



Les crises financières du futur

Des sans-abri russes touchés par la crise économique de 1998.

Paolo Mauro et Yishay Yafeh

Ressembleront-elles aux crises contagieuses des années 1990 ou aux crises purement nationales des années 1890?

LES GRAVES crises financières des années 90 — Mexique en 1994, Asie en 1997 et Russie en 1998 — se sont rapidement répandues parmi les pays émergents, suscitant des appels à la réforme du système financier. Mais c'était il y a dix ans. Depuis le début du siècle, la seule crise majeure dans un pays émergent — celle de l'Argentine en 2001 — a entraîné peu de répercussions («contagion»), sauf dans l'Uruguay voisin. Ces dernières années, la presse financière, les banques d'affaires et les agences de notation ont souvent souligné le déclin apparent du risque de contagion internationale.

Néanmoins, le problème de la contagion se rappelle parfois au souvenir des investisseurs; les marchés financiers ont connu récemment

des turbulences : la chute des cours des actions dans les pays émergents en mai/juin 2006, la vague internationale de ventes déclenchée par le dénouement de positions sur le marché boursier chinois en février/mars 2007 et, dernièrement, les remous provoqués, à compter de la mi-2007, par l'évolution du marché américain des crédits immobiliers à risque («subprime»).

Pourtant, dans l'ensemble, les pays émergents bénéficient depuis quelques années d'une abondance de liquidités, de la faiblesse des écarts de rendement obligataire et d'une forte hausse des entrées de capitaux. En outre, une analyse à long terme montre que les crises contagieuses des années 90 n'étaient pas la norme, mais un phénomène inhabituel. Pendant la précédente période de mondialisation financière

— le demi-siècle antérieur à la Première Guerre mondiale
— le monde connu plusieurs crises, mais pas de contagion. Même la crise financière la plus célèbre de l'époque, celle de la Barings, partie d'Argentine en 1890, n'eut pas beaucoup d'incidence ailleurs.

Les futures crises financières ressembleront-elles plus à celles des années 1990 ou 1890? La crise argentine de 2001 annonce-t-elle un retour aux crises cantonnées à un pays? Et si des répercussions internationales restent possibles, qu'impliquent-elles pour la gouvernance mondiale des marchés financiers? Pour répondre à ces questions, il convient d'analyser ce qui s'est passé.

Une histoire en deux épisodes

La mondialisation financière entre 1870 et 1913 — caractérisée par le libre-échange, des migrations presque sans restriction, une grande mobilité internationale des capitaux et la sophistication des marchés financiers — ressemble à la mondialisation actuelle et la surpasse à certains égards. Le marché des obligations émises à Londres par les «pays émergents» du moment était important (avec une capitalisation représentant plus de la moitié du PIB britannique), liquide (les écarts de rendement obligataire, très fluctuants, étaient publiés dans la presse quotidienne) et s'appuyait sur des informations fraîches et fiables (la presse britannique donnait beaucoup de nouvelles politiques et économiques sur les pays émergents). Au début du 20^e siècle, le portefeuille-type d'un investisseur britannique était probablement plus diversifié internationalement et contenait un pourcentage bien plus élevé de titres des pays émergents que celui de son petit-fils vivant aujourd'hui.

L'intégration mondiale a été brutalement interrompue par la Première Guerre mondiale, puis par les bouleversements de la Grande crise et du deuxième conflit mondial. Les mouvements de capitaux internationaux reprirent dans les années 70, mais c'est seulement à la fin du 20^e siècle que la mondialisation financière a atteint un degré et une forme qui rappellent la période d'avant 1914. L'utilisation d'obligations négociables émises par les pays émergents, en particulier, a été amorcée au début des années 90 par les accords Brady, qui ont converti en obligations les créances bancaires non honorées de la décennie 1970 et du début des années 80.

En dépit de ces similitudes concernant l'importance du financement obligataire, il y a une différence frappante entre la période 1870–1913 et la décennie 1990 : le degré de coévolution des prix des actifs, notamment des écarts de rendement sur les obligations souveraines. Pour la période ancienne, on a calculé l'écart entre le rendement des obligations émises par les pays émergents en livres sterling sur le marché de Londres et celui de la dette perpétuelle britannique; pour la période moderne, c'est l'écart entre le rendement des obligations émises par les pays émergents en dollars et celui des bons du Trésor américain à long terme. Alors qu'avant 1914, ces écarts de rendement suivaient des trajectoires propres à chaque pays (graphique 1), elles ont eu tendance à évoluer beaucoup plus de concert dans les années 90 (voir graphique 2). La conclusion est similaire pour ce qui est de la coévolution en temps de crise : de fortes hausses des écarts de rendement sur les obligations

souveraines (plus de 200 points de base, par exemple) ont souvent eu lieu simultanément dans plusieurs pays émergents dans les années 90, alors qu'elles se limitaient habituellement à un seul pays avant 1914.

Des influences différentes sur les prix des actifs

Comment expliquer le degré différent de coévolution des prix des actifs entre les deux périodes? Des études des événements, l'analyse économétrique des données sur les prix des actifs, les variables macroéconomiques et les articles de presse contemporains montrent que les déterminants n'étaient pas les mêmes. Il y a un siècle, les écarts de rendement obligataire résultaient

«Il est difficile de prévoir la nature des crises financières du 21^e siècle, mais elles emprunteront probablement à la fois au passé plus lointain et aux années 90.»

surtout d'événements nationaux, comme les sécheresses, les révoltes, les guerres, les autres changements de la situation politique et les paramètres économiques fondamentaux. Les périodes de violence politique avaient l'effet le plus visible. Dans les années 90, en revanche, les éléments macroéconomiques, tout en restant influents, expliquent moins bien les écarts de rendement pour chaque pays, alors que l'évolution des indices globaux des pays émergents (et surtout les crises contagieuses dans ces pays) jouent un plus grand rôle.

Le degré aujourd'hui plus élevé de coévolution des écarts de rendement obligataire s'explique, dans une certaine mesure, par une plus grande similitude de la structure économique des pays émergents. Avant la Première Guerre mondiale, ces économies étaient souvent très spécialisées (l'Argentine produisait du blé et de la laine, le Brésil du café et du caoutchouc). Comme elles sont maintenant plus diversifiées et se livrent donc à des activités économiques plus similaires, leurs paramètres fondamentaux ont tendance à coïncider davantage qu'il y a un siècle. Néanmoins, cette plus grande similitude ne peut à elle seule expliquer la coévolution accrue des prix des actifs et le plus grand nombre de crises partagées.

Les modifications du comportement des investisseurs et des modalités des placements internationaux contribuent aussi à faire davantage coïncider les variations des prix des actifs à notre époque. Dans les années 90, les pertes subies au début d'une crise dans un pays donné incitaient les gros investisseurs (organismes de placement collectif et fonds spéculatifs) à céder des actifs dans les pays (initialement) épargnés pour maintenir un certain niveau de liquidité et de risque. Quand, par exemple, des organismes de placement collectif prévoyaient des retraits à la suite d'un choc dans un pays, ils se procuraient des liquidités en vendant des actifs détenus ailleurs. De même,

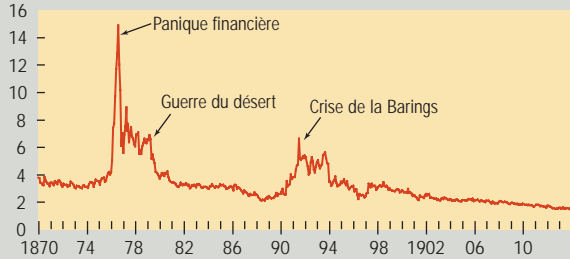
Graphique 1

Une évolution spécifique à chaque pays

Pendant les 50 années avant la 1^{re} Guerre mondiale, les écarts sur la dette souveraine ont évolué en fonction d'événements nationaux.

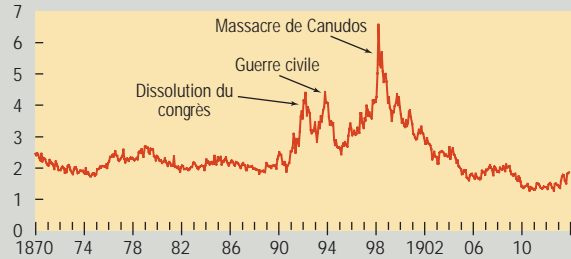
Argentine

(écarts, pourcentage)



Brésil

(écarts, pourcentage)



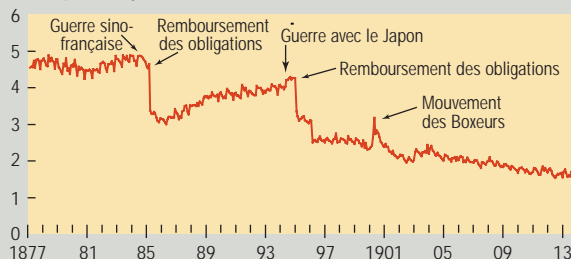
Chili

(écarts, pourcentage)



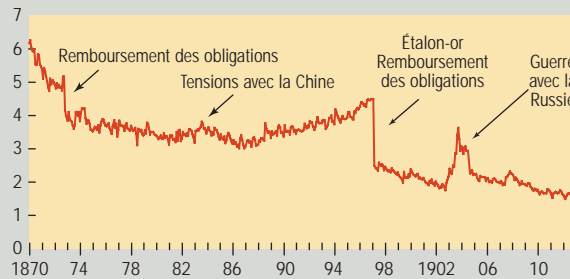
Chine

(écarts, pourcentage)



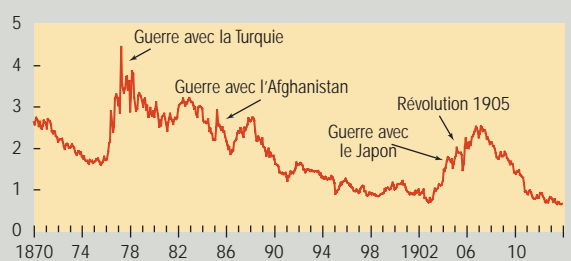
Japon

(écarts, pourcentage)



Russie

(écarts, pourcentage)



Source : Mauro, Sussman, and Yafeh (2006).

Note : Les écarts se calculent entre le rendement des obligations émises en livres sterling par les pays émergents à la Bourse de Londres et celui des consolidés anglais (obligations sans échéance et à coupons éternels).

les investisseurs endettés, comme les banques et surtout les fonds spéculatifs, étaient amenés, du fait des obligations réglementaires, des politiques internes de provisionnement ou des appels de marge, à rééquilibrer leur portefeuille en vendant leurs actifs dans les pays non affectés initialement. Dans le passé, en revanche, les investisseurs opéraient surtout individuellement, et les techniques de transaction étaient aussi plus lentes. Face à une crise imminente, on peut penser qu'ils réagissaient aux difficultés d'un pays émergent en achetant des actifs dans un autre, pratiquant plutôt un redéploiement qu'une cession en bloc.

L'étrange exemple de l'Argentine

Comment expliquer la quasi-absence de contagion lors de la crise argentine de 2001 (seul l'Uruguay a été touché, en

raison surtout de retraits de déposants argentins dans ses banques)? Là aussi par le comportement des investisseurs. Alors que les crises des années 90 prirent beaucoup d'investisseurs par surprise, celle de l'Argentine était largement anticipée et les participants au marché avaient eu tout le temps d'ajuster leur exposition. Les données sur les fonds de placement collectif internationaux font apparaître une forte baisse des positions en Argentine tout au long de 2001. En décembre, quand la caisse d'émission argentine s'est effondrée, ces positions étaient très réduites. Sur un plan plus technique, la diminution en temps utile de la pondération de l'Argentine dans l'indice des obligations de pays émergents, que suivent de nombreux opérateurs, a peut-être facilité un redéploiement ordonné des placements de l'Argentine vers d'autres pays émergents.

Selon certains, la crise argentine de 2001 serait la preuve d'une disparition permanente de l'effet de contagion, mais le fait qu'elle ait été anticipée incite à en douter. Au contraire, la poussée généralisée des entrées de capitaux dans les pays émergents ces dernières années confirme que les investisseurs ne différencient pas toujours assez ces pays sur la base des paramètres économiques fondamentaux.

Crise au centre et à la périphérie

Un autre facteur détermine s'il y a ou non contagion : les acteurs des marchés financiers des principaux pays avancés subissent-ils le contrecoup de la situation du pays à l'origine de la crise? Dans beaucoup des crises contagieuses les plus connues dans les pays émergents, les institutions financières des pays avancés ont contribué à transmettre le choc initial aux pays situés à la «périphérie». Par exemple, les pertes subies par des banques et autres institutions financières de pays avancés ont été un vecteur de contagion important pendant la crise asiatique.

La débâcle de la société Long Term Capital Management a été un facteur essentiel dans la propagation de la crise russe d'août 1998 aux autres pays émergents. Les troubles récents, nés sur le marché américain des prêts hypothécaires à risque, ont suscité des inquiétudes, à défaut de crise véritable, dans plusieurs pays émergents. La rapide injection de liquidités par les banques centrales des principaux pays avancés — bien que visant évidemment à rétablir la confiance interne — a peut-être aussi réduit la probabilité de contagion dans les pays émergents. L'importance de cet apport de liquidité n'a pas beaucoup changé depuis la période précédente de mondialisation. On dit souvent que la prompt intervention de la Banque d'Angleterre a

permis d'éviter une contagion internationale dans le sillage de l'effondrement de Barings en 1890.

L'avenir de l'effet de contagion

La probabilité de crises financières contagieuses et de forte coévolution des marchés financiers internationaux est renforcée par l'arrivée et l'importance accrue de nouveaux instruments et de nouveaux acteurs sur la scène financière :

«Bien que certains observateurs aient proposé diverses formes de régulation des flux, on va probablement examiner surtout la nécessité éventuelle d'un surcroît de transparence et de données, ainsi que d'un perfectionnement des règles prudentielles en vigueur.»

Les **fonds spéculatifs** sont en très forte croissance depuis quelques années et gèrent plus de 1 billion de dollars d'actifs. Comme on l'a vu dans les années 90 et lors de la récente crise du crédit immobilier à risque, leurs opérations renforcent souvent la coévolution des prix des actifs. Pourtant, selon certains commentateurs, ces fonds peuvent parfois atténuer les crises financières en allant à contre-courant du marché quand les prix deviennent trop bas pour les investisseurs moins enclins à prendre des risques.

Les **fonds de capital-risque** ont un effet sur la coévolution et la nature des crises financières, mais on sait moins bien comment. Comme ce sont normalement des investisseurs à long terme, ils pourraient par leur présence modérer les crises et concourir à la stabilité. Mais s'ils liquidiaient soudainement une position élevée, cela aurait l'effet inverse. Par ailleurs, ils ont parfois un horizon plus court, et investissent alors en même temps dans des secteurs à la mode dans plusieurs pays, ce qui contribue à la coévolution internationale.

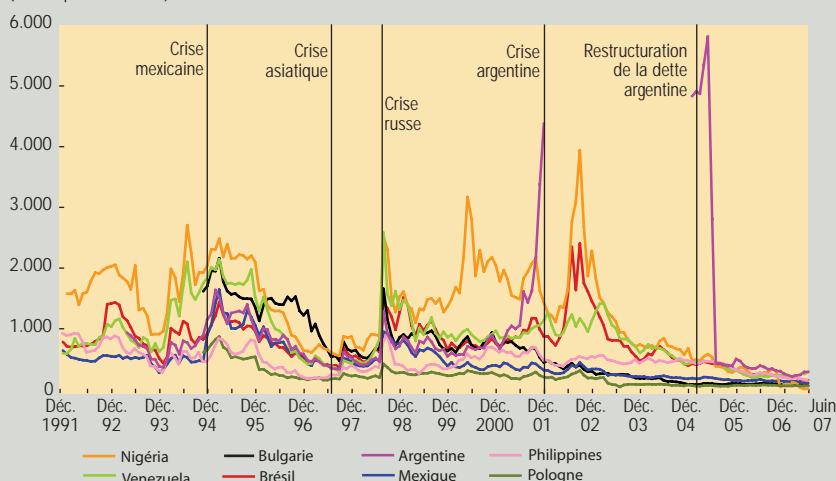
Les **fonds souverains** font l'objet d'un regain d'intérêt, alors qu'ils gèrent depuis longtemps les réserves de change des pays. Divers facteurs expliquent cette curiosité soudaine : dix années de croissance rapide leur ont donné beaucoup d'envergure; ils ont pris de fortes participations

Graphique 2

Coévolution

Depuis 1990, les écarts obligataires dans les pays émergents évoluent de concert, à quelques exceptions près.

(écarts, points de base)



Source : Mauro, Sussman, and Yafeh (2006).

Note : Les écarts se calculent entre le rendement des obligations émises en dollars par les pays émergents et celui des bons du trésor américain à long terme. Un point de base est égal à 1/100 d'un point de pourcentage.

dans des sociétés et institutions financières de pays émergents et avancés, suscitant parfois des préoccupations quant à l'importance stratégique de leurs cibles; et plusieurs d'entre eux ne divulguent pas leurs investissements. Selon certaines estimations, les fonds souverains gèrent bien plus de 1,5 billion de dollars, dont la plus grande partie est contrôlée par une poignée d'entre eux. Bien que la plupart suivent des stratégies de placement prudentes et à long terme, ils pourraient théoriquement jouer un rôle déstabilisant en inversant brutalement une position, surtout dans un petit pays émergent.

Outre l'apparition de nouveaux acteurs, les nouveaux instruments offerts aux petits investisseurs pourraient aussi renforcer la coévolution internationale des prix des actifs. Ainsi, la popularité croissante des placements indexés — au moyen de fonds de placement collectif indiciels et plus récemment de «trackers» — fait que l'on investit dans des indices agrégés, nationaux ou régionaux, et non dans des titres (ou pays) individuels. Les trackers sont des organismes qui cherchent à répliquer un indice de marché bien établi. Les apports et les retraits de fonds peuvent faire varier tous les titres sous-jacents dans le même sens, sans guère tenir compte des informations nationales. En revanche, l'introduction de nouveaux instruments financiers tels que les trackers peut aider les investisseurs à diversifier leurs portefeuilles et accroître la liquidité des marchés, et ainsi encourager les investisseurs à acquérir actions et obligations individuelles. La croissance des opérations bancaires internationales a aussi manifestement accru les possibilités de transmission internationale des chocs financiers et autres.

Préparer l'avenir

Il est difficile de prévoir la nature des crises financières du 21^e siècle, mais elles emprunteront probablement à la fois au passé plus lointain et aux années 90. Si les crises d'avant la Première Guerre mondiale éclataient dans le contexte de difficultés macroéconomiques, elles étaient généralement déclenchées par des guerres ou d'autres accès de violence politique, découlant de déficiences institutionnelles et de l'instabilité politique. Les politiques macroéconomiques de nombreux pays émergents se sont améliorées, mais, comme des faiblesses institutionnelles subsistent dans certains, les futures crises pourraient bien être causées par des troubles politiques. Les liens financiers plus étroits qui existent actuellement — notamment du fait des activités de nouveaux acteurs — risquent d'entraîner une rapide propagation internationale des crises, comme dans les années 90.

Un retour de la contagion est donc une hypothèse de travail prudente, d'où la nécessité de s'y préparer aux niveaux national et international. Sur le plan interne, de nombreux pays se sont employés — notamment en améliorant leur gestion de l'économie et de la dette — à réduire leur vulnérabilité et à amortir le choc en cas de crise. Au plan international — et dans la mesure où les défaillances du marché et les externalités exigent une gouvernance et une coordination mondiales — le débat porte sur le rôle des institutions financières internationales ou supranationales, par exemple pour établir des mécanismes d'apport de liquidités lors d'une crise. Des groupes régionaux de pays ont mis en commun leurs réserves de change à titre de précaution.

Outre l'augmentation des liquidités officielles — soit au moyen d'une auto-assurance sous forme de réserves de change, soit par des accords entre pays ou avec des institutions internationales — les flux financiers internationaux ont-ils d'autres conséquences pour la gouvernance mondiale? Le débat va sans doute se concentrer sur le besoin d'un renforcement de la surveillance officielle des opérateurs financiers privés. Bien que certains observateurs aient proposé diverses formes de régulation des flux, on va probablement examiner surtout la nécessité éventuelle d'un surcroît de transparence et de données, ainsi que d'un perfectionnement des règles prudentielles en vigueur. Il s'agira notamment de voir si les troubles récents sur le marché des crédits immobiliers à risque ont révélé des failles.

Faute de comprendre tout ce qu'impliquent de nouveaux acteurs importants, comme les fonds spéculatifs, les fonds de capital-risque et les fonds souverains, on peut soutenir raisonnablement que l'effet net de chacun d'entre eux favorisera la stabilité ou la volatilité. Malgré tout, il est facile d'imaginer des scénarios dans lesquels ils seraient source de volatilité et de contagion, et on doit examiner avec soin les moyens de les éviter. Le débat de fond va probablement porter sur l'obligation pour ces nouveaux acteurs de fournir davantage d'informations sur leurs stratégies et leurs investissements (c'est-à-dire une plus grande transparence), ainsi que sur la possibilité de concevoir pour eux de nouveaux codes de conduite (volontaires). Pour progresser dans ces domaines, il faudra recenser exactement les informations qui conditionnent une régulation prudentielle efficace et aident les investisseurs à décider en connaissance de cause, sans gêner inutilement le fonctionnement du système financier.

Il est clair que tant les pays avancés que les pays émergents s'intéresseront de près à ce débat. Dans le passé, on a insisté sur l'importance d'une bonne gouvernance et de la transparence pour éviter des engagements cachés, et des faiblesses connexes, dans les pays émergents enclins aux crises. On s'intéresse maintenant aux actifs, en réclamant souvent une plus grande transparence des opérations des fonds souverains des pays émergents. Cependant, les turbulences financières de l'été 2007 ont attiré l'attention sur les problèmes de transparence dans les institutions financières des pays avancés et sur l'importance de préserver la stabilité des principaux marchés — pas seulement pour le bien des investisseurs intérieurs, mais aussi pour éviter une contagion internationale préjudiciable. Ce débat devrait prendre encore plus d'ampleur dans les années à venir. ■

Paolo Mauro est Chef de division au Département des finances publiques du FMI, et Yishay Yafeh, de la Hebrew University of Jerusalem et du Center for Economic Policy Research, est expert invité au Département des études.

Bibliographie :

Mauro, Paolo, Nathan Sussman, and Yishay Yafeh, 2006, *Emerging Markets and Financial Globalization: Sovereign Bond Spreads in 1870–1913 and Today* (London: Oxford University Press).

Didier, Tatiana, Paolo Mauro, and Sergio Schmukler, 2006, "Vanishing Financial Contagion?" *IMF Policy Discussion Paper 06/1* (Washington: International Monetary Fund).