unis et le Canada. Le recul de la part des exportations mexicaines allant aux États-Unis donne à penser que cet effet a déjà sensiblement diminué. En termes de diversification des risques, les négociations en cours avec le Brésil et la Corée sont particulièrement d'actualité car il s'agit de deux économies à croissance rapide dont les cycles économiques sont de plus en plus corrélés avec celui de la Chine et de moins en moins liés à celui des États-Unis. Pour minimiser le déséquilibre des échanges, les pouvoirs publics pourraient en outre étudier la solution consistant à négocier avec des blocs commerciaux régionaux plutôt qu'avec des pays considérés isolément. Ils pourraient par exemple envisager d'engager des négociations avec le Marché commun de l'Amérique du Sud (MERCOSUR).

En améliorant la compétitivité des industries extractives, du secteur de l'énergie et des services, on se donnerait les moyens d'avancer à grands pas en direction de la diversification des exportations. Le potentiel d'exportation du Mexique dans les secteurs de l'énergie et des industries extractives est prometteur, mais la réglementation inadaptée et les conflits sociaux ont empêché le pays de l'exploiter pleinement. Dans le secteur de l'énergie, il est possible d'accroître la productivité des monopoles d'État que sont PEMEX (pétrole) et CFE (électricité), principalement en exécutant sans réserve les contrats autorisant PEMEX à payer ses sous-traitants en fonction de leurs résultats et à évoluer vers une séparation structurelle entre la production et le transport d'électricité, avec un opérateur indépendant gérant le réseau de transport dissocié du système demeurant aux mains de l'État (OCDE, 2007). Dans le secteur minier, l'exploitation du deuxième gisement de cuivre du monde a été bloquée pendant plusieurs années par un conflit social qui a pris fin vers le milieu de l'année 2010. Les exportations de services représentent une faible part du montant total des exportations du Mexique. Cette situation est due en partie au fait que certains services sont par nature non marchands, mais le constat que les exportations de

services (soit environ 6 % du total des exportations en 2008) est bien inférieure à la moyenne de l'OCDE (23 %) porte à considérer qu'une amélioration est envisageable. Certains pays richement dotés en produits minéraux ont accompli une transition réussie des exportations de produits minéraux au sens strict vers des exportations de services liés aux produits minéraux, notamment des services de prospection et d'ingénierie. Au Royaume-Uni par exemple, c'est dans les compagnies pétrolières et minières que l'on observe la plus forte intensité en exportation de services (Breinlich et Criscuolo, 2010). Les grands exportateurs de produits minéraux que sont l'Australie, le Brésil, le Canada et la Norvège figurent parmi les dix premiers exportateurs de services d'ingénierie. Cependant, ces services ne sont pas encore bien couverts par les règles de l'OMC. Tout en continuant de négocier activement la libéralisation des échanges au niveau multilatéral, l'administration mexicaine devrait veiller à ce que les accords de libre-échange comportent des engagements solides dans le secteurs des services.

## Conclusions

Le fait que le Mexique ne soit pas en proie à une crise budgétaire ou bancaire majeure en dépit de la puissance du choc causé par la crise économique et financière mondiale de 2008-09 atteste que les politiques macroéconomiques et les politiques des marchés financiers se sont améliorées ces deux dernières décennies. Néanmoins, d'autres réformes, tant sur le plan macroéconomique que structurel, contribueraient à réduire encore l'instabilité de la production. Modifier la règle budgétaire pour permettre l'accumulation de réserves d'actifs financiers plus confortables pendant les phases de reprise économique ou de flambée des prix du pétrole, tout en prenant des mesures pour diminuer la rigidité des prix, serait utile à cet égard. En ce qui concerne les politiques des marchés financiers, le projet du gouvernement mexicain de s'orienter vers une réglementation et une supervision macroprudentielles concourra à atténuer le caractère pro-cyclique du système financier. C'est en intensifiant la concurrence et en levant les barrières à l'entrée dans le secteur des services, qui représente désormais au Mexique la majeure partie de la valeur ajoutée, que l'on pourra stimuler le développement d'un secteur moderne et moins instable des services destinés aux consommateurs. Un processus de diversification géographique des échanges est en cours, mais la levée des obstacles à l'entrée sur un plus large éventail de marchés à l'exportation favorisera sans doute la diversification des exportations mexicaines et l'amoindrissement de la dépendance du Mexique à l'égard d'un seul partenaire à l'exportation.

### Encadré 1.4. Principales recommandations en vue d'avancer sur la voie de la stabilisation de l'économie

- Envisager d'adopter une règle budgétaire structurelle afin de constituer des réserves d'actifs financiers pendant les périodes d'expansion économique et de flambée des prix du pétrole et de se préparer aux défis budgétaires à long terme. Rendre permanente la suppression du plafonnement des actifs financiers accumulés dans le fonds de stabilisation pétrolier.
- Présenter les comptes publics selon les normes comptables nationales afin d'améliorer la comparabilité internationale.
- Poursuivre la constitution de réserves de changes en adoptant le mécanisme prévu fondé sur des règles.

#### Encadré 1.4. Principales recommandations en vue d'avancer sur la voie de la stabilisation de l'économie (suite)

- Faciliter la conduite de la politique monétaire en réduisant les rigidités sur les marchés du travail et des produits et en prenant des mesures pour ancrer plus fermement les anticipations d'inflation au niveau de l'objectif de 3 %.
- S'orienter vers une réglementation et une supervision macroprudentielles afin d'atténuer le caractère pro-cyclique du système financier.
- Adopter comme prévu des exigences minimales de fonds propres ayant un effet contracyclique.
- Faire en sorte que les banques de développement continuent de se retirer des opérations de prêt exceptionnelles afin d'éviter de fausser la concurrence dans le secteur bancaire.
- Soutenir le développement d'un secteur des services moderne et axé sur les besoins des consommateurs en abaissant les obstacles à l'entrée.
- Favoriser la diversification des exportations pour les mesures suivantes : faciliter l'accès des entreprises mexicaines à un plus grand nombre de marchés étrangers, notamment en concluant des accords commerciaux régionaux ; revoir les régimes fiscaux préférentiels en faveur de l'assemblage de biens destinés à l'exportation ; et lever les obstacles à l'exportation dans le secteur minier, l'énergie et les services.

#### Notes

1. Pour minimiser le poids des volumes et des prix estimés de la production pétrolière dans la règle du solde structurel non pétrolier, les pouvoirs publics pourraient compléter cette règle par un objectif en termes d'actifs nets. L'objectif de solde structurel non pétrolier serait ajusté périodiquement pour assurer sa compatibilité avec l'objectif en termes d'actifs nets.
2. Cela exigerait un ajustement des dépenses sur le cycle économique en vertu d'une règle budgétaire structurelle, car autrement toutes les fluctuations des dépenses seraient considérées comme structurelles, exigeant des changements compensatoires dans les recettes structurelles.
3. Cela peut être dû en partie aux chocs liés à la poussée des coûts observée au cours de cette période, notamment une hausse des tarifs de l'électricité en 2002 et la réforme fiscale de 2007, qui est entrée en vigueur en 2008.
4. La différence entre le coefficient du terme de l'interaction (écart de production \* faible écart de production) et le coefficient de (écart de production \* écart de production moyen) n'est pas statistiquement significative. La différence entre le coefficient du terme de l'interaction (écart de production \* faible écart de production) et le coefficient de (écart de production \* écart de production élevé) est statistiquement significative au niveau de 10 %.
5. Le rapport des prêts non performants aux provisions pour pertes sur prêts a atteint 25 % en novembre 2009.
6. Au plus haut de la forte expansion du crédit à la consommation, à la fin de 2007, ce crédit représentait une part importante des actifs bancaires (environ 10 %) et du total du crédit bancaire (environ 25 %).
7. Le Conseil sera dirigé par le ministère des Finances et comprendra des représentants de la Banque centrale, de la CNBV, de la CNSF, de CONSAR et de l'organisme d'assurance des dépôts.
8. C'est l'une des raisons pour lesquelles le Mexique se spécialise avant tout dans les segments du processus de production faciles à transférer, comme l'assemblage, alors que la gestion, les services du siège et les activités de R-D demeurent aux États-Unis (Bergin et al., 2007, 2009).
9. L'indicateur ETCR de l'OCDE recouvre les télécommunications, l'électricité, le gaz, les services postaux, les transports ferroviaires, le transport aérien de passagers et le transport routier de marchandises.

10. Dans l'édition 2011 des indicateurs « Doing Business » de la Banque mondiale (Banque mondiale, 2010), le Mexique se classe au 23<sup>e</sup> rang sur 183 pour la souplesse des conditions de cessation de l'activité d'une entreprise.

### **Bibliographie**

- Aguiar, M. et G. Gopinath (2007), « Emerging market business cycles: The cycle is the trend », *Journal of Political Economy*, vol. 115, pp. 69-102.
- Aghion, P., G.-M. Angeletos, A. Banerjee, K. Manova (2010), « Credit constraints and the composition of investment », *Journal of Monetary Economics*, vol. 57, pp. 246-265.
- Aisen, A. et M. Franken (2010), « Bank credit during the 2008 financial crisis: A cross-country comparison », *IMF Working Paper WP/10/47*, Fonds monétaire international, Washington, DC.
- Armendáriz de Aghion, B. (1999), « Development banking », *Journal of Development Economics*, vol. 58, pp. 83-100.
- Banco de México (2009), « Informe sobre la inflación – Abril-Junio 2009 », México, DF.
- Banque mondiale (2010), *Doing Business 2011: Making a difference for entrepreneurs*, Banque mondiale, Washington, DC.
- Blanchard, O., G. Dell'Ariccia, P. Mauro (2010), « Rethinking macroeconomic policy », *IMF Staff Position Note SPN/10/03*, Fonds monétaire international, Washington, DC.
- Baunsgaard, T. et Steven A. Symansky (2009), « Automatic fiscal stabilizers: How can they be enhanced without increasing the size of government? », *IMF Staff Position Note SPN/09/23*, Fonds monétaire international, Washington, DC.
- Beck, T., A. Demirgüç-Kunt et V. Maksimovic (2005), « Financial and legal constraints to growth: Does firm size matter? » *Journal of Finance*, vol. 60, pp. 137-177.
- Beck, T. (2008), « Bank competition and financial stability: Friends or foes? », *World Bank Policy Research Working Paper n° 4656*, Washington, DC.
- Becker, T., O. Jeanne, P. Mauro, J. Ostry et R. Rancière (2007), « Country insurance: The role of domestic policies », *IMF Occasional Paper n° 254*, Fonds monétaire international, Washington, DC.
- Bergin, P., R. Feenstra, G. Hanson (2007), « Outsourcing and volatility », *NBER Working Paper n° 13144*, Cambridge, MA.
- Bergin, P., R. Feenstra, G. Hanson (2009), « Offshoring and Volatility: Evidence from Mexico's Maquiladora Industry », *American Economic Review*, vol. 99, pp. 1664-1671.
- Breinlich, H. et C. Criscuolo (2010), « International trade in services: A portrait of exporters and importers », *CEPR Discussion Paper n° 7837*, CEPR, Londres.
- Carrère, C. (2006), « Revisiting the effects of regional trade agreements on trade flows with proper specification of the gravity model », *European Economic Review*, vol. 50, pp. 223-247.
- Cerda, R. et R. Vergara (2007), « Unemployment insurance in Chile: Does it stabilize the business cycle? » *Journal of Policy Modelling*, vol. 29, pp. 473-488.
- Cetorelli, N. et L. Goldberg (2010), « Global banks and international shock transmission: Evidence from the crisis », *NBER Working Paper n° 15974*, Cambridge, MA.
- Chiquiar, D. et M. Ramos-Francia (2004), « Bilateral trade and business cycle synchronization: Evidence from Mexico and United States manufacturing industries », *Banco de México Working Paper n° 2004-05*, Mexico, DF.
- Chiquiar, D. et M. Ramos-Francia (2008), « A note on Mexico and U.S. manufacturing industries' long-term relationship », *Banco de México Working Paper n° 2008-08*, Mexico, DF.
- Chiquiar, D. et M. Ramos-Francia (2009), « Competitiveness and Growth of the Mexican Economy », *Banco de México Working Paper n° 2009-11*, Mexico, DF.
- CONAPO (2006), *Proyecciones de la población de México 2005-2050*, Consejo Nacional de Población, México, DF.
- Conseil de stabilité financière (2010), « Country Review of Mexico », septembre 2010.
- Corbo, V., R. Caballero, M. Marcel, F. Rosende, K. Schmidt-Hebbel, R. Vergara et J. Vial (2010), *Primer Informe – Comité Asesor para el Diseño de una política fiscal de balance estructural de segunda generación para Chile*, Dirección de Presupuestos, Santiago.

- Cournède, B., A. Janovskaia, P. van den Noord (2005), « Sources of inflation persistence in the Euro area », *Document de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE* n° 435, OCDE, Paris.
- Daude, C., A. Melguizo, A. Neut, « Fiscal policy in Latin America: Countercyclical and sustainable at last? », *Document de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE* n° 291, OCDE, Paris.
- Edwards, S. (2007) (dir. pub.), « Capital Controls, Sudden Stops, and Current Account Reversals », dans : *Capital Controls and Capital Flows in Emerging Economies: Policies, Practices, and Consequences*, University of Chicago Press, Chicago.
- Fatás, A. (2002), « The effects of business cycles on growth », dans : N. Loyaza et R. Soto (dir. pub.), *Economic Growth: Sources, Trends and Cycles*, Banque centrale du Chili, Santiago, Chili.
- Feenstra, R. (2003), *Advanced International Trade: Theory and Evidence*, Princeton University Press.
- Ffrench-Davis, R. (2010), « Latin America: The Structural Fiscal Balance Policy in Chile: A Move Toward Counter-Cyclical Macroeconomics », *Journal of Globalization and Development* 1(1), article 14, Berkeley Electronic Press, Berkeley.
- FMI et Banque mondiale (2006), « Financial Sector Assessment – Mexico », Washington, DC, décembre 2006.
- FMI (2009), « Fiscal rules – anchoring expectations for sustainable public finances », *IMF Staff Paper*, Fonds monétaire international, Washington, DC.
- FMI (2010a), *Regional Economic Outlook: Western Hemisphere*, Fonds monétaire international, Washington, 2010.
- FMI (2011), « Mexico: Arrangement under the Flexible Credit Line and cancellation of the current arrangement – Staff Report; Staff Supplement; and Press Release on the Executive Board discussion », Washington, DC.
- Girouard, N. et C. André (2005), « Measuring cyclically adjusted budget balances for OECD Countries », *Document de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE* n° 434, OCDE, Paris.
- Gouvea, S. (2007), « Price Rigidity in Brazil: Evidence from CPI Micro Data », document non publié, Banque centrale du Brésil.
- Haddad, M., J. Lim, C. Saborowski (2010), « Trade openness reduces growth volatility when countries are well diversified », *Policy Research Working Paper* n° 5222, Banque mondiale, Washington, DC.
- Hanson, G. (2010), « Why isn't Mexico rich? », *NBER Working Paper* 16470, Cambridge, MA.
- Jeanne, O. et R. Rancière (2006), « The optimal level of international reserves for emerging market countries: Formulas and applications », *IMF Working Paper* 06/229, Fonds monétaire international, Washington, DC.
- Levy Yeyati, E., A. Micco, U. Panizza (2004), « Should the government be in the banking business? The role of state-owned and development banks », *Inter-American Development Bank Working Paper* n° 517, Washington, DC.
- Ministère des Finances (2010), *Informe sobre Evolución y Resultados de la Banca de Desarrollo*, Unidad de Banca de Desarrollo, Subsecretaría de Hacienda y Crédito Público, Mexico, DF.
- Moura, M. et A. de Carvalho (2010), « What can Taylor rules say about monetary policy in Latin America? », *Journal of Macroeconomics*, vol. 32, pp. 392-404.
- Newfarmer, R., W. Shaw, P. Walkenhorst (dir. pub.) (2009), *Breaking into New Markets*, Banque mondiale, Washington, DC.
- Obstfeld, M., J. Shambaugh, A.M. Taylor (2009), « Financial instability, reserves, and central bank swap lines in the panic of 2008 », *American Economic Review: Papers & Proceedings*, vol. 99, pp. 480-486.
- Obstfeld, M., J. Shambaugh, A.M. Taylor (2010), « Financial stability, the trilemma, and international reserves », *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 2, pp. 57-94.
- OCDE (2007), *Études économiques de l'OCDE – Mexique*, OCDE, Paris, septembre 2007.
- OCDE (2009), *Études économiques de l'OCDE – Mexique*, OCDE, Paris, juillet 2009.
- Prasad, E. (2010), « Financial sector regulation and reforms in emerging markets: An overview », *NBER Working Paper* n° 16428, Cambridge, MA.
- Rajan, R. et L. Zingales (1998) « Financial Dependence and Growth », *American Economic Review*, vol. 88, pp. 559-586.

- Ramey, G. et V. Ramey (1995), « Cross-Country Evidence on the Link Between Volatility and Growth », *American Economic Review*, vol. 85, pp. 1138-1151.
- Reis, R. (2009), « The Time-Series Properties of Aggregate Consumption: Implications for the Costs of Fluctuations », *Journal of the European Economic Association*, vol. 7, pp. 722-753.
- Sosa, S. (2008), « External shocks and business cycle fluctuations in Mexico: How important are US factors? », *IMF Working Paper WP/08/100*, Fonds monétaire international, Washington, DC.
- Sutherland, D., P. Hoeller, B. Égert, O. Röhn (2010), « Counter-cyclical Economic Policy », *Document de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE n° 760*, OCDE, Paris.
- Taylor, J. (1993), « Discretion versus policy rules in practice », *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* vol. 39, pp. 195-214.
- Ter-Minassian, T. (2010), « Preconditions for a successful introduction of structural fiscal balance-based rules in Latin America and the Caribbean: a framework paper », présenté lors du séminaire de la BID *Preconditions for establishing fiscal rules based on structural fiscal balances*, Washington, DC, juin.
- Tornell, A., M. Westermann, L. Martínez (2004), « NAFTA and Mexico's less-than-stellar performance », *NBER Working Paper n° 10289*, Cambridge, MA.
- Villafuerte, M., P. Lopez-Murphy et R. Ossowski (2010), « Riding the roller coaster: Fiscal policies of nonrenewable resource exporters in Latin America and the Caribbean », *IMF Working Paper 10/251*, Fonds monétaire international, Washington DC.
- Ysusi, C. (2009), « Consumer price behavior in Mexico under inflation targeting: A microdata approach », *Banco de México Working Paper n° 2010-09*, Mexico, DF.

## ANNEXE 1.A1

*Fonction de réaction de la politique monétaire*

Dans cette annexe on estime des fonctions rétrospectives de réaction de la politique monétaire. Pour se focaliser sur la période postérieure à l'adoption formelle par la banque centrale d'un ciblage de l'inflation mais antérieure à la récession de 2008-09, l'échantillon inclut des données mensuelles allant de janvier 2001 à septembre 2008. On estime les spécifications suivantes par les moindres carrés ordinaires :

$$r_t = \beta^0 + \rho r_{t-1} + \beta^\pi (\pi_t - \pi_t^*) + \beta^y y_t + \varepsilon_t \quad , \quad (1)$$

$$r_t = \beta^0 + \rho r_{t-1} + \beta^\pi (\pi_t - \pi_t^*) + \beta^{low} (y_t < y^{low}) y_t + \beta^{med} (y^{low} \leq y_t \leq y^{hi}) y_t + \beta^{hi} (y^{hi} < y_t) y_t + \varepsilon_t \quad , \quad (2)$$

$r_t$  est le taux directeur nominal,  $\pi_t$  est l'inflation des prix à la consommation sur les 12 mois précédents,  $Y_t$  est l'écart de production,  $\pi_t^*$  est l'objectif d'inflation,  $\varepsilon_t$  est le résidu de la régression et les termes  $\rho$  et  $\beta$  sont les coefficients à estimer. L'inflation des prix à la consommation est désaisonnalisée au moyen du programme X12 du Census Bureau des États-Unis. L'écart de production est calculé comme l'écart entre le logarithme de l'indicateur global de l'activité économique (IGAE) désaisonnalisé et sa tendance de long terme (obtenue par un filtre de Hodrick-Prescott). La Banque du Mexique est la source des données sur le taux directeur et sur l'inflation des prix à la consommation et l'institut statistique national (INEGI) produit l'indicateur global de l'activité économique.

La spécification (1) est une fonction de réaction de la politique monétaire standard, où la banque centrale réagit à la fois aux chocs d'inflation et de production. Le décalage du taux directeur est pris en compte pour refléter le lissage des taux d'intérêt. Le tableau 1.A1.1 rend compte des réactions à long terme des taux d'intérêt face à des variations des écarts d'inflation et de production. La colonne (1) montre qu'un écart d'un point de pourcentage de l'inflation par rapport à l'objectif qu'elle a fixé, satisfaisant ainsi au. Ces résultats sont semblables à ceux obtenus par Moura et Carvalho (2010) pour des spécifications similaires.

La spécification (2) estime la réaction de la banque centrale aux changements de l'écart de production à différents niveaux de cet écart. Plus précisément, elle estime la réaction du taux d'intérêt pour des écarts de production faibles (inférieurs au 33<sup>e</sup> centile), moyens (entre le 33<sup>e</sup> et le 66<sup>e</sup> centile) ou élevés (supérieurs au 66<sup>e</sup> centile). La colonne (2) du tableau 1.A1.1 montre que la banque centrale réduit le taux d'intérêt en réaction à un écart de production plus négatif lorsque celui-ci est « faible » : le coefficient relatif à l'interaction entre l'écart de production et une variable indicative d'un écart de production « faible » est positif et statistiquement significatif. Mais la banque centrale ne semble pas répondre à

des variations de l'écart de production lorsque celui-ci se situe à un niveau « moyen » ou « élevé », les coefficients relatifs aux autres termes de l'interaction n'étant pas statistiquement significatifs ;

Globalement, les résultats de l'estimation de ces fonctions de réaction de la politique monétaire indiquent que la banque centrale réagit vigoureusement à des écarts de l'inflation par rapport à l'objectif qu'elle a fixé. Si la réaction du taux d'intérêt aux variations de l'écart de production semble faible de manière générale, un certain assouplissement de l'orientation monétaire paraît intervenir lorsque l'écart de production devient fortement négatif. Bien que les résultats soient robustes à l'égard d'un certain nombre de changements de la période d'échantillonnage et de spécification, notamment la décomposition de l'écart de production en quintiles et non en terciles, de plus amples recherches sont requises pour déterminer s'ils résistent dans un cadre plus général. En particulier, les fonctions de réaction de la politique monétaire indiquées ci-dessus ne permettent pas de tirer des conclusions sur les préférences de la banque centrale, pour lesquelles un modèle d'équilibre général plus développé devrait être établi.

\* Les coefficients indiqués dans le tableau 1.A1.1 sont les coefficients de réaction à long terme  $\beta (1 - \rho)$ .

Tableau 1.A1.1. **Fonctions de réaction de la politique monétaire**<sup>1</sup>

Variable dépendante	Taux directeur	
	(1)	(2)
Écart d'inflation	2.983 (1.270)**	2.602 (1.053)**
Écart de production	0.424 (0.356)	
Écart de production * (Faible écart de production)	–	–1.539 (0.744)**
(Écart de production * (Écart de production moyen))	–	–0.230 (1.311)
Écart de production * (Écart de production élevé)		–268 (0.482)
N	93	93
R <sup>2</sup>	0.95	0.950

\*\* statistiquement significatif à 5 %, \* à 10 %. Écarts-types entre parenthèses.

1. Les spécifications incluent le premier décalage du taux d'intérêt directeur et une constante. Coefficients de réaction en longue période.

## ANNEXE 1.A2

*Équation de la demande de réserves de change*

Dans cette annexe, on estime une équation simple de la demande de réserves de change dans la ligne d'Obstfeld et al. (2010) pour un échantillon de pays avancés ou émergents sur la période 1995-2010.

Algébriquement, l'équation estimée est la suivante :

$$\ln(\text{Res}/\text{GDP}) = \beta_0 + \beta_1 * \text{TradeOpen} + \beta_2 * \text{AD} + \beta_3 * \text{SoftPeg} + \beta_4 * \text{Peg} + \beta_5 * \text{FinOpen} + \beta_6 * \ln(\text{M2}/\text{GDP}) + \varepsilon, \quad (1)$$

où *Res/GDP* est le rapport réserves/PIB (FMI, *Statistiques financières internationales*), *TradeOpen* est le rapport échanges/ PIB (Banque mondiale, *Indicateurs du développement dans le monde*), *AD* est une variable indicatrice pour les pays avancés (Obstfeld et al., 2010), *SoftPeg* et *Peg* sont des variables indicatrices pour le régime des taux de change (Obstfeld et al., 2010), *FinOpen* est une mesure du degré d'ouverture financière (Edwards, 2007) et *M2/GDP* est le rapport M2/PIB (Banque mondiale, *Indicateurs du développement dans le monde*). Les  $\beta$  sont les coefficients à estimer et  $\varepsilon$  est le résidu de la régression. On a omis les indices de pays et de temps pour simplifier les notations. Le tableau 1.A2.1 présente les résultats de l'estimation des variantes de l'équation (1) par MCO groupés.

Tableau 1.A2.1. **Équations de la demande de réserves de change**

Variable dépendante	ln(Res/GDP)		
	(1)	(2)	(3)
ln(TradeOpen)	0.682*** (0.045)	0.634*** (0.047)	0.424*** (0.050)
AD	-0.786*** (0.058)	-0.957*** (0.075)	-1.199*** (0.074)
SoftPeg	0.140** (0.060)	0.140** (0.058)	0.239*** (0.055)
Peg	0.297*** (0.080)	0.300*** (0.079)	0.265*** (0.074)
FinOpen		0.488*** (0.155)	0.897*** (0.151)
ln(M2/GDP)			0.407*** (0.043)
Constante	-4.800*** (0.186)	-4.924*** (0.184)	-5.960*** (0.200)
N	534	532	519
R <sup>2</sup>	0.57	0.59	0.66

\*\* statistiquement significatif à 5 % ; \*\*\* à 1 %. Écart-type entre parenthèses.

La colonne (1) exclut *FinOpen* et *M2/GDP* de l'équation d'estimation. Tous les coefficients ont le signe attendu et l'équation explique environ 57 % de la variation du rapport réserves/PIB. L'inclusion de *FinOpen* et de *M2/GDP* dans les colonnes (2) et (3) améliore l'ajustement de l'équation et montre que les pays relativement ouverts financièrement et relativement développés accumulent de plus grands coussins de réserves de change. Le rapport des réserves réelles/ prédites pour le Mexique est d'environ 55 % pour l'année 2007 et d'environ 70 % pour 2010 de manière concordante entre les différentes spécifications des colonnes (1) à (3).



Extrait de :  
**OECD Economic Surveys: Mexico 2011**

Accéder à cette publication :

[https://doi.org/10.1787/eco\\_surveys-mex-2011-en](https://doi.org/10.1787/eco_surveys-mex-2011-en)

**Merci de citer ce chapitre comme suit :**

OCDE (2011), « Des politiques macroéconomiques et structurelles contribuant à la stabilisation de l'économie », dans *OECD Economic Surveys: Mexico 2011*, Éditions OCDE, Paris.

DOI: [https://doi.org/10.1787/eco\\_surveys-mex-2011-4-fr](https://doi.org/10.1787/eco_surveys-mex-2011-4-fr)

Cet ouvrage est publié sous la responsabilité du Secrétaire général de l'OCDE. Les opinions et les arguments exprimés ici ne reflètent pas nécessairement les vues officielles des pays membres de l'OCDE.

Ce document et toute carte qu'il peut comprendre sont sans préjudice du statut de tout territoire, de la souveraineté s'exerçant sur ce dernier, du tracé des frontières et limites internationales, et du nom de tout territoire, ville ou région.

Vous êtes autorisés à copier, télécharger ou imprimer du contenu OCDE pour votre utilisation personnelle. Vous pouvez inclure des extraits des publications, des bases de données et produits multimédia de l'OCDE dans vos documents, présentations, blogs, sites Internet et matériel d'enseignement, sous réserve de faire mention de la source OCDE et du copyright. Les demandes pour usage public ou commercial ou de traduction devront être adressées à [rights@oecd.org](mailto:rights@oecd.org). Les demandes d'autorisation de photocopier une partie de ce contenu à des fins publiques ou commerciales peuvent être obtenues auprès du Copyright Clearance Center (CCC) [info@copyright.com](mailto:info@copyright.com) ou du Centre français d'exploitation du droit de copie (CFC) [contact@cfcopies.com](mailto:contact@cfcopies.com).