

Les signaux de la prochaine crise

Qu'attendre des systèmes d'alerte précoce?

Atish R. Ghosh, Jonathan D. Ostry et Natalia Tamirisa

«Les politiques ont souvent deux penchants malheureux : accorder trop d'attention aux scénarios catastrophe ou, au contraire, en faire totalement abstraction. Il en va parfois de leur réussite électorale ou de leur popularité.»

Cass R. Sunstein, *Worst-Case Scenarios*

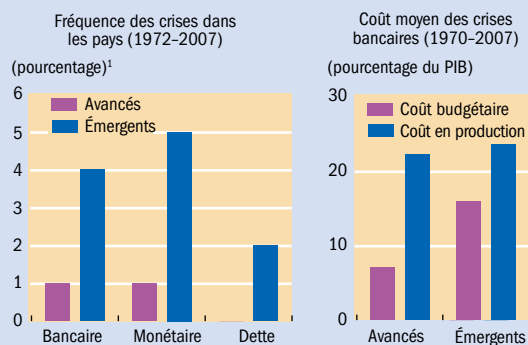
APRÈS bientôt une décennie de calme relatif à la suite des crises des marchés émergents des années 90, les actuelles turbulences financières mondiales ont relancé l'intérêt des décideurs comme du grand public pour les systèmes d'alerte précoce (SAP) dans l'anticipation des crises financières. Mais quels signaux ces systèmes peuvent-ils vraiment détecter? Comment fonctionneront-ils? Et seront-ils efficaces?

L'expérience montre que les crises sont extrêmement coûteuses, tant pour les pays avancés que pour les pays émergents (voir graphique). Certes, elles ont toutes leurs particularités mais sont presque toujours le produit d'une vulnérabilité économique sous-jacente et d'un déclencheur spécifique. Le facteur de vulnérabilité est sou-

vent une bulle du crédit ou du prix des actifs, une asymétrie de bilan (trop d'emprunts en devises, à des échéances trop courtes, ou avec une capitalisation insuffisante), mais le déclencheur peut prendre la forme de n'importe quel évènement ou presque — agitation politique, choc des termes de l'échange, contagion, ou, plus récemment, effondrement du marché des *subprime* (voir tableau).

Des crises coûteuses

Si les crises sont plus courantes dans les pays émergents, les pays avancés n'en sont pas à l'abri.



Source : Laeven and Valencia (2008).

¹Fréquence mesurée à partir du nombre d'épisodes de crise en pourcentage du nombre total d'années-pays dans les échantillons respectifs.

Cette définition — vulnérabilité sous-jacente et facteur de déclenchement — amène à deux conclusions. Premièrement, la crise est aussi imprévisible que l'événement susceptible de la déclencher. Deuxièmement, par voie de conséquence, il est difficile de convaincre les responsables à prendre des mesures préventives, d'autant qu'elles risquent d'avoir un coût économique ou politique. Il s'ensuit que les efforts d'alerte précoce doivent viser non pas tant à anticiper la prochaine crise qu'à cerner les vulnérabilités sous-jacentes en l'absence desquelles une crise serait improbable et à adopter des politiques visant à y remédier.

Que peut-on vraiment attendre d'un SAP?

Idéalement, un système d'alerte précoce doit signaler les vulnérabilités naissantes suffisamment à l'avance — et de manière assez convaincante — pour que puissent être prises des mesures correctives ne serait-ce que face au risque. Crever une bulle spéculative avant qu'elle ne gonfle, contenir les engagements sans couverture sur le marché des changes, limiter l'effet de levier et relever les ratios de fonds propres, sont autant de mesures permettant de réduire l'accumulation de vulnérabilités.

Mais ces mesures risquent d'être assez impopulaires : les ménages préfèrent voir grimper la valeur de leur maison, les emprunteurs souhaitent pouvoir emprunter à meilleur compte en devises, et les institutions financières rechignent à détenir davantage de capital, car cela nuit à leur rentabilité. Par conséquent, quiconque veut persuader de la nécessité d'agir devra expliquer comment les crises peuvent se propager d'un secteur,

d'un marché et d'un pays à l'autre. Enfin, puisqu'il ne sera jamais possible d'éviter toutes les vulnérabilités, un SAP doit aussi pouvoir signaler les risques imminents, pour donner aux pays les moyens de se préparer aux crises à venir et aux décideurs la possibilité de mettre en place des plans d'urgence.

Certes, fixer la mission d'un SAP est une chose, faire en sorte qu'il la remplisse en est une autre. La crise mondiale actuelle donne la mesure des défis à relever. Si un certain nombre de commentateurs ont constaté l'augmentation très rapide du prix de l'immobilier aux États-Unis — symptôme des vulnérabilités croissantes —, ils ont été moins nombreux à comprendre comment, dans cet environnement, les institutions financières non bancaires, peu réglementées et à fort effet de levier (banques d'investissement et autres véhicules de titrisation) risquaient de faire du problème relativement mineur des prêts hypothécaires à risque la crise financière la plus grave depuis la Grande Dépression. Et sans cette capacité à «faire le rapprochement», pourquoi aurait-on adopté des mesures préventives (comme contraindre les banques à détenir davantage de capital pour couvrir leurs engagements hors-bilan)?

Comment élaborer un SAP?

La première étape consiste à déterminer les événements à signaler. Les modèles d'alerte précoce mis au point au lendemain des crises des marchés émergents des années 90 visaient des phénomènes extérieurs — tarissement soudain des entrées de capitaux — puisque la plupart des crises dans ces pays découlaient d'inversions brutales des flux de capitaux, ou du moins les avaient pour corollaires. (De manière plus intéressée pour le FMI, ces crises créant des besoins de financement extérieur, leur détection précoce lui permet de prévoir d'éventuels appels à ses ressources de prêt.) Dans les économies avancées, bien que les crises puissent avoir une dimension extérieure, elles sont plus souvent axées sur le secteur financier. En outre, les fortes chutes de production — par-delà les simples fluctuations conjoncturelles — peuvent en elles-mêmes intéresser les décideurs, qu'elles s'accompagnent ou pas d'une crise financière.

Une fois la crise définie, l'étape suivante consiste à concevoir les instruments analytiques appropriés. Cette trousse doit associer à des méthodes d'analyse quantitative formelle des méthodes plus heuristiques axées sur de vastes consultations et des appréciations plus subjectives. Les outils quantitatifs remplissent quatre fonctions : rechercher systématiquement les vulnérabilités; étudier les liens qui, notamment par le secteur financier, pourraient pousser une éventuelle crise à se transformer et à se propager à d'autres secteurs, marchés ou pays; quantifier à la fois la probabilité et les répercussions d'une éventuelle crise, vu les vulnérabilités identifiées; servir de cadre rigoureux et de repère à toute appréciation subjective.

Les premières versions de SAP reposaient généralement sur un modèle de «probabilité de crise» unique établissant des corrélations entre les indicateurs macroéconomiques (par exemple, l'ampleur du déficit courant ou le ratio réserves/dettes à court terme dans les pays émergents) et les crises.

Les variantes plus modernes reconnaissent que, si ces modèles restent essentiels, les perspectives macroéconomiques et financières globales, la correspondance avec d'autres modèles et analyses sectoriels, des données de marché à haute fréquence

Les crises et leurs causes

Vulnérabilités et déclencheurs à l'origine des crises.

Crise	Vulnérabilité	Déclencheur
Mexique (1994)	Engagements extérieurs à court terme (et en devises) de l'État	Resserrement de la politique monétaire des États-Unis, chocs politiques
Thaïlande (1997)	Engagements extérieurs des entreprises financières et non financières; concentration d'engagements des sociétés financières dans le secteur immobilier	Détérioration des termes de l'échange; déflation des prix des actifs
Indonésie (1997)	Engagements extérieurs des entreprises; concentration des actifs bancaires dans les prêts immobiliers; ratio élevé d'endettement des entreprises	Contagion de la crise thaïlandaise; crise bancaire
Turquie (2000)	Engagements extérieurs à court terme de l'État; asymétries de devises et d'échéances dans le système bancaire	Creusement du déficit courant, appréciation du taux de change réel, choc des termes de l'échange; incertitude quant à la volonté politique de réformer le secteur financier
Finlande (1991)	Boom du crédit et de l'immobilier, surchauffe, sous-capitalisation bancaire, concentration des prêts, crédits intérieurs en devises,	Resserrement de la politique monétaire, effondrement du commerce avec le Conseil
Norvège (1988)	déréglementation financière sans renforcement de la réglementation prudentielle ni de la supervision;	d'assistance économique mutuelle; dépréciation du taux de change
Suède (1991)	faiblesses de la gestion des risques des banques	
États-Unis (2007)	Boom du crédit et de l'immobilier; faiblesses de la réglementation financière d'où une accumulation du levier financier et une mauvaise valorisation du risque	Effondrement du marché des prêts hypothécaires à risque

Sources : Ghosh *et al.* (2008); Drees and Pazarbaşıoğlu (1998).

La boîte à outils d'un SAP en un clin d'œil

De quels outils analytiques faut-il doter un SAP? Si les détails varient d'un cas à l'autre, un SAP efficace comprendra vraisemblablement plusieurs éléments dont un aperçu des perspectives macroéconomique et financières mondiales, une évaluation des vulnérabilités nationales et sectorielles et une analyse des effets de débordement sur les autres pays et les autres secteurs.

Perspectives. L'analyse des tendances de la conjoncture macroéconomique et financière mondiale repose sur le calcul des risques financiers et souverains à partir de données du marché, la dispersion des prévisions économiques du secteur privé, et des graphiques en éventail résumant les risques relatifs aux projections économiques de référence. En outre, et pour donner le contexte général de l'analyse des risques de pertes extrêmes, s'ajoutent les tendances relatives aux équilibres épargne-investissement du pays et des différents secteurs, aux déséquilibres extérieurs et aux désalignements du taux de change.

Mesures sommaires de la probabilité, de la durée et de l'ampleur d'une crise. Plusieurs méthodes ont été élaborées pour synthétiser les vulnérabilités d'un pays aux divers types de crises (par exemple extérieures, financières, croissance), à partir d'une large gamme d'indicateurs économiques et financiers. Certains outils utilisent des modèles «probit», tandis que d'autres reposent sur des techniques non paramétriques, qui identifient les seuils des

différents indicateurs de vulnérabilité en fonction de leur capacité à distinguer les cas de crise des autres. Ces modèles, qui indiquent généralement la probabilité d'une crise, peuvent être complétés par des outils aidant à déterminer la profondeur d'une crise, sa durée et le trajet éventuel de la reprise (y compris, par exemple, si elle s'accompagnera d'un rebond du crédit) si elle se produit.

Mesures des vulnérabilités sectorielles. Pour faire le trait d'union entre les modèles axés sur les probabilités globales de crise et les analyses sectorielles, on peut recourir à des méthodologies sectorielles spécialisées. Les outils sectoriels peuvent se centrer sur des sources spécifiques de vulnérabilité (par exemple, désalignements des prix immobiliers ou positions budgétaires insoutenables). Des indicateurs de marchés financiers de haute fréquence peuvent aider à synthétiser l'information prospective et à anticiper des conditions financières en rapide dégradation.

Transmission à d'autres pays, secteurs ou marchés. Pour calculer les scénarios de risques extrêmes il faut comprendre comment les chocs se transmettent d'un pays ou d'un marché à l'autre. Ainsi, des données sur les engagements bancaires transfrontaliers peuvent faire apparaître une éventuelle contagion internationale par les prêts bancaires. De même, divers outils peuvent aider à évaluer les risques de contagion du secteur financier au secteur souverain et à celui des entreprises non financières, notamment à partir des perceptions du marché.

et des simulations de répercussions transfrontalières peuvent aussi être importants pour obtenir une évaluation équilibrée et complète des vulnérabilités annonciatrices d'une crise (l'encadré offre une analyse plus technique des outils).

Un système d'alerte précoce ne peut cependant se limiter à des outils formels et quantitatifs. La singularité et la diversité des crises limitent nécessairement la capacité des outils statistiques à extraire les informations susceptibles de prédire la prochaine crise ou à prendre totalement en compte les facteurs spécifiques aux pays. Ces outils quantitatifs doivent donc être complétés par d'autres démarches, dont les concertations avec les décideurs, les opérateurs et les universitaires, l'application de règles empiriques issues de l'expérience, d'hypothèses circonstanciées, de jugements intuitifs, du bon sens et d'une réflexion «non conformiste», autant d'éléments qui aident à détecter les nouvelles sources de vulnérabilité, sans oublier que la crise à venir risque d'être bien différente des autres.

Comment convaincre les politiques?

Au-delà des difficultés techniques liées à la détection des vulnérabilités, le problème sans doute le plus redoutable est d'arriver à convaincre les décideurs de réagir aux signaux d'un SAP. D'où l'importance d'une communication claire et sincère sur les alertes précoces, étayée par des analyses exhaustives. Celles-ci doivent comporter une description des sources de vulnérabilité sous-jacentes, des chocs qui peuvent les amener à se matérialiser et de la manière dont les chocs pourraient se propager aux autres secteurs, marchés ou pays. Enfin, les alertes précoces doivent être accompagnées d'un ensemble clair de mesures envisageables, montrant leurs avantages et inconvénients respectifs au regard des différents types de risques et soulignant la nécessité d'une coordination internationale. La communication

doit être soigneusement modulée, certains messages devant être réservés aux décideurs, tandis que d'autres informations, moins délicates, peuvent être rendues publiques.

Au bout du compte

Un SAP doit avoir pour objectif réaliste et ambitieux de signaler les risques d'un éventuel scénario catastrophe et de proposer aux décideurs des options optimales pour y réagir. Il faut pour cela une analyse rigoureuse et prospective, une solide capacité d'appréciation et une communication fluide. Mais, pour parfaite que soit sa conception, un SAP ne saurait prédire ou prévenir toutes les crises et il peut par ailleurs déclencher trop de fausses alarmes. Les responsables politiques seront-ils prêts à écouter une fois la crise financière mondiale passée? ■

Jonathan D. Ostry est Directeur adjoint, Atish R. Ghosh est Chef de la Division des questions systémiques, et Natalia Tamirisa est Assistante du Directeur, au Département des études du FMI.

Bibliographie :

- Drees, Burkhard, and Ceyla Pazarbaşıoğlu, 1998, The Nordic Banking Crisis: Pitfalls in Financial Liberalization, *IMF Occasional Paper 161* (Washington: International Monetary Fund).
- Ghosh, Atish R., and others, 2008, IMF Support and Crisis Prevention, *IMF Occasional Paper 262* (Washington: International Monetary Fund).
- Laeven, Luc, and Fabian Valencia, 2008, "Systemic Banking Crises: A New Database," *IMF Working Paper 08/224* (Washington: International Monetary Fund).
- Sunstein, Cass R., 2007, *Worst-Case Scenarios* (Cambridge, Massachusetts, and London, England: Harvard University Press).