

Tout est dans le bilan

Christian Keller, Christoph Rosenberg, Nouriel Roubini et Brad Setser

Les faiblesses des bilans du secteur public et du secteur privé pourraient être le signe annonciateur d'une crise.

L'AMPLEUR des crises des comptes de capital dans les années 90 et la dévastation qu'elles ont laissée dans leur sillage ont anéanti tout sentiment de complaisance que les experts économiques et financiers pouvaient avoir quant à leur capacité d'évaluer correctement la santé financière d'un pays en se fondant seulement sur l'analyse habituelle des variables de flux : PIB annuel, comptes des transactions courantes, soldes budgétaires, etc. Bien des observateurs ont compris que les signes d'une crise imminente auraient pu être repérés s'ils avaient examiné de plus près les bilans des pays et plus précisément les déséquilibres entre le stock de leurs actifs et le stock de leurs passifs, c'est-à-dire les *déséquilibres de stocks*. L'analyse des flux reste bien sûr fondamentale. Mais pour chercher à prévenir les crises ou à réagir plus efficacement lorsqu'elles surviennent, il faut se pencher sur la santé du bilan d'un pays. Par exemple, la dette à court terme en devises excède-t-elle les réserves de change? Si l'encours de la dette en devises est élevé, sera-t-il plus difficile de corriger un déséquilibre de flux (tel le déficit du compte courant) sans créer une crise grave?

Pour prévenir et résoudre les crises suivant cette approche, il faut examiner, pour commencer, le bilan extérieur consolidé du pays, c'est-à-dire les dettes extérieures que les pouvoirs publics, les banques et les entreprises ont par rapport à leurs actifs extérieurs (notamment les réserves de change liquides). Il faut aussi examiner de près les bilans des différents secteurs, parce que des asymétries au niveau sectoriel qui n'apparaissent peut-être pas dans le bilan consolidé peuvent néanmoins déclencher une crise financière. Les secteurs clés sont le secteur public (pour simplifier, nous y incluons la banque centrale), le secteur financier privé (surtout les banques) et le secteur non financier (les sociétés et les ménages). Les bilans sectoriels sont souvent liés; ainsi, la dette d'un secteur peut être l'actif d'un autre secteur. En pareil cas, si le premier secteur éprouve de la difficulté à assurer le service de sa dette, les actifs du second en pâtiront, et celui-ci pourra avoir à son tour du mal à rembourser ses créanciers.

L'analyse des vulnérabilités du bilan est d'autant plus utile si elle est effectuée à temps pour permettre aux décideurs de déceler et de corriger les faiblesses avant que celles-ci n'entraînent des difficultés financières. Cela confère une impor-



Encadré 1

Pénurie de données

D'ordinaire, les pays ne recueillent pas de données sur les bilans, surtout parce qu'ils n'ont pas les moyens de le faire, raison pour laquelle le FMI souhaite les aider à établir ces données. Entre-temps, plusieurs sources offrent des informations partielles :

- Les données recueillies par les autorités nationales (souvent disponibles sur les sites Web des ministères des finances et des banques centrales); pour les pays qui ont adopté la norme spéciale de diffusion des données (NSDD), il s'agit notamment de données détaillées sur les réserves et les liquidités en devises.

- Diverses bases de données et publications, dont la publication mensuelle du FMI *International Financial Statistics (IFS)* et l'Annuaire de la balance des paiements (qui inclut des données sur la position extérieure globale).

- Les statistiques trimestrielles sur les actifs et passifs des banques des 28 pays et territoires qui font rapport à la Banque des règlements internationaux (BRI), lesquelles font partie des statistiques de la dette publiées conjointement par la BRI, le FMI, l'OCDE et la Banque mondiale.

- Les tableaux annuels de la dette publiés par la Banque mondiale (*Global Development Finance*).

Combinées, ces données donnent une bonne idée des passifs et des liquidités du secteur public, ainsi que des passifs extérieurs agrégés du pays. Néanmoins, il est parfois difficile de trouver des données détaillées sur les passifs extérieurs à court terme, surtout ceux des secteurs non officiels, et sur les créances intérieures du secteur officiel. Quant aux données sur les actifs et passifs globaux dans le secteur privé non financier, notamment la ventilation par monnaie de libellé des stocks et des flux, elles sont plutôt rares.

tance particulière à la communication en temps voulu de données sur les variables de stock, qui souvent ne sont pas faciles à obtenir (voir encadré 1).

Profil des risques liés au bilan

Quatre types de risques liés au bilan pourraient compromettre la capacité d'un pays émergent d'assurer le service de sa dette.

L'*asymétrie des échéances* des passifs à court terme et des liquidités à plus long terme expose les emprunteurs à un risque de refinancement (ils ne pourront pas refinancer les dettes arrivant à échéance) et à un risque de taux d'intérêt (les taux d'intérêt sur l'encours de la dette augmenteront, notamment si les passifs à plus long terme sont assortis de taux d'intérêt flottants). Les entités financières qui empruntent à court terme pour investir à long terme à taux d'intérêt fixe s'exposent à des hausses de taux qui pourraient réduire la valeur marchande de leurs actifs à long terme, alors même qu'elles doivent payer davantage pour leurs passifs à court terme. Des asymétries entre les échéances en devises peuvent survenir même lorsque le total des passifs en devises correspond au total des actifs en devises, si les emprunteurs ne disposent pas d'assez de liquidités en devises pour couvrir leur endettement à court terme en devises.

L'*asymétrie des monnaies* se produit lorsque les passifs de l'emprunteur sont libellés en monnaie étrangère et ses actifs en monnaie nationale. En cas de dévaluation, ces emprunteurs auront de la difficulté à rembourser leurs créanciers. Bon nombre des pays touchés par la crise appliquaient une sorte de taux de change fixe, qui incitait souvent tant les emprunteurs que les prêteurs à faire abstraction du risque de change bien réel.

Il peut y avoir *asymétrie de la structure du capital* lorsqu'une entreprise ou un pays finance ses investissements par l'emprunt plutôt que sur ses fonds propres. Ceux-ci servent de tampon en période difficile, car les dividendes diminuent avec les recettes, alors que les remboursements de dettes restent constants. Avant la crise asiatique de 1997-98, le gouvernement coréen limitait strictement l'investissement direct étranger — la plupart des apports de capitaux étaient donc sous forme de dettes —, tandis que le régime fiscal de la Thaïlande incitait les entreprises à s'endetter plutôt qu'à se financer sur fonds propres. Comme ces pays ont financé les déficits de leur compte des transactions courantes par l'emprunt, surtout à court terme, plutôt que par l'investissement direct, ils ont accumulé une dette extérieure considérable, qui a accru leur vulnérabilité aux crises.

Il y a *risque d'insolvabilité* lorsque les passifs d'une entité excèdent ses actifs. Ces actifs incluent le revenu net futur — par exemple l'écart entre les recettes et les dépenses futures de l'État (hors intérêts), ainsi que des actifs financiers tels que les réserves. Les asymétries des échéances, des monnaies et de la structure du capital peuvent toutes accroître le risque qu'un choc défavorable — par exemple une dégradation soudaine des termes de l'échange, de mauvaises nouvelles économiques ou politiques, ou une crise dans des pays voisins — rende insolubles de larges pans d'un ou de plusieurs secteurs. Une entité qui emprunte trop et qui investit dans des actifs de piètre qualité peut aussi devenir insolvable. Pour évaluer la solvabilité d'un État, on compare souvent la dette souveraine au PIB ou aux recettes, et on évalue la solvabilité globale d'un pays à l'aide du ratio de la dette totale au PIB ou aux exportations. Ces mesures sont très utiles lorsqu'elles sont combinées avec d'autres mesures des risques. Il se peut que deux pays dont le ratio dette/PIB est identique ne soient pas exposés de manière égale à une crise de solvabilité : un pays qui emprunte exclusivement en monnaie étrangère risque d'être plus exposé qu'un pays qui emprunte exclusivement dans sa monnaie.

Prévenir les crises

Déceler ces types de risques liés au bilan ne nous permettra pas nécessairement de prévoir exactement le déclenchement d'une crise — ces faiblesses peuvent persister pendant des années —, mais cela peut nous aider à mieux comprendre la dynamique des crises qui surviennent et donc nous renseigner sur les mesures à prendre pour en prévenir d'autres (voir encadré 2). Après tout, les asymétries de bilan associées aux crises des comptes de capital dans les années 90 ne sont pas dues au hasard. Des déficits persistants ont finalement créé des difficultés de stocks. De plus, les États et d'autres emprunteurs qui avaient de la difficulté à financer des déséquilibres de flux ont souvent pris plus de risques de change et d'échéances pour obtenir le crédit nécessaire, grevant davantage leurs bilans.

Un État qui gère son bilan prudemment — en maintenant un bon volant de réserves, en n'empruntant pas trop et en évitant les risques de change et d'échéances — assainit le bilan consolidé du pays. Les créances sur l'État sont souvent le principal actif financier d'une économie. La dette à long terme en monnaie nationale est la meilleure contrepartie au principal actif de l'État — sa capacité à dégager des excédents primaires — qui est illiquide, à long terme et souvent générateur de recettes en monnaie nationale. Par rapport aux pays qui peuvent emprunter à long terme en monnaie nationale, ceux qui ne sont pas en mesure de le faire ne peuvent donc pas supporter un ratio dette/PIB aussi élevé.

On s'accorde de plus en plus sur les mesures qui peuvent inciter le secteur privé à avoir un comportement financier prudent :

- Des régimes de change souples peuvent encourager les emprunteurs à ne pas trop accumuler les risques de change et faciliter l'ajustement aux chocs, même s'il est peu probable que le risque de change disparaisse complètement, étant donné que les investisseurs étrangers et nationaux hésitent à s'engager en monnaie locale.

- Le secteur privé peut obtenir plus aisément le bon type de financement s'il existe des marchés nationaux d'actions, de créances à long terme en monnaie nationale et de produits financiers permettant aux entreprises de se couvrir. Les distorsions fiscales ou réglementaires qui favorisent l'endettement — notamment en devises — au détriment des fonds propres devraient être supprimées.

- La réglementation prudentielle des banques doit tenir compte de l'exposition tant directe qu'indirecte au risque de change. Il peut être utile d'envisager des mesures qui découragent les dépôts libellés en devises et les emprunts interbancaires à court terme en devises, par exemple en imposant des réserves obligatoires plus élevées, ainsi que, dans certains cas, des mesures qui dissuadent les entreprises et les banques d'emprunter à court terme à l'étranger, comme l'*encaje* au Chili.

Lorsque la crise éclate

Malgré de meilleures techniques de prévention, il y aura toujours des crises. Lorsqu'elles surviennent, les décideurs doivent réagir rapidement pour éviter qu'elles ne s'aggravent. L'approche axée sur le bilan peut les aider à opérer des choix inévitablement difficiles.

- L'État peut vendre ses réserves de change pour aider les banques et les entreprises à se protéger des risques de change afin de tenter d'éviter une crise dans le secteur privé. Mais il risque ainsi de ne pas avoir assez de réserves pour couvrir ses propres passifs à court terme en devises, notamment s'il cherche à défendre un taux de change nominal surévalué. Même si la solidité du bilan de l'État rend peu probable une crise de refinancement, il lui faut veiller à ne pas créer trop d'anticipations qui pourraient inciter le secteur privé à contracter plus de dettes en devises.

- Il se peut aussi que l'État doive choisir entre, d'une part, relever les taux d'intérêt pour stopper les sorties de capitaux et lutter contre la dépréciation de la monnaie et, d'autre part, maintenir les taux d'intérêt au même niveau pour ne pas

freiner l'activité économique. Si l'encours de la dette à court terme libellée en monnaie nationale est élevé, relever les taux d'intérêt risque de faire plus de mal que de bien aux entreprises et aux ménages. Si l'encours de la dette en devises est élevé, le pays ferait peut-être mieux de relever les taux d'intérêt afin de réduire le risque d'une plus forte dépréciation. Les autorités doivent généralement tenter de trouver un équilibre entre le resserrement monétaire et l'ajustement du taux de change.

Les arguments en faveur du financement externe

Quand et dans quelle mesure un pays doit-il avoir recours au financement externe pour avoir une chance raisonnable d'éviter une crise imminente ou d'empêcher qu'une crise ne dégénère? L'approche axée sur le bilan peut nous aider à répondre à ces questions, même si elle ne permet pas de déterminer exactement le soutien public requis.

Encadré 2

Mieux comprendre la crise en Asie de l'Est

L'approche axée sur le bilan permet de mieux comprendre ce qui s'est passé dans les pays de l'Asie de l'Est en 1997–98. Les flux de capitaux vers ces pays ont cessé brusquement, ce qui les a empêchés de maintenir leur régime de change et a entraîné une forte dépréciation de leur monnaie. En Thaïlande, la détérioration de la santé financière du secteur des entreprises et des résultats à l'exportation a rendu plus difficile le financement du déficit des transactions courantes et a amené des opérateurs à spéculer contre la parité fixe. Comme dans d'autres pays, les doutes sur la capacité des banques et des entreprises de refinancer leur dette extérieure à court terme ont contribué à provoquer un reflux des capitaux, et la nécessité d'acheter des devises pour rembourser les dettes fut une source majeure de tensions sur la monnaie.

La dépréciation de la monnaie qui s'en est suivie a affaibli à son tour la santé financière du secteur des entreprises. Lorsque des entreprises n'ont plus été en mesure d'assurer le service de leur dette en devises, les banques qui avaient emprunté en devises à l'étranger pour financer ces prêts ont été ébranlées. La baisse de la production dans plusieurs des pays touchés a été bien pire que prévu. Certaines entreprises ont profité de nouveaux débouchés à l'exportation après la dégringolade des monnaies, mais ces gains ont été largement annulés au départ par l'accroissement du fardeau de la dette réelle du secteur des entreprises et la fragilité du secteur bancaire, qui ont pesé sur l'investissement des entreprises.

C'était un cercle vicieux, les faiblesses d'un secteur fragilisant les autres secteurs. L'effondrement de la demande des actifs d'un pays a provoqué des sorties massives de capitaux, l'épuisement des réserves et une forte dépréciation de la monnaie. Finalement, l'ajustement rapide du compte des transactions courantes et le renforcement de l'action des pouvoirs publics ont permis à la plupart des pays de rétablir la confiance, de stabiliser leur monnaie et de reconstituer leurs réserves.

En obtenant un financement au début de la crise, avant que les difficultés d'un secteur ne s'étendent à d'autres secteurs, un pays peut éviter une perte de confiance généralisée et un bond de la demande d'actifs extérieurs, et éviter aussi que le besoin de financement externe ne dépasse la capacité du secteur officiel. Ainsi, en intervenant au Mexique en 1994-95, la communauté internationale a évité que la crise de refinancement de l'État ne s'aggrave et a permis une reprise relativement rapide de la production, qui est allée de pair avec une amélioration du solde des transactions courantes. Néanmoins, les crises financières dans les pays émergents ne nécessitent pas toutes l'intervention de la communauté officielle. Certains États disposent d'assez de moyens pour échapper à la spirale de la crise. Parfois, la viabilité peut être compromise par de nouveaux prêts extérieurs, et il est préférable pour un pays de restructurer sa dette au lieu d'en contracter de nouvelles.

«L'approche axée sur le bilan peut nous éclairer sur l'ampleur du soutien requis du FMI, mais elle n'offre pas de formule pour calculer les montants exacts.»

La capacité du FMI de décaisser rapidement de gros montants de devises — et de déterminer quand pareil financement est nécessaire et quelles sont les mesures requises pour en garantir la viabilité — peut être décisive lorsqu'il s'agit de résoudre effectivement une crise. Le FMI peut renforcer le bilan des autorités monétaires, aider à rétablir la confiance dans le bilan de l'État et placer les autorités en meilleure position pour restaurer la confiance dans d'autres secteurs. En fournissant les réserves requises pour permettre à un pays de surmonter une crise attribuable à une asymétrie des échéances, le FMI peut l'aider à éviter de créer de la monnaie, de suspendre les paiements et de restructurer la dette, ce qui pourrait être source de perturbations, et de procéder à l'ajustement extérieur draconien requis pour générer immédiatement des réserves à partir des recettes d'exportation disponibles. En parallèle, le pays devrait lui aussi agir, par exemple en laissant flotter son taux de change pour réduire les déséquilibres des transactions courantes, ou en resserrant son budget pour réduire ses besoins de financement.

Il convient de faire une distinction entre les crises qui résultent d'asymétries dans le bilan du secteur privé et celles qui sont attribuables aux asymétries dans le bilan de l'État. S'agissant des problèmes financiers du secteur privé, il faut laisser le soin aux emprunteurs et aux créanciers de négocier un règlement ou de s'en remettre au tribunal des faillites. L'intervention des autorités nationales n'est justifiée que si les répercussions sur l'économie en général risquent d'être importantes. L'État peut financer lui-même la plupart de ces interventions, mais il se peut qu'il doive parfois faire appel au financement officiel externe pour étoffer ses réserves de change de façon à pouvoir intervenir efficacement. L'État ne devrait soutenir que les banques et les entreprises structurellement saines, fermer sur-le-champ les établissements en

difficulté et inciter davantage le secteur privé à assurer une gestion financière prudente.

Si le bilan de l'État pose problème, le risque que la crise ne s'étende est plus aigu. La dette de l'État est souvent l'un des principaux actifs financiers détenus par les banques intérieures et d'autres institutions financières, voire le principal; une crise de financement de l'État peut donc déboucher sur une crise bancaire. La capacité des pouvoirs publics de tirer parti de la vigueur du bilan du secteur privé pour régler leurs propres problèmes financiers n'est pas illimitée non plus. Souvent, le secteur officiel, y compris le FMI, est la seule source viable de liquidités en devises.

L'une des principales conclusions de l'analyse de bilan est que, en période de crise, la demande de réserves en devises est proportionnelle à l'encours des créances sur des liquidités en devises à court terme. Il se peut qu'un pays dont le

compte des transactions courantes n'est pas déficitaire ait quand même de la difficulté à refinancer sa dette à court terme. La demande de devises destinées à rembourser la dette *extérieure* a fortement augmenté durant toutes les crises récentes, excédant de loin les réserves de change officielles. Souvent, il faut aussi des devises pour couvrir les dettes *intérieures*, notamment les dépôts bancaires en devises des

résidents. Les données sur l'encours des créances n'aident à déterminer que le montant *maximal* qui pourrait être nécessaire pour rembourser les dettes existantes, et non le montant effectif, qui dépend du comportement des créanciers et des investisseurs — il s'agit, par exemple, de savoir si les banques intérieures et étrangères sont disposées à refinancer leurs créances à court terme.

Il est toutefois peu réaliste — et le plus souvent peu souhaitable — d'espérer que le financement officiel couvre tous les déséquilibres de stocks. L'approche axée sur le bilan peut nous éclairer sur l'ampleur du soutien requis du FMI, mais elle n'offre pas de formule pour calculer les montants exacts, ni ne permet de dire s'il est préférable de résoudre la crise en restructurant la dette ou en recourant à des prêts officiels. Il importe aussi de ne pas oublier que seuls quelques problèmes de bilan peuvent être effectivement réglés par un financement officiel non concessionnel. Les prêts officiels accroissent l'offre de devises disponibles à court terme et peuvent donc contribuer à corriger une *asymétrie des échéances*, mais pas à réduire l'*asymétrie entre les monnaies de libellé des actifs et passifs* dans le bilan consolidé d'un pays, pas plus qu'un prêt d'un créancier privilégié comme le FMI ne peut améliorer la structure du capital d'un pays, ni éliminer le risque d'insolvabilité, bien qu'il puisse lui donner le temps de procéder à des ajustements pour remettre en état ses finances et regagner la confiance des marchés. **F&D**

Christoph Rosenberg est Chef de division adjoint, Christian Keller économiste et Brad Setser expert invité au Département de l'élaboration et de l'examen des politiques du FMI. Nouriel Roubini, maître de conférence d'économie et de commerce international à la New York University, a été expert invité au même Département et a pris part à l'étude dont cet article est inspiré.