

Peut-on prédire les crises économiques?

Avec l'intégration des systèmes financiers des divers pays, les responsables ont moins de temps pour réagir en cas d'évolution rapide de la situation. Est-il possible de mettre en place des dispositifs d'alerte précoce pour les aider à anticiper l'apparition de problèmes sur les marchés des changes et dans les systèmes bancaires?

Sunil Sharma

PAR SUITE de la mondialisation des marchés de capitaux durant la dernière décennie, des revirements massifs de capitaux peuvent se produire de manière très rapide et raccourcir considérablement les délais dont les responsables disposent pour réagir. Du fait de cette situation et, dans une certaine mesure, des récentes crises européenne (1992), mexicaine (1994-95) et asiatique (1997-98), les chercheurs réexaminent les déterminants des crises cambiaires et bancaires et s'efforcent de concevoir des systèmes d'alerte afin de signaler l'imminence de difficultés sur les marchés des changes et dans les systèmes bancaires. L'absence de transparence des systèmes financiers, en particulier sur les marchés émergents, complique singulièrement leur tâche.

Déceler les crises

Dans un premier temps, il faut déterminer les caractéristiques d'une véritable crise, qu'elle soit cambiaire, bancaire, ou relève de ces deux domaines. Par exemple, si l'on dé-

finit une crise de change comme un accès de baisse accusée d'une monnaie, on exclut les cas dans lesquels la monnaie subit de fortes pressions, mais est défendue avec succès par les autorités, qui augmentent les taux d'intérêt, ou bien interviennent sur le marché des changes (ou encore combinent ces deux mesures). Ainsi, la définition d'une crise de change fait intervenir généralement des indices (qui peuvent varier selon les chercheurs) pondérant les variations respectives du taux de change, des réserves en devises et, le cas échéant, des taux d'intérêt à court terme. Il est toutefois possible qu'elle n'englobe pas toutes les situations de crise dans la mesure où, on l'a vu plusieurs fois, un pays confronté à des tensions sur le marché des changes peut réagir en instituant le contrôle des mouvements de capitaux.

Il est encore plus malaisé de quantifier les tensions du système bancaire que celles du marché des changes. La fragilisation des banques s'exprime généralement par la dégradation de la qualité des actifs. Or les données relatives aux actifs improductifs ne sont

pas toujours fiables et récentes. Même pour évaluer indirectement la qualité de ceux-ci, il faut disposer de renseignements sur les faillites, sur les engagements des intermédiaires financiers à l'égard des différents secteurs et sur l'évolution des prix de l'immobilier et d'autres actifs, renseignements généralement difficiles à obtenir dans beaucoup de pays en développement ou en transition. Comme en général on ne dispose pas des données nécessaires à cette évaluation, la détermination de la date des crises bancaires doit se fonder sur des événements tels que les fermetures de banques et les aides accordées par l'État pour soutenir ou racheter des institutions financières.

Identifier les indicateurs avancés

Après avoir établi que les caractéristiques d'une crise sont bien présentes, les économistes appliquent généralement deux types de méthodes empiriques pour identifier un faisceau de variables, d'«indicateurs avancés», que les dirigeants économiques peuvent utiliser pour prédire les crises cambiales et bancaires.

De nombreux chercheurs ont déterminé des indicateurs avancés en comparant le comportement d'une même variable avant la crise et en période normale. (Voir, par exemple, Frankel et Rose, 1996; et Fonds monétaire international, 1998). Une variable constitue un indicateur avancé utile si elle présente un comportement anormal avant une crise sans toutefois émettre de faux signaux d'alerte, annonçant une crise imminente, en période normale ou non agitée. Pour identifier un tel comportement, les chercheurs s'efforcent de concilier dans une certaine mesure deux objectifs : diminuer la probabilité de crises non prédites et celle de fausses alertes. Ces analyses à une seule variable d'un événement (étudiant séparément chaque facteur de crise) présentent l'avantage d'être relativement aisées et de ne pas enfermer les données dans des modèles contraignants. Toutefois, quand on dispose d'indicateurs multiples, il faut envisager de les combiner afin de pouvoir prédire les risques de crise. Les tentatives faites en ce sens n'en sont cependant qu'aux stades préliminaires (Kaminsky, 1998).

La seconde approche — qui utilise des modèles économétriques à «variable dépendante limitée» — consiste à estimer directement la probabilité d'une crise cambiale ou bancaire et à identifier les variables qui, statistiquement, aident à prédire les crises (Frankel et Rose, 1996). Cette approche offre l'avantage d'évaluer simultanément plusieurs indicateurs. Ceux qui sont statistiquement significatifs peuvent alors être utilisés pour calculer la probabilité de crise à un moment donné. Il convient cependant de relever que cette méthode a été employée avec des données annuelles et que, pour affiner ces indicateurs avancés, il serait nécessaire de disposer de nombreuses observations d'événements «rares» qualifiés de crises. Il ne suffit pas d'utiliser, par exemple, des données trimestrielles ou mensuelles. Bien que celles-ci puissent servir à affiner l'analyse de la dynamique de déclenchement des crises, les estimations exigent davantage de renseignements sur un plus grand nombre de ces événements riches d'enseignements que sont les crises. Or, dans le cas des crises cambiales et bancaires, une telle quantité de données n'est généralement pas disponible.

Les indicateurs avancés sont-ils utiles?

Quelle est la batterie d'indicateurs avancés de crises cambiales et bancaires qui devrait être la plus prometteuse? Étant donné que les méthodes appliquées, les périodes considérées et les pays étudiés diffèrent et que diverses définitions des tensions et des crises sont utilisées, il est difficile de comparer les résultats des différentes études et d'apporter une réponse claire à cette question. Cela dit, il est possible, sur la base de travaux récents (par exemple Kaminsky, Lizondo et Reinhart, 1998), de présenter des conclusions très préliminaires sur les indicateurs de vulnérabilité.

La surévaluation du taux de change réel, la croissance rapide du crédit intérieur, l'expansion du crédit au secteur public, l'augmentation du ratio monnaie au sens large/réserves en devises, l'accélération de l'inflation intérieure, le ralentissement de l'investissement direct étranger et la hausse des taux d'intérêt dans des pays industrialisés peuvent être autant de signes d'alerte, annonciateurs d'une crise de change. Les données empiriques indiquent aussi que d'autres éléments peuvent, dans une moindre mesure, servir d'indicateurs avancés d'une telle crise : le creusement du déficit commercial, l'augmentation du déficit budgétaire, la dégradation des résultats d'exportation et le ralentissement de la croissance du PIB réel. Toutefois, le déficit des transactions courantes et celui du budget ne semblent pas être considérés comme d'importants indicateurs (Milesi-Ferretti et Razin (1998) présentent un examen plus poussé des déficits des transactions courantes comme indicateurs de crise de change).

Les crises bancaires interviennent souvent après un afflux de capitaux courts, une rapide expansion du crédit intérieur — fréquemment à la suite d'une libéralisation financière insuffisamment supervisée par les directions des banques et les autorités de contrôle —, un ralentissement de l'activité économique réelle et une baisse de la bourse et du prix d'autres actifs. Les études de cas montrent que, bien souvent, la libéralisation qui ne va pas de pair avec le renforcement voulu de la réglementation contribue non seulement à créer les conditions d'une crise bancaire, mais aussi à en compliquer la solution.

Dans quelle mesure les modèles actuels (dont les estimations se fondent sur des données rétrospectives) permettent-ils de prédire des crises autres que celles de notre échantillon? Sur la base de données arrêtées à la fin de l'année 1996, ces modèles auraient-ils pu, par exemple, alerter les responsables sur la possibilité de remous du type de ceux qu'a connus l'Asie? Deux études — Berg et Patillo (1998) et Fonds monétaire international (1998) — s'efforcent de répondre à cette question en comparant les résultats donnés par différents modèles dans le cas des crises de change asiatiques de 1997-98. Ils concluent que, si les prévisions des modèles apportent effectivement des informations, ces résultats ne sont guère meilleurs que ceux d'une estimation approximative. Demirgüç-Kunt et Detragiache (1999), établissant leurs prévisions de crises bancaires à partir de données agrégées couramment disponibles, ont également obtenu des résultats mitigés. À cet égard, deux remarques s'imposent : la première, c'est que les modèles d'indicateurs avancés sont encore dans l'enfance et que les normes plus rigoureuses de communication de données que l'on commence à appliquer

aux institutions, notamment financières, contribueront peut-être à accroître l'utilité des modèles; la seconde, c'est qu'aucune agence de notation des emprunteurs souverains ou bancaires n'avait su prédire la vulnérabilité de nombreuses économies asiatiques et que toutes ont été surprises par l'arrivée de la crise et par son ampleur; il est donc improbable que des modèles simples permettent de voir venir les crises dans un avenir proche.

Il est difficile de prédire les crises

Il est bien connu que la genèse des événements économiques est fort difficile à établir. Si la théorie économique réussit assez bien à décrire les situations d'équilibre, elle fournit généralement moins d'informations sur la dynamique qui peut conduire d'un équilibre à l'autre. Il sera donc probablement encore plus difficile de prédire le moment où se produiront des événements rares, tels que les crises financières, qui dépendent parfois au plus haut point de variables difficiles à appréhender — comme les caractéristiques structurelles de l'économie du pays, son évolution institutionnelle et politique et les anticipations des acteurs nationaux et étrangers sur divers marchés. Surtout, le passage d'une situation de tension à une situation de crise résulte dans une large mesure du processus de décision et des décisions prises pour faire face à l'évolution. En général, il n'est pas possible de prendre en compte ces phénomènes dans un modèle économique. Il n'est donc pas surprenant que les modèles qui n'intègrent pas les réactions des décideurs n'aient guère obtenu de succès.

La rareté des données relatives aux périodes de crise freine considérablement les travaux des chercheurs qui veulent affiner les modèles d'analyse actuels décrivant ces événements dans le but de repérer des indicateurs avancés. Par exemple, ils sont contraints de supposer que les paramètres caractérisant le comportement de certaines variables, lors de la montée puis de l'installation de la crise, sont identiques dans le temps et dans l'espace. Étant donné la diversité institutionnelle des pays, les mutations intervenues au cours de la dernière décennie dans les systèmes financiers des pays industrialisés ou en développement et l'intégration mondiale croissante des marchés, ces hypothèses pourraient bien être invalidées. Pour certaines variables, les grandeurs acceptables différeront probablement dans l'espace, et peut-être aussi avec le temps dans un même pays. Le manque de données adéquates rend difficile, sinon impossible, de vérifier ces hypothèses.

Conclusion

Au bout du compte, cette quête des indicateurs de crise est peut-être vouée à l'échec d'emblée. En effet, si les modèles réussissaient à prédire les crises, ils les élimineraient du même coup — à supposer que les autorités prennent les mesures qui s'imposent dès qu'elles sont alertées. En outre, étant donné que la connaissance anticipée d'une crise offre normalement l'occasion de réaliser des profits, il est improbable qu'il existe un jour, sur des marchés efficients, un modèle permettant de prédire les crises.



M. Sunil Sharma est économiste principal à la Division Europe de l'Institut du FMI.

Les crises liées à la faiblesse des données fondamentales, qui rend l'économie vulnérable à des chocs négatifs, sont peut-être prévisibles. En revanche, les modèles économiques anticiperont sans doute moins bien les crises dues à une chaîne singulière d'événements ou à de purs effets de contagion, ou au fait que les technologies, les nouveaux instruments et les nouveaux modes d'opération des entreprises ont transformé les systèmes financiers de façon imprévisible, ou qu'une opinion largement partagée se révèle erronée. Dans les années 80, la crise de l'endettement qui a frappé l'Amérique latine a détruit le mythe selon lequel un emprunteur souverain pouvait toujours faire face à ses échéances. La crise du mécanisme de change européen de 1992 a montré que les pays, même industrialisés, qui ont un fort taux

de chômage peuvent préférer sortir d'un système de taux de change fixes plutôt que d'avoir à subir momentanément les conséquences de taux d'intérêt élevés. La crise mexicaine de 1994 a fait ressortir la vulnérabilité qu'entraînent un lourd endettement souverain extérieur à court terme en devises et la fragilité des banques. Enfin, la crise financière asiatique, bien qu'inextricablement liée à des phénomènes macroéconomiques et financiers intérieurs, a mis en lumière plus généralement les caractéristiques structurelles des systèmes financiers. Elle a révélé que les engagements à risques des institutions financières et des sociétés privées et les déséquilibres de leurs portefeuilles en devises pouvaient être aussi meurtriers que ceux du secteur public. Il nous faut donc mieux comprendre tant les événements à l'origine des crises du passé que ceux qui pourraient précipiter les crises dans un environnement financier international qui se transforme à un rythme rapide. **F&D**

Le présent article se fonde sur l'annexe III d'International Capital Markets: Developments, Prospects, and Key Policy Issues (Washington, Fonds monétaire international, 1998).

Références :

- Andrew Berg et Catherine Patillo, «Are Currency Crises Predictable? A Test», document de travail n° 98/154 du FMI (Washington, 1998).
- Asli Demirgüç-Kunt et Enrica Detragiache, «Monitoring Banking Sector Fragility: A Multivariate Logic Approach with an Application to the 1996–97 Banking Crises», document non publié du FMI (Washington, 1999)
- Fonds monétaire international, Perspectives de l'économie mondiale — Étude effectuée par les services du Fonds monétaire international, Études économiques et financières (Washington, mai 1998).
- Jeffrey Frankel et Andrew Rose, «Currency Crashes in Emerging Markets: An Empirical Treatment», Journal of International Economics, volume 41 (novembre 1996), pages 351–66.
- Graciela Kaminsky, «Currency and Banking Crises: A Composite Leading Indicator», document non publié du Board of Governors of the Federal Reserve System (Washington, 1998).
- _____, Saúl Lizondo et Carmen M. Reinhart, «Leading Indicators of Currency Crises», Staff Papers du FMI, volume 45 (mars 1998), pages 1–48.
- Gian Maria Milesi-Ferretti et Assaf Razin, «Current Account Reversals and Currency Crises», document de travail n° 98/89 du FMI (Washington, 1998).