

Le rôle central de la **finance**

Leslie Lipschitz

Avec le resserrement des liens entre les économies nationales et les marchés financiers internationaux, une meilleure analyse financière est indispensable à la gestion macroéconomique

MALGRÉ l'intégration des marchés financiers et les liens toujours plus étroits entre les systèmes financiers nationaux, la politique économique reste essentiellement nationale. Avec la mondialisation des marchés de capitaux, il devient donc plus difficile pour les pays d'évaluer et de choisir une politique macroéconomique. Dire que les marchés sanctionnent rapidement et brutalement un écart de conduite est banal, mais pas tout à fait exact. En réalité, leur réaction aux évolutions internes est souvent imprévisible : tantôt, ils semblent tolérer longtemps un comportement imprudent, tantôt ils agissent de façon préventive; en général, ils sont sensibles à toute une gamme de facteurs internes et externes.

Le volet financier de l'analyse économique nationale — et la surveillance exercée par le FMI sur les pays membres — doivent donc être perfectionnés dans trois domaines distincts, mais connexes :

- Le suivi de l'interaction des marchés financiers et de la situation macroéconomique. Une analyse pointue des données à haute fréquence émanant des marchés financiers — c'est-à-dire la recherche d'indications sur les anticipations du marché, la volatilité, les

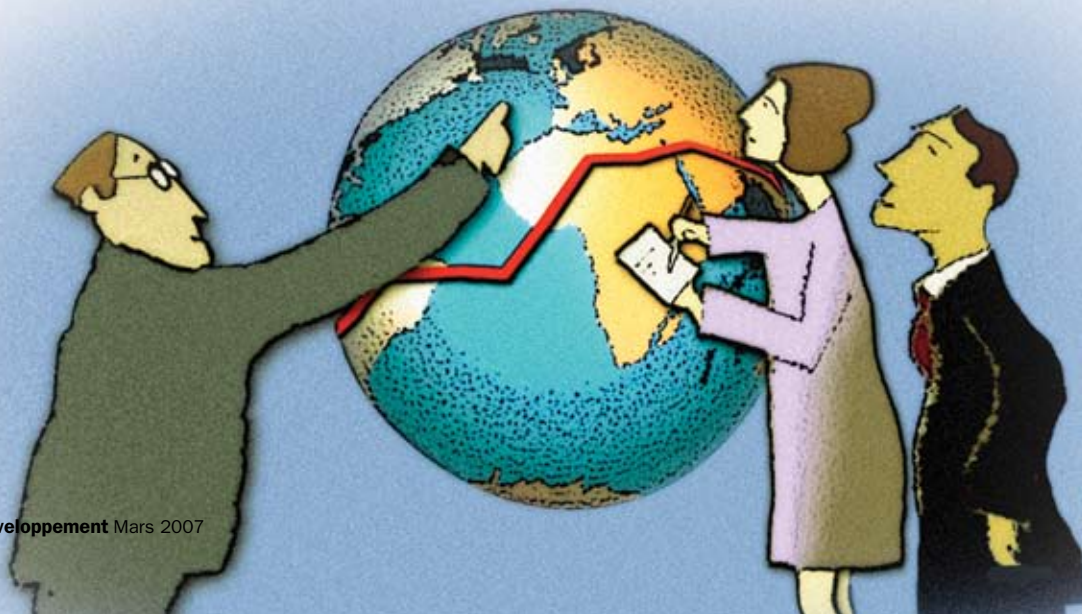
risques, les probabilités de défaillance, les possibilités d'arbitrage, etc. — est un outil important pour formuler des avis et recommander une politique en matière macroéconomique.

- L'analyse du secteur financier lui-même — pour apprécier s'il est solide ou fragile, s'il amortira ou amplifiera des chocs, et pour connaître son mode de réglementation et de supervision.

- L'évaluation des faiblesses sous-jacentes de l'économie et des facteurs qui pourraient se conjuguer avec elles pour déclencher une crise financière.

Ces questions gagneraient à être traitées sous des angles multiples et ne se prêtent pas à des solutions toutes faites. Mais, sur le plan conceptuel, elles relèvent d'une problématique générale : ce que nous appelons l'*approche bilancielle* et la prévention des *crises du compte de capital*. Autrement dit, il faut considérer les économies ouvertes comme des ensembles de bilans globalement interdépendants qui sont vulnérables au risque d'exposition et de contrepartie.

Les responsables de la politique économique de chaque pays doivent donc se préoccuper du risque de contagion des difficultés aux différents secteurs, à l'ensemble de l'économie, puis à celle de la région ou du monde. C'est ce à





quoi faisait allusion, avec une remarquable clairvoyance, Michel Camdessus, Directeur général du FMI de 1987 à 2000, quand il qualifia la crise mexicaine du milieu des années 90 de «première crise du XXI^e siècle». Cette crise, ainsi que celles qui ont suivi en Asie, en Amérique latine et en Europe centrale et orientale dans les années 90, nous ont forcés à repenser la relation entre finance et macroéconomie. Cet article montre que l'aspect financier est au cœur de l'analyse macroéconomique, en considérant trois cas pratiques : le premier porte sur les facteurs de vulnérabilité des bilans, le deuxième sur l'interaction entre la politique monétaire interne et les marchés financiers internationaux, le troisième sur un programme national de stabilisation dans le cadre d'un marché des capitaux hautement intégré.

Faiblesses et déclencheurs de crise

Dans la plupart des travaux sur les facteurs de vulnérabilité des bilans, on opère maintenant une distinction conceptuelle entre les *faiblesses sous-jacentes*, autrement dit les engagements, d'une part, et les *facteurs de déclenchement*, c'est-à-dire les événements dont la conjonction avec les facteurs de vulnérabilité peuvent amorcer une crise, d'autre part.

Prenons le cas d'un pays imaginaire, le Xanadu, qui ne peut emprunter à l'étranger qu'en devises (tableau). Il dispose d'actifs liquides en devises (40) qui couvrent 80 % de son passif à court terme (50) : sans être idéale, sa position officielle n'est donc pas mauvaise. (Il serait évidemment utile de connaître certains éléments de la balance courante ainsi que la composition par échéances des positions à moyen et à long terme.) Le système bancaire semble présenter une position en devises équilibrée. Dans le secteur des entreprises non bancaires, l'exposition au risque de change est élevée.

Comment appréhender les fragilités sous-jacentes du Xanadu? Les chiffres montrent clairement que les banques se servent, pour couvrir leurs engagements en devises, du secteur des entreprises non bancaires qui, en outre, se trouve fortement exposé vis-à-vis de l'étranger. Beaucoup dépend donc des caractéristiques des entreprises non bancaires qui ont des dettes en devises. Si elles exportent et sont réglées en devises, elles ont sans doute une couverture naturelle. Elles peuvent aussi se couvrir solidement au moyen d'instruments dérivés (en supposant que des contreparties étrangères soient disposées à s'exposer à la monnaie nationale) et le rendement de leurs investissements peut être assez élevé pour qu'il reste rentable d'emprunter à l'étranger même en se couvrant. Les chiffres correspondent à ces hypothèses favorables. Une soudaine révision des prix du risque, par contagion, avec un effet immédiat et important sur le taux de change, provoquera au pire une crise de la liquidité bancaire que le pays pourra résoudre en puisant dans ses réserves ou en recourant au FMI.

Mais les chiffres peuvent aussi traduire une situation plus délicate : celle où les banques commerciales empruntent des devises à court terme pour les reprêter à plus long terme sur place, à des promoteurs immobiliers par exemple, dépourvus de couverture naturelle ou au moyen d'instruments dérivés. Tout choc sur le taux de change peut alors ébranler le secteur des entreprises non bancaires et, en éliminant la couverture de change du système bancaire, toucher également ce dernier. Le choc transforme le risque de change pesant sur les banques en risque de crédit.

Dans de telles situations, il est essentiel, pour évaluer la vulnérabilité de l'économie, de connaître les caractéristiques des

Les faiblesses cachées de Xanadu

La solidité relative apparente des bilans sectoriels peut masquer des dangers.

(milliards de dollars)

	Actifs	Passifs	Actifs nets
Libellés en devises			
Administration centrale (vis-à-vis extérieur)	40	10	30
À court terme	40	2	38
À moyen et à long terme	0	8	-8
Banques commerciales	37	37	0
À court terme (vis-à-vis extérieur)	3	28	-25
À moyen et à long terme	34	9	25
Position intérieure en devises	30	0	30
Secteur non bancaire	1	75	-74
À court terme (vis-à-vis extérieur)	1	20	-19
À moyen et à long terme	0	55	-55
Position intérieure en devises	0	30	-30
Total	78	122	-44
À court terme (vis-à-vis extérieur)	44	50	-6
À moyen et à long terme (vis-à-vis extérieur)	4	42	-38
À moyen et à long terme (vis-à-vis intérieur)	30	30	0

entreprises exposées au risque de change. Il peut s'avérer difficile d'obtenir les données nécessaires sur les entreprises non bancaires et l'importance de les obtenir dépend, dans une certaine mesure, des institutions internes. De fait, si le pays a un régime de change peu flexible (le risque de change étant donc considéré comme assumé par les autorités), il y aura des problèmes d'aléa moral et une probabilité élevée d'emprunts en devises non couverts. On peut donc présumer l'existence d'une vulnérabilité sous-jacente qu'il faut révéler et examiner. Mais, si le pays a l'expérience de fluctuations marquées du taux de change et dispose de mécanismes de faillite efficaces — les entreprises devant supporter les conséquences de ces fluctuations —, l'éventualité d'expositions au risque de change est beaucoup plus faible.

On l'a vu, l'évaluation des possibilités de crise porte sur deux aspects bien distincts : les faiblesses sous-jacentes et le facteur de déclenchement. Dans cet exemple, le déclencheur est un réajustement soudain du prix du risque. Celui-ci a très peu de chances de se matérialiser (événement de «queue de distribution») si, par exemple, le pays poursuit une excellente politique économique, a une balance courante solide et se situe dans un contexte régional sain. Bien qu'il soit toujours bon de connaître les fragilités sous-jacentes, l'opportunité de mettre l'accent sur l'éventualité d'une crise est une question de jugement, qui dépend du degré de probabilité du déclenchement et de la sévérité de la crise. Il va de soi que l'analyse des faiblesses et des déclencheurs est souvent compliquée par les impondérables (comme la durée d'un choc) et par le manque de données (sur les bilans des entreprises par exemple). De plus, en tant que politique, l'examen d'événements hypothétiques très préjudiciables — «penser à l'impensable» — doit toujours s'effectuer très discrètement.

Cela ne veut pas dire que toute vulnérabilité soit à éviter : si un pays a besoin de financements extérieurs pour réaliser son potentiel de croissance et a des possibilités d'emprunt très limitées dans sa propre monnaie, il est presque certain qu'il contractera des engagements en devises. En assurant leur fon-

tion normale de transformation des échéances, les banques encourent presque à coup sûr un certain risque de taux d'intérêt. Ces facteurs de vulnérabilité sont un aspect normal de l'activité et on ne peut les éliminer qu'au prix d'une augmentation excessive des coûts d'intermédiation. Dans le meilleur des cas, elles sont assumées par les institutions le plus à même de faire face aux risques encourus.

Des choix difficiles pour la politique monétaire

Dans notre deuxième exemple, la libération des mouvements de capitaux et l'intégration des marchés financiers rendent encore plus compliquée la conduite de la politique monétaire, surtout dans les pays qui (comme beaucoup des économies de marché émergentes) connaissent d'importants changements structurels.

La doctrine économique dominante est en faveur d'un ciblage de l'inflation couplé à un flottement du taux de change, ce système présentant assurément des avantages : les autorités monétaires n'assument plus la responsabilité officielle de la croissance et de l'emploi, et il n'y a plus de garantie implicite du taux de change de nature à encourager une exposition imprudente aux devises étrangères. Cela éloigne le risque que la « peur du flottement » ne devienne un piège (quand les engagements en devises ont tellement augmenté, en régime de change fixe ou quasi fixe, que les autorités s'opposent à une dépréciation). Une autre solution est l'ancrage du taux de change associé à une stratégie de sortie pleinement crédible — comme le rattachement à l'euro à une parité qui soit crédible pour l'adhésion finale à la zone euro. Mais certains pays continuent à choisir des stratégies interventionnistes *ad hoc* guidées par une conjonction de facteurs, dont des objectifs concurrents de compétitivité commerciale et de contrôle de la masse monétaire.

Toutes ces stratégies ont l'inconvénient de faire l'impasse sur une éventualité redoutable : les remaniements des portefeuilles internationaux peuvent entraîner des mouvements de capitaux considérables, de nature à compromettre les objectifs internes. Commençons par deux constatations d'ordre général :

- Il est improbable que les modifications des taux d'intérêt aux fins de stabilisation s'accompagnent instantanément de changements des primes de risque ou des anticipations de taux de change; elles risquent donc d'induire des ajustements de portefeuille à grande échelle qui peuvent contrecarrer les politiques de stabilisation interne.

- L'évolution des primes de risque et des anticipations de taux de change paraît souvent tout à fait arbitraire et imprévisible aux autorités monétaires internes.

Ces faits ont des conséquences pour la politique économique de nombreux pays (voir par exemple l'article publié en septembre 2002 dans *F&D*, sous le titre « Le dilemme de Tošovský », qui analysait les problèmes de politique monétaire dans les pays en transition les plus avancés d'Europe centrale et orientale). L'exemple de l'Islande de 2003 à 2006 illustre de façon frappante comment l'interaction de l'évolution conjoncturelle interne, de la politique monétaire et des marchés financiers internationaux peut être déstabilisante (voir encadré).

Il s'avère qu'un relèvement tout à fait judicieux des taux d'intérêt internes — en présence d'une abondante liquidité internationale et de la recherche acharnée de rendements élevés — a suscité des entrées massives de capitaux, une très vive expansion du crédit bancaire et finalement un retournement de la balance

des opérations en capital. Même avec une bonne connaissance théorique de ces relations, il est difficile de conduire une politique économique quand l'ampleur des mouvements de capitaux rend possibles de fortes fluctuations du taux de change et/ou des taux d'intérêt. En Islande, heureusement, la pratique des couvertures et la solidité générale des bilans ont permis au système financier de résister relativement bien aux chocs.

Mais ce type de situation est particulièrement difficile à gérer. Supposons que l'autorité monétaire veuille mettre fin à une surchauffe de l'économie et augmente les taux d'intérêt pour respecter son objectif d'inflation. Elle décide, au vu de nombreux indicateurs, que les taux doivent être relevés d'un point. Mais, avec un système de change flexible, l'effet de freinage du

L'Islande surmonte l'agitation des marchés

En Islande, à partir de 2003, de grands projets d'investissement, rendus possibles par l'accès à des ressources énergétiques abondantes et à bon marché, créaient des tensions sur le marché du travail, stimulaient fortement la demande et gonflaient le déficit des paiements courants — tout en laissant espérer un regain de croissance et une certaine appréciation de la monnaie. La politique monétaire ayant été durcie en réaction à la vigueur de la demande, les taux d'intérêt ont augmenté et le taux de change de la couronne pondéré par les échanges s'est sensiblement accru.

Les banques islandaises ont profité de l'écart de taux d'intérêt pour emprunter en euros, se couvrir et prêter en monnaie nationale. La conjonction d'une hausse du taux de change, de taux d'intérêt élevés et d'une bonne cote de crédit (la dette souveraine était notée AAA) ont aussi attiré des investisseurs étrangers, qui ont financé leurs achats d'obligations en couronnes par des emprunts en devises moins bien rémunérées. (Le mouvement a été accentué par une innovation financière : l'émission d'euro-obligations libellées en couronnes (les « obligations des glaciers ») par des établissements étrangers qui échangeaient leurs engagements en couronnes contre les engagements en euros des banques islandaises.) Les écarts de rendement, compte tenu des variations de taux de change, étaient de quelque 9¼ % en 2003, 7½ % en 2004 et 18 % en 2005.

Face à l'afflux de fonds, les banques commerciales ont cherché à diversifier leurs crédits; les changements de politique les ont incitées, à partir de la mi-2004, à concurrencer directement un organisme public, le Fonds de financement du logement, dans l'octroi de prêts hypothécaires. Comme elles étaient en mesure d'offrir des conditions plus intéressantes que lui, leurs concours aux ménages ont progressé de 98 % en 2004, d'où une hausse rapide des prix de l'immobilier, qui a elle-même servi de gage à l'obtention de crédits supplémentaires. Il en est résulté un vif essor de la consommation intérieure et une nouvelle aggravation du déficit courant.

L'Islande a connu des bouleversements financiers. La dette extérieure s'est envolée. L'endettement du secteur privé a triplé de 2003 à 2006, tant pour les ménages que pour les entreprises. Les prix de l'immobilier et des actions ont augmenté rapidement, les valorisations boursières quadruplant presque entre le milieu de 2003 et la fin de 2005. En définitive, tout cela a provoqué une grande nervosité des marchés ainsi que des pressions sur le taux de change et les cours des actions au printemps et à l'été 2006.



changement de taux d'intérêt dépend énormément de la variation du taux de change qu'il suscite — une majoration d'un point sans modification du taux de change est complètement différente d'une majoration identique couplée à une appréciation de 10 %. Par ailleurs, dans la mesure où les effets de portefeuille dépendent de décisions prises à New York, Londres ou Francfort et se basent sur les écarts de taux d'intérêt entre d'autres devises ainsi que sur l'exposition à ces devises, l'autorité monétaire interne n'a aucun moyen de prévoir le résultat. Dans ce contexte délicat, la meilleure solution — même si elle ne ressemble guère à un conseil de politique — est de prendre son temps, de surveiller sans cesse les marchés et de bien connaître les faiblesses sous-jacentes.

Le suivi de la stabilisation

Venons-en maintenant aux plans de stabilisation nationaux dans un cadre d'intégration des marchés financiers. Pour suivre ces plans — qui donnent le détail des mesures qu'un pays applique ou appliquera en vue d'une stabilisation macroéconomique — le FMI et de nombreuses autorités nationales utilisent souvent une variante d'un dispositif de programmation financière basé sur le bilan de la banque centrale ou de l'ensemble du système bancaire. Le bilan de la banque centrale se présente comme suit :

Actif	Passif
Avoirs extérieurs nets (AEN)	Monnaie centrale
Avoirs intérieurs nets (AIN)	
Crédit au secteur privé	
Crédit net à l'État	
Autres postes nets	

L'identité comptable que représente le bilan de la banque centrale est un outil opérationnel et un test de cohérence utiles. Les avoirs intérieurs nets sont définis comme la somme des crédits à l'économie, des crédits à l'État et du solde net des autres postes; la monnaie centrale est la somme des avoirs intérieurs nets et des avoirs extérieurs nets. La programmation financière fixe normalement un plancher pour les avoirs extérieurs nets et un plafond pour les avoirs intérieurs nets.

À l'époque des taux de change fixes et du contrôle des mouvements de capitaux, cet outil opérationnel était très simple à manier. On avait une idée de l'encours des AEN correspondant à une politique prudente et à une prévision plausible de la balance courante. Avec une estimation économétrique de la demande de monnaie, nous pouvions donc évaluer approximativement le taux approprié d'expansion du crédit et sa répartition entre l'État et le secteur privé qui permettraient d'obtenir des rythmes raisonnables de croissance et d'inflation. Certes, l'équation de la demande de monnaie pouvait être fautive — c'est-à-dire sur- ou sous-estimer le taux de progression de la masse monétaire compatible avec nos objectifs de PIB et d'inflation — mais on avait de bonnes chances de s'en apercevoir en révisant le programme. Si, par exemple, l'inflation et le PIB évoluaient plus ou moins comme prévu — mais avec une augmentation du crédit sensiblement plus rapide que l'objectif et un encours d'AEN supérieur aux attentes — c'était l'indice d'une demande de monnaie supérieure aux estimations et nous pouvions modifier le plafond des AIN.

En régime de taux de change flottant et de ciblage de l'inflation, l'interprétation de l'identité comptable est un peu plus

complexe — même avec une intégration limitée des marchés de capitaux. Si, par exemple, les autorités interviennent sur le marché des changes pour freiner une amorce de dépréciation (estimée temporaire), par crainte d'un effet inflationniste, le plancher des AED restreint la portée des interventions et le plafond des AIN limite la marge de stérilisation des effets monétaires. Il est certainement raisonnable d'intervenir pour s'opposer à un bref fléchissement du taux de change et de stériliser cette intervention. Toutefois, si la tendance à la dépréciation s'avère durable, il arrive un moment où l'on doit remettre en cause la stratégie d'intervention-stérilisation; la contrainte simple de l'identité comptable du programme financier peut contribuer à distinguer ce moment et à faire poser les bonnes questions.

Mais on va voir à quel point le dispositif de programmation financière se complique lorsque l'intégration des marchés de capitaux est complète. Les AEN et/ou le taux de change deviennent imprévisibles et fluctuent en fonction de la situation de ces marchés. Si les AEN sont plus ou moins fixés par l'objectif prudent d'une couverture des engagements à court terme en devises, une poussée de la prime de risque sur la monnaie nationale entraînera, dans des proportions variables, une dépréciation de la monnaie assortie d'une hausse des taux d'intérêt. Cela risque de modifier la liquidité du système financier, si celui-ci se livre à une transformation des échéances sur les devises, sa solvabilité, s'il prête en devises à des emprunteurs nationaux non couverts, la viabilité de la dette publique ainsi que celle de l'endettement des entreprises non bancaires et des ménages. Tout ou partie de ces conséquences peut conduire à faire appel à la banque centrale — pour qu'elle vende des devises ou accélère l'expansion du crédit — et porter atteinte à l'intégrité de la politique monétaire.

Quand ces effets apparaissent dans les comptes d'une banque centrale, le mal est fait et peut être irrémédiable. Nous passons donc du monde simple d'un strict contrôle des mouvements de capitaux au monde complexe des faiblesses et des déclencheurs de crise — illustré par notre premier exemple. Dans ce monde, le besoin de donnée s'impose de façon plus exigeante et seuls des modes d'analyse imaginatifs et prospectifs conviennent. Il nous oblige à discerner les faiblesses potentielles et à jauger la probabilité de crise à l'aide de scénarios comportant des facteurs de déclenchement incertains.

En résumé

Les trois exemples décrits dans cet article sont complexes et laissent penser qu'il n'y a pas de réponses faciles. Mais ils montrent la voie à suivre pour améliorer l'analyse macroéconomique dans un monde imprévisible d'intégration des systèmes financiers et des marchés de capitaux, où les macroéconomistes doivent mener une réflexion préventive sur ce qui peut se produire à l'avenir. Il leur faut donc connaître les faiblesses et les facteurs susceptibles de déclencher des crises, le contexte international dans lequel la politique monétaire intérieure doit être conduite et la façon dont, en changeant, l'évaluation des risques, les taux d'intérêt, les taux de change et la croissance influenceront sur la situation financière de l'État, des banques et des autres composantes du secteur privé. ■

Leslie Lipschitz est Directeur de l'Institut du FMI.