


L'Oeil du cyclone

Comment mieux prévenir
et résoudre des crises
d'un genre nouveau.





COMME les météorologistes, les économistes se voient souvent reprocher leurs prédictions erronées. Ouvrez votre quotidien habituel et vous apprendrez, chaque jour, qu'une tempête financière se prépare ici ou là. Les économistes peuvent-ils mieux prédire ces crises afin que les autorités aient le temps de consolider leurs défenses, et ces turbulences doivent-elles être aussi destructrices?

Ce numéro de *Finances & Développement* présente une série d'initiatives nouvelles prises par les institutions financières internationales, et notamment par le FMI, pour éviter autant que possible l'irruption de crises financières ou les résoudre plus vite et d'une façon moins pénible. Ces crises, nées de la conjugaison de problèmes monétaires, bancaires ou d'endettement (voir encadré 1), ont plongé plusieurs économies de marché émergentes dans la tourmente depuis le milieu des années 90, de l'Asie de l'Est à l'Amérique latine en passant par la Russie et la Turquie. L'exode brutal et massif de capitaux qui les a marquées a montré que la mondialisation n'est pas sans risques. Dans beaucoup de pays en développement, les capitaux privés jouent aujourd'hui un rôle bien plus important, par rapport aux flux officiels, que dans le passé. Les interconnexions commerciales et financières se multiplient entre les économies, et les problèmes de financement extérieur ou les pressions sur les taux de change sont plus étroitement liés aux difficultés des entreprises ou des établissements financiers.

Beaucoup de ces crises d'un genre nouveau ont eu une gravité inattendue et ont pris les autorités par surprise. Cela a entraîné, au FMI et ailleurs, un réexamen des méthodes traditionnelles d'évaluation de la vulnérabilité des pays aux chocs économiques (voir encadré 2).

Le FMI a répondu à la crise en lançant une série de réformes destinées à consolider l'architecture du système monétaire et financier international — c'est-à-dire l'ensemble des règles et des institutions nécessaires à son fonctionnement — et a entrepris d'intensifier sa contribution à la prévention et à la résolution des crises financières. Il a également réexaminé divers aspects de ses conseils économiques et a entrepris de simplifier les conditions attachées à ses prêts afin de favoriser la prise en charge des programmes de réforme par les pays concernés.

Encadré 1

Crises monétaires, bancaires ou de la dette

On parle de *crise monétaire* lorsqu'une offensive spéculative entraîne une forte dévaluation de la monnaie attaquée, ou oblige la banque centrale à défendre celle-ci en procédant à des ventes massives de réserves ou en relevant fortement les taux d'intérêt. Certains analystes distinguent les crises «à l'ancienne» ou «lentes» des crises «nouvelles». Les premières culminent après une période de dérapage des dépenses et d'appréciation réelle de la monnaie qui fragilise le compte de transactions courantes, dans le contexte souvent d'un strict contrôle des mouvements de capitaux, et se terminent par une dévaluation. Les secondes sont liées aux craintes des investisseurs quant à la solidité des bilans de pans entiers de l'économie (secteur public ou privé), qui peuvent déclencher très vite, dans des marchés financiers déréglementés et intégrés, des tensions sur les taux de change.

Les *crises bancaires* surviennent lorsqu'une crise de confiance du public ou la faillite (avérée ou imminente) induit une banque à suspendre la convertibilité interne de ses engagements ou force l'État à intervenir pour empêcher cela en apportant un soutien financier massif. Les crises bancaires tendent à être plus longues que les crises monétaires et ont des effets plus graves sur l'activité. Rares dans les années 50 et 60 en raison du contrôle des capitaux et des marchés financiers, elles sont devenues plus communes dans les années 70, allant souvent de pair avec les crises monétaires.

Enfin, on parle de *crise de la dette* lorsqu'un emprunteur fait défaut ou que les prêteurs, convaincus que la cessation de paiement est probable, n'accordent plus de nouveaux prêts et liquident ceux qui existent. Ces crises peuvent toucher la dette commerciale (privée) ou souveraine (publique). Si l'on s'attend à ce que le secteur public cesse d'honorer ses obligations, cela risque d'entraîner une chute brutale des entrées de capitaux privés et une crise des changes.

Pour étayer cette nouvelle approche, le FMI a étoffé sa panoplie d'instruments en créant des systèmes d'alerte rapide fondés sur des techniques économétriques et d'autres méthodes d'évaluation des informations. Une fois ces outils affinés, il faudra traduire la sagesse ainsi accumulée en conseils pertinents et persuader les autorités qu'il est dans leur intérêt de les suivre. Peut-on convaincre les économies de marché émergentes de profiter des périodes fastes pour consolider leurs défenses en prévision des temps difficiles? Le FMI et le système international en général sont-ils en mesure d'apporter un soutien mieux adapté et plus efficace aux pays frappés par les crises, et de le faire sans inciter ces derniers à relâcher leur travail de prévention?

Consolider les défenses

Le présent numéro s'ouvre sur un tour d'horizon des efforts de prévention des crises. Le premier article passe en revue les différentes façons d'évaluer les dangers. Il importe en particulier de mieux connaître les risques potentiels en examinant régulièrement la vulnérabilité des pays aux chocs extérieurs et aux volte-face des marchés compte tenu de la politique conduite et des défenses mises en place. Le FMI s'efforce, depuis quelques années, de suivre de plus près les facteurs de vulnérabilité dans chaque pays et, depuis le milieu de 2001, il fait un point régulier (pour son propre compte) sur la vulnérabilité à l'échelle mondiale à partir de données diverses étayées par des analyses et des interprétations d'experts.

Dans le cadre de ses travaux sur les indicateurs de vulnérabilité, le FMI s'est interrogé sur le niveau et la structure d'une dette viable («La dette : quand est-elle excessive?»). Accumuler plus de dettes qu'on ne pourra en honorer dans une conjoncture défavorable, c'est ouvrir la voie à une crise dont le coût économique et social sera lourd. Les travaux sur la viabilité de la dette aident le FMI à conseiller les pays membres sur l'opportunité d'emprunts supplémentaires et à identifier les cas exceptionnels où une restructuration de la dette s'impose.

L'amélioration de la collecte des données et l'utilisation d'autres outils pour juger de la santé des économies aident le FMI à suivre les risques liés aux bilans (voir «Tout est dans le bilan»). La fragilité des bilans du secteur public ou privé a empêché beaucoup des pays touchés par les crises récentes à faire face aux chocs extérieurs (modification des termes de l'échange, volte-face des marchés). L'identification des facteurs en cause (asymétrie des échéances ou des monnaies de libellé des avoirs et engagements, poids de la dette, faiblesse du volant de réserves) et l'analyse des autres indicateurs peuvent aider les autorités à décider des mesures à prendre pour résoudre ou éviter une crise.

Préparer la riposte

Que faire si, comme cela semble inévitable, les crises éclatent? Dans un autre article, «Surmonter les crises», nous examinons les efforts engagés pour résoudre plus efficacement les crises. Les temps ont changé, de même que la situation typique des pays en crise. Outre l'importance accrue des flux de capitaux privés, les entreprises et le secteur public dépendent aujourd'hui beaucoup plus des financements

Les crises financières : différentes et pourtant similaires

Depuis 1994, une série de crises financières graves ont secoué les économies de marché émergentes, de l'Europe (Russie, Turquie) à l'Asie (Corée, Indonésie, Malaisie, Philippines, Thaïlande) en passant par l'Amérique latine (Argentine, Brésil, Uruguay). Différentes à bien des égards, ces crises n'en présentent pas moins des points communs.

La plupart d'entre elles sont nées d'un déséquilibre économique ou financier insupportable (grave déficit extérieur courant ou budgétaire, asymétrie entre les avoirs et engagements de sociétés financières ou non financières). Ce déséquilibre est souvent associé à une hausse intenable des prix des actifs (envolée des cours des actions ou de l'immobilier) ou à une surévaluation de la monnaie.

On peut classer ces crises selon leur origine (secteur public ou privé, bancaire ou industriel et commercial), la nature des déséquilibres (les déficits extérieurs courants ou budgétaires étant des déséquilibres de flux, l'asymétrie des avoirs et engagements, un déséquilibre de stocks), ou l'horizon temporel du problème posé, la crise pouvant être liée aux besoins de financement à court terme de l'emprunteur ou à sa capacité de remboursement à plus long terme (crises de liquidité ou de solvabilité).

La distinction entre ces catégories n'est toutefois pas tranchée. Ainsi, les déséquilibres d'un secteur se reflètent souvent dans la fragilité d'un autre, les problèmes de flux persistants finissent par se transformer en déséquilibres de stocks, et les problèmes de liquidité peuvent entraîner très vite l'insolvabilité. Qui plus est, les crises nées dans un secteur ne tardent pas, souvent, à se propager à d'autres via les liens entre les bilans (une banque peut détenir des obligations d'État ou des créances sur les entreprises devenues improductives) et la chute des prix des actifs (y compris la dépréciation monétaire).

Origine des crises. Contrairement à la plupart des autres, les crises asiatiques de 1997-98 proviennent des déséquilibres du secteur privé. La situation budgétaire — au cœur des problèmes de la Turquie (1994) ou de la Russie et du Brésil

(1998) — était saine dans la plupart des pays d'Asie, où le secteur public était peu endetté. En outre, les déséquilibres externes, mesurés par le déficit extérieur courant — très élevé en Thaïlande — ne résultaient pas d'une consommation excessive comme au Mexique en 1994, mais plutôt d'un essor intenable de l'investissement, accompagné souvent par une bulle de l'immobilier.

Nature des déséquilibres. Les déséquilibres de flux, sous forme de déficit extérieur courant ou budgétaire persistant, sont très fréquents avant les crises. Cependant, la Corée et l'Indonésie ont montré qu'une crise peut éclater même si la balance courante ou le budget ne sont pas franchement déséquilibrés. La vulnérabilité de ces pays tenait davantage à l'asymétrie des échéances et des monnaies de libellé des avoirs et engagements d'entreprises très tributaires des financements extérieurs à court terme (par rapport aux emprunts intérieurs à long terme et au financement par actions). Ce type de carences peut perdurer des années durant et n'apparaître au grand jour que lorsque le pays subit un choc, ses créanciers refusant alors de lui accorder de nouveaux concours ou de reconduire les prêts et déclenchant une crise.

Horizon temporel des problèmes de remboursement. Les risques de crise de liquidité sont importants lorsque l'emprunteur accuse une dette à court terme (accompagnée de dettes à moyen et long terme exigibles à court terme) lourde par rapport à ses liquidités, et en particulier à ses réserves de change. Ce ratio s'est révélé un excellent indicateur de crise, puisqu'on notait sa fragilité (plus ou moins prononcée selon le pays) dans toutes les crises récentes. De même, le risque qu'un problème de liquidité ne conduise à l'insolvabilité est plus grand dans les pays dont la dette extérieure est élevée par rapport aux exportations ou au PIB, ce qui était le cas en Russie (1998) et en Argentine (2001). Dès qu'il semble douteux que le pays pourra assurer le service de sa dette, la crise monétaire est difficile à éviter, et la dépréciation qu'elle déclenche affectera la solvabilité des emprunteurs intérieurs qui ont des engagements en devises.

obligataires que des prêts bancaires. Depuis 1980, les émissions obligataires brutes des économies de marché émergentes ont augmenté en moyenne de 25 % par an, soit quatre fois plus vite que les prêts bancaires consortiaux. Cela signifie que les créanciers privés sont de plus en plus nombreux, plus anonymes et plus difficiles à coordonner, et qu'ils risquent moins d'entretenir des relations commerciales durables avec les pays auxquels ils prêtent.

La communauté internationale s'efforce de s'ajuster à cette nouvelle donne en établissant des «règles du jeu» qui permettent de préserver l'activité économique des pays emprunteurs et la valeur des actifs des créanciers, tout en gardant la souplesse nécessaire pour traiter chaque crise cas par cas. L'accent sera mis, autant que possible, sur les solutions volontaristes axées sur le marché et sur les mesures à

prendre pour assurer qu'en cas de défaillance généralisée, le secteur privé supporte sans attendre les pertes inévitables. L'un des projets repose sur l'insertion de clauses d'action collective dans tous les contrats obligataires en devises afin de limiter le risque que quelques créanciers puissent s'opposer à un règlement global. Le FMI propose, quant à lui, un mécanisme de restructuration de la dette souveraine permettant une réorganisation rapide et définitive de ces dettes en collaboration avec les créanciers. D'autres initiatives visent à renforcer les moyens dont le FMI dispose pour faire face aux crises en affinant sa politique d'accès à des montages financiers de grande ampleur, à réviser les règles de prêt aux pays qui ont des arriérés de paiements envers leurs créanciers extérieurs privés et à refondre les mécanismes de financement du FMI. **F&D**