

Crise du crédit à risque : une perspective asiatique

La terminologie est peut-être différente, mais la crise actuelle ressemble beaucoup à la crise financière asiatique de 1997

Khor Hoe Ee et Kee Rui Xiong

LES ANNIVERSAIRES de crises sont souvent l'occasion de tirer les leçons du passé — et le 10^e anniversaire l'an dernier de la crise financière asiatique n'a pas échappé à cette règle. De nombreuses conférences ont été organisées pour analyser les événements d'il y a dix ans et réfléchir sur les moyens de prévenir des crises similaires.

Mais à peine ces conférences se sont-elles terminées qu'une nouvelle crise a éclaté, avec un changement d'épicentre — de l'Asie vers les États-Unis et l'Europe — et un vocabulaire nouveau. La titrisation, les crédits hypothécaires à risque et les obligations structurées adossées à des emprunts (OSAE) semblent aux antipodes de l'arrimage du taux de change, du surendettement des entreprises et de la dette extérieure qui ont dominé la crise financière asiatique. Mais les causes profondes des deux crises sont les mêmes. Elles ont été provoquées par une panique des investisseurs face à l'incertitude quant à la sécurité et à la valeur des actifs, et marquées par un retrait massif de liquidités et une insolvabilité croissante du système bancaire.

Comment mieux identifier les signes avant-coureurs d'une crise? Comment cerner les problèmes récurrents dont la résolution en période calme peut atténuer le risque et réduire l'impact des crises à venir? Le présent article examine la crise du crédit hypothécaire à risque et la crise asiatique, ainsi que les facteurs qui expliquent la résistance de l'Asie dans la crise actuelle.

Signes précurseurs

Les deux crises sont nées dans un contexte marqué par *l'abondance de liquidités et une croissance excessive et imprudente du crédit*. La crise asiatique a été précédée par un afflux massif de capitaux dans la région (graphique 1) qui a entraîné une forte hausse des prêts bancaires et de l'endettement des entreprises. Les investisseurs étrangers ont acheté des titres

asiatiques à haut rendement ou des instruments de dette libellés en dollars, présumant que la croissance rapide des économies asiatiques se poursuivrait et que l'arrimage du taux de change tiendrait indéfiniment. De même, la crise actuelle a été précédée par une entrée massive de capitaux aux États-Unis pour financer le déficit courant. Les institutions financières ont joué le rôle d'intermédiaires en transformant cette liquidité en crédits à la consommation et en hypothèques, à leur tour convertis en titres adossés à des créances hypothécaires (TACH) et à des OSAE. L'appât du gain a dopé la demande

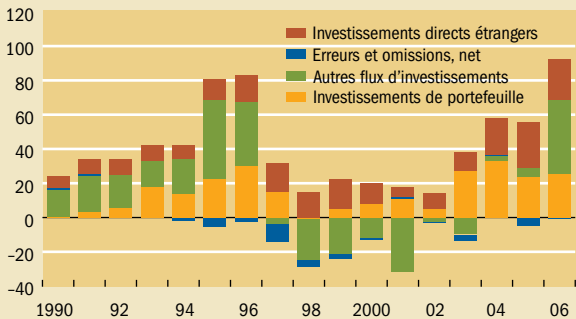
Un billet de 2 dollars collé sur une fenêtre du siège de Bear Stearns à New York après l'offre de rachat de JPMorgan Chase à 2 dollars l'action.



Graphique 1

Afflux de capitaux

Au cours des deux années qui ont précédé la crise asiatique de 1997, la région a connu un afflux spectaculaire de capitaux. (milliards de dollars)



Sources : EICP; FMI, *Statistiques financières internationales*.

de ces produits structurés chez les investisseurs, dont beaucoup ont fondé leurs décisions uniquement sur les notes AAA attribuées à ces produits par les agences de notation.

Les prêteurs ont été aussi animés par la recherche du gain, et l'abondance de liquidités a généralement favorisé *l'assouplissement des critères d'octroi de crédit*. Dans la crise asiatique, l'imprudence avait pris la forme de prêts de faveur accordés aux grandes entreprises, aux mégaprojets ou aux projets immobiliers à viabilité commerciale douteuse. Dans la crise du crédit à risque, cette recherche du profit a donné lieu à une prolifération de prêts hypothécaires de qualité inférieure — les prêts *ninja* (ni revenu, ni emploi, ni actifs).

Les hausses rapides des prix des actifs immobiliers ont été un autre signe précurseur des deux crises. Ainsi, les prix immobiliers aux États-Unis ont grimpé de 50 % entre 2001 et 2006. On a déjà établi des liens entre ces bulles immobilières et l'accès facile au crédit. Selon la célèbre hypothèse d'instabilité financière de Minsky (1992), une période de forte croissance favorise le surendettement. Minsky regroupe les emprunteurs en trois catégories et par ordre décroissant de leur capacité à rembourser les intérêts et le principal : les emprunteurs prudents capables de rembourser leurs dettes à partir des flux de trésorerie; les emprunteurs spéculatifs qui ne peuvent rembourser que les intérêts en reconduisant le principal; les emprunteurs Ponzi, incapables de rembourser les intérêts ou le principal et obligés d'emprunter ou de céder des actifs pour rembourser uniquement les intérêts. L'augmentation du nombre d'emprunteurs spéculatifs et d'emprunteurs Ponzi crée d'abord une bulle d'actifs et le marché réalise par la suite que cette expansion du crédit est insoutenable. Il s'ensuit une brusque contraction des financements et un krach.

Cette instabilité financière est manifeste dans les deux crises. L'essor des prêts hypothécaires à risque, composés d'emprunts spéculatifs et d'emprunts Ponzi, aurait pu prendre les États-Unis au piège d'un cycle de prix immobiliers apparemment vertueux mais sournoisement vicieux. Avec la hausse des prix immobiliers, les prêteurs ont éprouvé un sentiment de sécurité en adossant leurs prêts sur des hypothèques dont la valeur était en hausse, ce qui a dopé la demande et les prix de l'immobilier. De même, les prêts accordés aux entreprises en Asie ont été stimulés par

des économies en pleine expansion et la facilité du crédit, bien des prêts étant octroyés à des projets peu viables, soutenus uniquement par d'autres emprunts. Les deux cycles insoutenables étaient voués à l'effondrement (graphique 2).

Les bulles du marché des actifs sont réputées difficiles à maîtriser dans leur phase d'expansion. En outre, il est difficile de déterminer le point où la croissance du crédit cesse d'être bonne pour devenir excessive. Néanmoins, les deux crises laissent croire que les phases d'expansion *prolongée* des prix des actifs (surtout immobiliers) et de croissance *rapide* du crédit devraient déclencher une surveillance accrue ainsi que la recherche d'éventuelles distorsions du marché.

Des problèmes récurrents

En plus des symptômes communs, la crise du crédit à risque et la crise asiatique présentent des problèmes communs pouvant être considérés comme des lacunes fondamentales.

Tout d'abord, l'imprudence des établissements de crédit dans les deux cas illustre le classique *problème principal-agent*. Dans la crise financière asiatique, les intérêts des actionnaires ont été bafoués par les banquiers qui avaient accordé sans discernement des prêts à certains projets ou entreprises, à la demande des autorités ou en raison d'un lien entre ces projets et les actionnaires influents. Dans la crise du crédit à risque, les détenteurs d'OSAE et de TACH espéraient que les prêteurs hypothécaires respecteraient les critères d'octroi de crédit. Mais, avec le modèle fondé sur le transfert des risques, les prêteurs étaient peu enclins à se soucier de ces critères parce qu'ils ne conservaient pas les créances. Au contraire, ils accordaient des prêts qu'ils revendaient aussitôt aux banques, qui, à leur tour, les titrisaient. Les prêteurs cherchaient à maximiser les commissions sur la titrisation plutôt que les intérêts sur les prêts. La propriété des prêts sous-jacents étant quasi inexistante, les critères d'octroi de crédit se sont nettement dégradés, d'où une hausse des taux de défaillance lorsque le marché de l'immobilier a chuté.

On a également noté des cas classiques d'*aléa moral* dus au fait que les prêteurs et les emprunteurs ne couraient guère de risque en raison de leurs activités. Certains systèmes bancaires et mégaprojets asiatiques d'avant la crise semblaient bénéficier de garanties de sauvetage de la part de leurs gouvernements (Krugman, 1998), ce qui les a incité à prêter sans égard à la viabilité commerciale des projets. De même, bien des banques et entreprises ont emprunté en devises à de faibles taux d'intérêt en présumant que les taux de change fixes seraient maintenus indéfiniment. Dans la crise actuelle, les investisseurs et les banques ont acquis des produits financiers structurés complexes et à long terme tels que les TACH et les OSAE à l'aide de fonds à court terme, estimant que l'accès au crédit reconductible serait toujours possible sur les très liquides marchés interbancaire et monétaire, puisque les banques centrales peuvent y injecter des liquidités au besoin.

Les problèmes récurrents d'aléa moral et de représentation des deux crises sont probablement une indication qu'elles sont systémiques. Toutefois, il incombe aux décideurs de concevoir des systèmes et des politiques qui réduisent au minimum ces risques et atténuent leur impact.

Des réactions différentes

La crise du crédit à risque se poursuit, mais elle en est au stade de la gestion et de la résolution. Ce qui est frappant, c'est la différente riposte par rapport à 1998.

Dans la crise actuelle, les grandes banques centrales ont activement injecté des liquidités afin de juguler la perturbation et la contagion des marchés financiers. Dans le même temps, la Réserve fédérale américaine a réduit sensiblement ses taux d'intérêt pour assouplir les conditions monétaires et le Congrès a approuvé un train de mesures de relance budgétaire. Dans la crise asiatique, les politiques monétaires et budgétaires ont été resserrées dans un premier temps pour soutenir les taux de change en raison de sorties massives de capitaux et d'un mouvement spéculatif sur les devises étrangères ayant contribué à la spirale baissière de l'économie réelle. Ce n'est qu'après la stabilisation des taux de change à un niveau inférieur que les gouvernements ont adopté des mesures budgétaires expansionnistes pour soutenir l'économie réelle.

On a également noté une différence majeure entre la recapitalisation des banques par le secteur public et par le secteur privé, du moins dans la première phase de résolution de la crise. Lors de la crise asiatique, plusieurs gouvernements ont repris les prêts improductifs et injecté de nouveaux capitaux dans les banques, tandis que le FMI a reconstitué les réserves de change des banques centrales. Ce n'est qu'ultérieurement que des capitaux privés ont été injectés sous forme de reprises de banques locales par des intérêts étrangers. Dans la crise actuelle, la recapitalisation des banques a surtout pris la forme de placements directs ou d'injections de capitaux par les fonds souverains. Deux exceptions notoires : la nationalisation de Northern Rock par l'État britannique et le sauvetage de Bear Stearns, qui a exposé la Réserve fédérale américaine à des pertes éventuelles en raison des actifs à risque de cette banque. Toutefois, si la crise du crédit à risque venait à s'aggraver, les autorités seraient probablement

contraintes de jouer un rôle accru et plus direct dans la stabilisation de l'économie et du système bancaire.

Leçons d'Asie

Les pays industrialisés doivent s'inspirer de deux mesures clés adoptées en Asie pour sortir de la crise. La première consiste à **réduire l'endettement de la catégorie d'emprunteurs dont les difficultés ont été douloureusement révélées par la crise**. En Asie, cette catégorie était constituée d'entreprises et de banques à la fois surendettées et trop dépendantes de la dette extérieure. Leurs équivalents dans la crise du crédit à risque sont :

- Les ménages américains, dont le ratio de la dette au revenu disponible est passé de 80 % en 1990 à environ 140 %, et dont bon nombre ont contracté des prêts assortis de taux initiaux faibles, mais aujourd'hui révisés à la hausse.
- Les banques qui avaient fait des investissements hors bilan et sont contraintes de les rapatrier dans leurs bilans.
- Les banques d'investissement qui ont effectué des transactions d'intermédiation à fort effet de levier avec une faible assise financière.
- Les fonds spéculatifs et autres sociétés de placement qui ont profité de l'argent facile pour emprunter sans vergogne.

La réduction de l'endettement sera plus risquée cette fois parce que le lien entre fonds spéculatifs et banques est plus étroit. Par exemple, la négociation de commissions représente une proportion accrue des revenus des banques d'investissement, tandis que plusieurs fonds spéculatifs importants appartiennent à des banques. Il est clair que les autorités de contrôle et de réglementation doivent se montrer plus vigilantes dans la détection

et la réduction des risques excessifs, surtout l'accumulation rapide et soutenue de dettes par les entités non réglementées. Il convient d'améliorer l'enregistrement, l'agrément et la collecte d'informations auprès de ces institutions.

La seconde mesure consiste à **corriger les déséquilibres macroéconomiques**. Le ralentissement économique actuel et la dépréciation du dollar entraîneront probablement une baisse de la consommation et des investissements immobiliers, une hausse du taux d'épargne des ménages et une contraction du déficit courant. C'est similaire à ce qui s'est passé dans nombre de pays asiatiques, sauf que ce sont les investissements immobiliers et les autres dépenses d'investissement qu'il a fallu réduire sensiblement.

Jusqu'ici, tout va bien en Asie ...

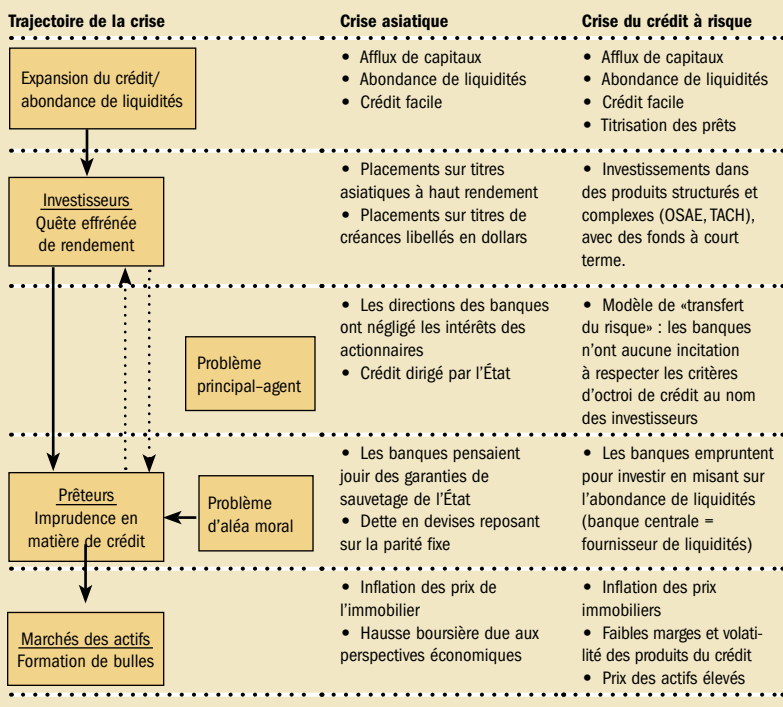
À l'évidence, l'Asie n'est pas à l'abri de la crise actuelle. Les marchés des actions ont écoulé leur stock et la volatilité s'est nettement accrue tandis que les écarts de taux d'intérêt se sont creusés. Qui plus est, la croissance asiatique risque de subir les contrecoups du ralentissement américain.

Néanmoins, la croissance en Asie a bien résisté, malgré les turbulences du marché financier et la faiblesse des exportations.

Graphique 2

Voies parallèles

La crise asiatique de 1997 et la crise actuelle du crédit à risque ont suivi des trajectoires similaires.



Cette résistance tient en partie à la **nette amélioration des paramètres macroéconomiques fondamentaux** par rapport à 1998 — comme en atteste le relèvement des notations de la dette souveraine. Les pays d'Asie ont réduit les dépenses intérieures, les déficits budgétaires, et réformé leurs économies. Les investissements dans les mégaprojets et les projets immobiliers ne sont plus excessifs, et les économies sont plus équilibrées et plus efficaces. Le développement des instruments financiers libellés en monnaie locale a permis de réduire les asymétries monétaires à l'origine de la crise financière asiatique. Les banques centrales ont mieux géré les flux de capitaux, atténuant le risque d'une surévaluation du taux de change, d'une envolée du crédit et d'une bulle d'actifs.

Une autre explication tient à **l'amélioration du bilan des entreprises en Asie**, les ratios d'endettement ayant été réduits fortement et l'emprunt en devises ne constituant plus un élément majeur du financement des entreprises dans la plupart des pays (graphique 3).

Par ailleurs, la résistance relative de l'Asie face à la crise du crédit à risque a mis en exergue les progrès accomplis dans la réforme

de ses systèmes bancaires. L'exposition limitée des banques asiatiques aux actifs à risque et aux OSAE, combinée aux bilans bien capitalisés, a permis aux marchés interbancaires d'Asie de rester calmes pendant que leurs homologues des États-Unis et d'Europe étaient en crise. En général, les ratios de couverture des crédits par les dépôts (graphique 4) et un faible niveau de financement hors bilan ont permis aux banques d'éviter des problèmes de liquidité et de financement dans la crise actuelle du crédit.

De surcroît, la plupart des pays asiatiques ont renforcé leur position extérieure : ils affichent un excédent courant, détiennent d'importantes réserves de change et diversifient leurs exportations. Grâce à la solidité de leur position extérieure, les pressions à la vente sur les monnaies asiatiques ont été modérées en dépit des sorties importantes d'investissements de portefeuille sur les marchés asiatiques et de la résorption des positions de portage à caractère spéculatif prises pendant la crise du crédit à risque. La plupart des monnaies asiatiques se sont appréciées en 2007 et début 2008, aidant les économies à résister aux tensions inflationnistes, surtout celles résultant des cours élevés des matières premières.

Un dernier atout de la plupart des pays asiatiques réside dans l'appréciation relativement modeste des prix immobiliers par rapport aux États-Unis et certains pays européens (Royaume-Uni, Irlande et Espagne) (graphique 5). Les pays asiatiques, notamment Singapour, ont pris des mesures pour calmer les marchés immobiliers ces dernières années chaque fois que les prix menaçaient de se muer en bulle. Ainsi, le risque d'un effondrement des prix immobiliers dans le sillage du ralentissement de la croissance et de la crise financière est moindre.

... mais des risques subsistent

Quoi qu'il en soit, les autorités doivent faire attention aux risques résiduels de la crise du crédit à risque qui pourraient poser des problèmes à l'Asie. Il s'agit notamment, selon un rapport de Standard & Poor's, d'une triple menace pour les banques : des pertes supplémentaires liées au crédit à risque, un impact négatif sur les marchés financiers asiatiques et un impact négatif sur les économies asiatiques.

Les effets semblent modérés jusqu'ici. Les banques asiatiques accordent des prêts classiques et ne sont pas trop exposées aux produits financiers plus sophistiqués qui ont déstabilisé les secteurs financiers de nombreux pays industrialisés. Néanmoins, un ralentissement de l'économie réelle à la suite d'une baisse de l'activité aux États-Unis et en Europe peut entraîner une forte détérioration de la qualité des prêts bancaires.

Jusqu'à présent, les économies asiatiques se sont bien adaptées au ralentissement de l'économie américaine et à la crise financière. La plupart des analystes ne prévoient qu'une légère décélération de la croissance du PIB dans la région. Mais ces économies risquent d'être plus affectées par une profonde récession de l'économie américaine qui pourrait se solder par des créances irrécouvrables et un cycle de crédit négatif.

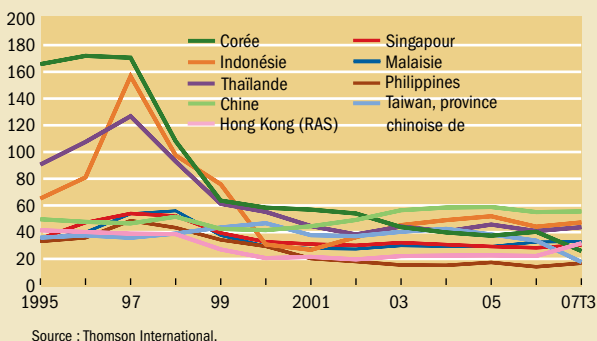
À long terme, et avec le retour de la confiance sur les marchés financiers, les entrées de capitaux dans les pays émergents d'Asie peuvent devenir une source de vulnérabilité. Ces flux peuvent être plus élevés que par le passé, surtout si l'Asie est perçue comme un «havre de paix». L'afflux de capitaux peut apporter une contribution positive à l'économie et aux marchés financiers, mais il peut être instable et doit être géré prudemment pour en atténuer l'impact négatif sur l'économie réelle.

Graphique 3

Amélioration des bilans

Les ratios d'endettement des entreprises se sont améliorés considérablement en Asie depuis la crise de 1997.

(Ratio d'endettement, pourcentage)

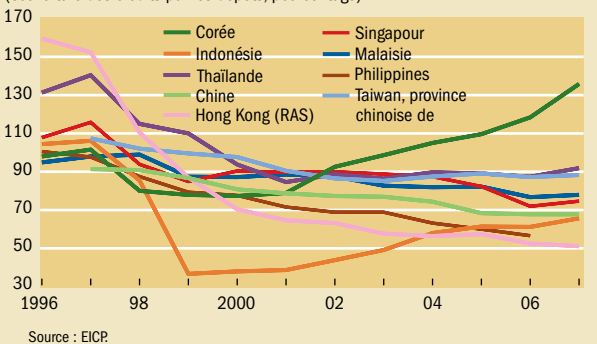


Graphique 4

Des banques plus solides

Généralement, la faiblesse des ratios prêts-dépôts a permis aux banques asiatiques d'éviter des problèmes de liquidité et de financement dans la crise actuelle.

(couverture des crédits par les dépôts, pourcentage)



Les leçons du crédit à risque pour l'Asie

Les économies asiatiques ont beaucoup à apprendre de la crise du crédit à risque. Premièrement, **la forme des crises évolue peut-être, mais leur nature profonde reste la même**. L'Asie doit surveiller les signes précurseurs habituels : abondance de liquidités, croissance rapide du crédit et hausse soutenue des prix des actifs. Cela est particulièrement important pour les pays émergents d'Asie, où les flux de capitaux ont amplifié les problèmes posés par la gestion des liquidités, de la croissance du crédit et de la volatilité des marchés d'actifs. Les dirigeants et les autorités de réglementation doivent par ailleurs être conscients des problèmes classiques de comportement du principal et de l'agent et de l'aléa moral, qui sont parfois les effets pervers de politiques axées sur de bonnes intentions. Les banques centrales et les autorités de réglementation doivent aussi améliorer leurs outils macroprudentiels pour comprendre et résoudre les problèmes récurrents de liquidité, d'endettement et de contagion du système financier actuellement mondialisé. Bien qu'il soit impossible de prévoir le lieu et la date de la prochaine crise, il incombe aux dirigeants d'en atténuer le risque.

Deuxièmement, **l'Asie doit trouver le juste équilibre entre le progrès et la prudence, l'innovation et la précaution**. Un accent excessif sur le progrès au détriment de la prudence aurait été l'un des facteurs de la crise du crédit à risque. Dans un article paru dans le *Korean Herald* l'an dernier et traitant de la nécessité d'une coopération financière en Asie, l'économiste Barry Eichengreen a indiqué que les autorités américaines ont réduit le fardeau réglementaire face à la concurrence de Londres comme centre financier. La déréglementation progressive est un piège que les pays émergents d'Asie doivent éviter.

L'effondrement rapide de Bear Stearns et de Northern Rock constitue un cas d'espèce. La première était à la pointe de l'innovation financière sur les marchés de titres et la seconde était vantée pour sa stratégie de financement novatrice. L'Asie doit veiller à ce que tout écart par rapport aux pratiques bancaires classiques et en faveur de techniques novatrices soit assorti d'une meilleure gestion du risque de liquidité.

À l'évidence, l'Asie doit continuer à développer ses marchés de capitaux et à promouvoir la croissance de ses institutions

financières dans le cadre de son développement économique et financier global. Mais la crise du crédit à risque a prouvé que les innovations financières — nouveaux produits, nouvelles structures, nouveaux acteurs du marché — comportent des risques. À mesure que les marchés financiers asiatiques s'engagent dans de nouveaux domaines, les dirigeants doivent mettre en place des mesures pour parer aux risques posés par l'innovation financière.

Afin de concilier l'innovation et la prudence, les dirigeants pourraient s'appuyer sur quelques principes clés :

- **Les critères d'octroi de crédit doivent être respectés en tout temps**, mais surtout en cas d'abondance de liquidités et de forte croissance économique. Le crédit facile est souvent le reflet de problèmes de principal-agent et d'aléa moral et, en définitive, une cause d'instabilité financière.

- **La transparence est essentielle à l'efficacité du contrôle financier et de la discipline du marché**. La crise du crédit à risque a prouvé que les prêts ordinaires peuvent devenir une source majeure de risque et d'incertitude lorsqu'ils sont titrisés en produits financiers structurés complexes et opaques et détenus en diverses concentrations par des investisseurs potentiels, notamment les instruments de placement hors bilan des banques. Les autorités de réglementation doivent assurer la disponibilité immédiate d'informations complètes sur les nouveaux produits et entités pour permettre aux autorités de contrôle et aux analystes du marché de comprendre et de suivre les risques progressifs pour le système financier.

- **Les liens financiers doivent être compris**. La crise du crédit à risque et les remous sur le marché du crédit illustrent la complexité croissante et la connexité des marchés et des produits financiers. Les dirigeants et les autorités de réglementation doivent consacrer des ressources suffisantes à la surveillance, au contrôle et à la gestion des risques engendrés par les innovations et l'évolution des marchés financiers.

La troisième leçon est que **les paramètres fondamentaux de l'économie sont essentiels**. Des facteurs de vulnérabilité tels que l'endettement excessif des entreprises et l'ampleur des déficits courants ont miné la confiance en 1997. En 2007–08, la bonne santé financière des économies asiatiques leur a permis de résister relativement bien à la tourmente actuelle. Cela pourrait encourager les pays émergents à maintenir des bilans sains, des soldes courants viables et des réserves de change suffisantes pour amortir les chocs.

En raison de ses bonnes perspectives de croissance à long terme, l'Asie est sans doute prête à être portée par le prochain essor économique, voire à le mener. Elle devra veiller à ce que son développement ne soit pas entravé par des crises financières. La région doit profiter de sa position plus favorable pour tirer parti des leçons de 1997 et de la crise actuelle. ■

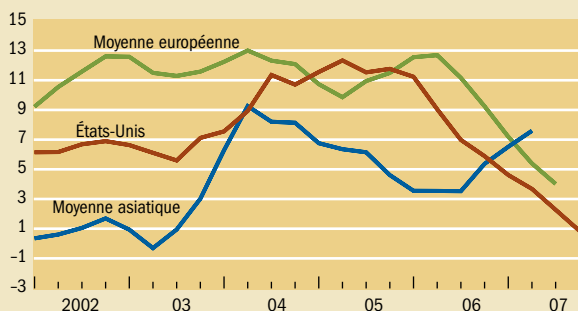
Khor Hoe Ee est Directeur général adjoint chargé de l'économie, et Kee Rui Xiong est économiste à l'Autorité monétaire de Singapour.

Graphique 5

Pas de bulle immobilière

Contrairement aux États-Unis et à bien des pays d'Europe, la hausse des prix immobiliers a été modeste en Asie.

(Indice des prix immobiliers, croissance en glissement annuel, pourcentage)



Source : EICP.

Bibliographie :

Krugman, Paul, 1998, "What Happened to Asia?" (unpublished; Cambridge: Massachusetts Institute of Technology).

Minsky, Hyman, 1992, "The Financial Instability Hypothesis," Levy Economics Institute Working Paper 74 (New York).