

VI. LE POINT SUR LES MOUVEMENTS DE CAPITAUX VERS LES ÉCONOMIES DE MARCHÉ ÉMERGENTES

La grande volatilité des flux internationaux de capitaux a été lourde de conséquences pour les économies de marché émergentes. Des réformes du système financier international sont à l'étude dans le but à la fois d'éviter les crises et de les gérer plus efficacement lorsqu'elles éclatent. Ce chapitre examine les principales causes de la volatilité des flux de capitaux au cours de la période récente et les mesures que les économies de marché émergentes et la communauté internationale pourraient prendre pour y remédier. Premièrement, en comparant les principales caractéristiques institutionnelles des marchés financiers dans les économies développées et dans les économies émergentes, on étudiera dans quelle mesure le système financier intérieur a contribué à déclencher des crises dans certaines économies de marché émergentes au cours des années 90. Deuxièmement, on cherchera à savoir si le renversement des flux de capitaux a été lié à une aggravation des déséquilibres macroéconomiques, et on examinera le rôle joué par les régimes de taux de change fixes dans l'apparition de ces déséquilibres, ainsi que les stratégies permettant d'abandonner un régime de parité fixe sans provoquer de perturbations. Troisièmement, on tentera de déterminer dans quelle mesure la crainte d'une crise de liquidité et les comportements d'imitation et de contagion ont contribué à amplifier et à diffuser les réactions des investisseurs à des informations défavorables dans un pays donné. Enfin, on examinera si des mécanismes de contrôle des mouvements de capitaux peuvent stabiliser les flux transfrontières.

Les systèmes financiers intérieurs des marchés émergents

Un bon fonctionnement du système financier est indispensable à la stabilité des flux de capitaux étrangers aussi bien dans les marchés émergents que dans les marchés développés. Étant donné que, dans la plupart des économies de marché émergentes, les marchés de capitaux sont peu développés, le système bancaire joue un rôle essentiel dans l'intermédiation des flux financiers transfrontières. La capacité du système bancaire à gérer des entrées très importantes de capitaux sans prendre de risques excessifs dépend en partie de l'environnement institutionnel dans lequel opèrent les banques, c'est-à-dire de la conception du filet de sécurité financier et de l'étendue du contrôle du crédit par les pouvoirs publics, du cadre réglementaire et de contrôle et des normes effectives d'information financière. Ces dispositifs institutionnels sont très différents suivant les économies de marché émergentes considérées.

Un bon fonctionnement du système financier est indispensable...

*... mais les systèmes financiers
des marchés émergents
ont souvent été défaillants*

Les déficiences des systèmes financiers ont sans doute fortement contribué à la grande instabilité des flux de capitaux dans certains pays d'Asie¹. Les opérations d'emprunt effectuées par les banques asiatiques sur les marchés internationaux à de faibles taux d'intérêt pour consentir des prêts à des taux plus élevés sur les marchés locaux se sont révélées très rentables. Cependant, il a fallu pour cela parier que le taux de change serait plus stable que ne le pensaient les marchés, à en juger par les écarts de taux d'intérêt. Par ailleurs, ces opérations ont été possibles parce que les entreprises nationales ont été prêtes à accroître sensiblement leur endettement et les banques internationales se sont montrées disposées à les financer. La forte demande de crédit intérieur a été due à son tour à l'expansion extraordinaire que les entreprises avaient connue dans ces pays et aux stratégies des entreprises, parfois tolérées expressément ou implicitement par les autorités, privilégiant les gains de parts de marché plutôt que la rentabilité. Les établissements financiers n'ayant pas contrebalancé l'optimisme excessif ou les objectifs non commerciaux du secteur des entreprises, le secteur bancaire s'est de plus en plus exposé à des risques de crédit. Les emprunteurs de moins bonne qualité ont obtenu plus facilement les crédits qu'ils demandaient et le déséquilibre des échéances entre les actifs et les passifs des banques s'est accentué, les prêts à long terme étant de plus en plus financés par des emprunts à court terme sur le marché international.

Même lorsque les banques commerciales n'ont pas directement contracté des emprunts à l'étranger pour financer des prêts intérieurs, leur manque de prudence dans l'intermédiation des entrées de capitaux a rendu le système vulnérable. Ainsi, alors que les entrées de capitaux précédant la crise mexicaine en 1994 avaient principalement pris la forme de placements de portefeuille, elles ont fourni au système bancaire les ressources nécessaires pour soutenir une forte expansion du crédit intérieur. Lorsque le crédit intérieur a fortement progressé, les banques ne semblent guère s'être préoccupées de la vulnérabilité accrue de leurs clients en cas de dépréciation du peso. Pendant la période qui a précédé les crises en Russie et au Brésil, les banques commerciales ont joué un rôle direct relativement modeste dans l'importation de capitaux étrangers et le crédit au secteur privé a peu augmenté. Cependant, les banques des deux pays ont investi massivement dans des titres publics à court terme et à haut rendement. Cette stratégie est devenue de plus en plus dangereuse à mesure que la situation budgétaire s'est dégradée, et les banques commerciales, de même que d'autres investisseurs nationaux et internationaux, ont sans doute absorbé une trop grande quantité de titres de la dette publique. Le défaut effectif de paiement par le gouvernement russe de sa dette intérieure en août dernier a eu de sérieuses conséquences pour le système bancaire, et les banques brésiliennes seraient dans une situation très difficile en cas de rééchelonnement de la dette publique.

*Les banques ont pris des
risques excessifs en raison de
problèmes d'aléa moral...*

Il est difficile de dire si les problèmes d'aléa moral² dus à l'existence d'un filet de sécurité pour les banques sont plus sérieux dans les économies de marché émergentes que dans les pays avancés. Les dispositifs d'assurance des dépôts sont semblables, dans la pratique, dans les deux groupes de pays : l'assurance formelle des déposants est principalement employée dans les pays avancés et, jusqu'à une date récente au moins, la garantie implicite des autorités était utilisée dans les marchés

-
1. Dans certains pays d'Asie, le secteur privé non bancaire a emprunté massivement sur les marchés internationaux. Cependant, il est possible que ces emprunts aient été effectués par l'intermédiaire de filiales de banques locales ou auprès de banques internationales. En outre, étant donné les liens financiers étroits existant entre entreprises et banques, les premières ont souvent pu contracter des emprunts à l'étranger pour le compte des banques, qui ont pu ensuite utiliser les fonds déposés pour consentir des prêts sur le marché intérieur.
 2. Il y a aléa moral lorsque les agents ne supportent pas toutes les conséquences de leurs actes.

émergents, notamment en Asie de l'Est. Afin d'éviter une dégradation de la confiance dans le système financier, les autorités des économies avancées comme des économies émergentes jouent le rôle de «prêteur en dernier ressort», de manière à empêcher qu'un établissement financier important soit mis en faillite en cas de problème de liquidité. Dans les systèmes financiers avancés, l'État n'apporte généralement son aide qu'à condition que les actionnaires des banques assument eux-mêmes des pertes importantes et que les dirigeants soient remplacés. En revanche, en Asie de l'Est, avant la crise de 1997, le filet de sécurité a généralement permis des injections permanentes de fonds publics dans les banques privées. En atténuant les risques financiers aussi bien pour les gestionnaires que pour les actionnaires, ces mesures ont posé des problèmes d'aléa moral particuliers³.

Le rôle et le fonctionnement du secteur bancaire semblent être plus étroitement liés aux pouvoirs publics dans les économies de marché émergentes. Ces liens plus étroits ne se traduisent pas par une plus grande participation financière de l'État dans les banques, puisque celle-ci n'est guère différente dans les économies de marché émergentes et dans les économies de marché avancées⁴, mais prennent plutôt la forme d'un contrôle du crédit et de moyens de financement, et de régimes d'imposition et de subvention complexes et générateurs de distorsions. Dans ces conditions, les banques ne sont pas des entités autonomes cherchant à maximiser leurs profits, mais fonctionnent au contraire, dans une certaine mesure, comme des organes quasi-budgétaires, distribuant des quasi-subsidies à certains secteurs qui n'apparaissent pas dans les comptes des administrations publiques. Or, cette pratique peut donner à penser que les prêts ainsi que les engagements internationaux des banques sont garantis par l'État. En période de croissance économique rapide, les performances inférieures à la moyenne de ces crédits administrés ont tendance à être masquées par l'augmentation des dépôts (et, dans certains cas, par des injections supplémentaires de capitaux publics dans les banques) ; par contre, lorsque l'activité économique se ralentit, ce système peut sérieusement fragiliser le secteur bancaire. En Corée, en Indonésie, en Malaisie, aux Philippines et en Thaïlande, par exemple, les banques ont été incitées par des dispositions réglementaires ou par des pressions, à un moment donné au cours des deux dernières décennies, à distribuer une proportion déterminée de leurs prêts à certains secteurs (OCDE, 1998, et Folkerts-Landau *et al.*, 1995)⁵, si bien que le secteur bancaire de ces pays est devenu particulièrement vulnérable.

Pour éviter que le secteur financier exploite de façon abusive le système d'assurance inhérent au filet de sécurité, les économies de marché aussi bien avancées qu'émergentes ont essayé de limiter la prise de risque en assujettissant les banques et autres établissements financiers à une réglementation prudentielle. En général,

*... d'une application
insuffisamment rigoureuse
des règles prudentielles...*

3. Corsetti, Pesenti et Roubini (1998) estiment que l'aléa moral a été la cause profonde de la crise dans certains pays asiatiques.

4. Les participations de l'État dans le capital des banques sont très variables suivant les économies de marché émergentes, allant de moins de 10 pour cent de l'ensemble des actifs bancaires (Malaisie et Thaïlande) à la moitié environ de ces actifs (Indonésie et Brésil). Dans les pays avancés, la fourchette est comparable (de zéro aux États-Unis à 50 pour cent en Allemagne). Voir Blöndal et Christiansen (1999), tableau 2.

5. En outre, les crédits au secteur public consentis par des banques contrôlées par les administrations publiques ont parfois provoqué des crises bancaires ; par exemple, au Brésil, le défaut de paiement des administrations des États a été à l'origine de sérieux problèmes d'insolvabilité de certaines banques régionales, aux alentours de 1994. Pour une analyse plus approfondie de cette question, voir Honohan (1997). Étant donné que les banques régionales ont finalement été renflouées par la Banque centrale, on peut dire qu'en fin de compte, les autorités des États ont indirectement bénéficié de crédits très importants des autorités centrales.

l'engagement total des banques vis-à-vis de chacun de leurs clients est plafonné, de manière à éviter qu'elles soient à la merci d'un gros emprunteur (tableau VI.1), tandis que leurs engagements en devises sont souvent limités afin d'écartier des risques de change excessifs (tableau VI.2)⁶. En outre, les banques sont assujetties à des normes de fonds propres qui, en principe, accroissent le coût des prêts et engagent davantage les actionnaires lorsque les risques sont plus importants. Cependant, dans beaucoup d'économies émergentes, ces règles n'ont pas permis d'éviter une prise de risque excessive. De fait, d'après certaines études, l'insuffisance du cadre réglementaire et de supervision aurait été l'une des principales causes des crises bancaires qui ont éclaté dans les marchés émergents (graphique VI.1) (Dziobek et Pazarbasioğlu, 1997 ; Lindgren *et al.*, 1996)⁷.

Tableau VI.1. Incitations à une appréciation adéquate du risque dans les systèmes bancaires

	Ratio de fonds propres (définition de Bâle)		Prêt maximal à un seul emprunteur	Prêts douteux, 1996		Prêts non performants en pourcentage du total des prêts, 1996
	Ratio minimum, 1995	Ratio effectif ^a	Pourcentage du capital	Mois d'arriérés	Provision (en pour cent)	
Corée	8	9.1	15	6+	20-75 ^b	0.8
Mexique	8	13.1	10-30 ^c	3+	Variable	12.2 ^e
Hong-Kong, Chine	8	17.5	25	Néant	Néant	2.7
Indonésie	8	11.9	10-20 ^e	3-6	10	8.8
Malaisie	8	11.3	30 ^f	6-12	Variable	3.9
Thaïlande	8	9.3	25 ^g	6+	7½-15 ^b	7.7 ^e
Taipei chinois	8	12.2	3-5	6+	Variable	3.8
Argentine	12	18.5	15	3-6	1-25 ^b	9.4
Brésil	8	12.9	30	3-6	20-100 ^b	5.8
Chili	8	10.7	5 ^h	1-2	20 ⁱ	1.0
Russie	8	13.5 ^e	50-100		Variable	15.1
États-Unis	8	12.8	15	3+	Variable ^k	1.1
Japon	8 ^d	9.1	20	6+ ^j	Néant	3.4
Allemagne	8	10.2 ^e	25	Néant ^l	Néant	

a) 1996 pour les pays de l'OCDE ; 1995 pour les autres.

b) Les conditions dépendent du type de nantissements et de garanties.

c) Pourcentage du capital net ; la fourchette inférieure s'applique aux prêts personnels et la fourchette supérieure aux prêts aux sociétés.

d) Appliqué seulement depuis 1998 pour les banques internationales et à compter de 1999 pour les banques nationales.

e) 1997.

f) Le capital comprend le capital libéré, les réserves et les provisions.

g) Pourcentage du capital de première catégorie.

h) Pourcentage du capital réserves comprises.

i) Provisions pour un niveau de risque de défaillance estimé de 5 à 40 pour cent.

j) Porté à trois mois en 1998.

k) Une provision pour créances douteuses doit être basée sur la valeur présente des produits futurs anticipés provenant de ces créances, ou sur la valeur de marché de ces créances, ou sur la valeur de marché observée de la créance, ou sur la valeur justifiée de la garantie si le prêt fait l'objet d'une garantie.

l) Des critères spécifiques sont utilisés pour déterminer si une créance est douteuse.

Source : OCDE ; BRI ; M. Goldstein et P. Turner, 1996.

6. Dans la plupart des économies de marché émergentes, des règles limitent les engagements en devises. Par exemple, en plus des pays énumérés au tableau VI.2, la République slovaque impose un ratio de 80 pour cent entre les créances en devises sur des non-résidents et le montant total des engagements en devises.

7. L'importance de bons mécanismes de réglementation et de contrôle a notamment été soulignée dans OCDE (1997) et G10 (1997).

Tableau VI.2. **Limites prudentielles sur l'exposition des banques au risque de change**

	Limites sur la position agrégée (en pourcentage du capital)	Autres commentaires
Indonésie	25 (PNA)	Dettes à court terme limitées à 30 pour cent des capitaux propres
Malaisie	Variable, dépend de la qualité des dirigeants	
Corée	15 (sommes des positions longues) 10 (sommes des positions courtes)	La limite sur les positions <i>spot</i> courtes est de 3 pour cent du capital de la banque ou au plus \$ 5 millions.
Thaïlande	20 (positions longues nettes) 15 (positions courtes nettes)	
Argentine	25 (PNA)	
Brésil		Le plafond sur la position courte dépend de la valeur nette ajustée de chaque banque. Le plafond sur la position longue est \$ 1 million (tout montant excédant le plafond doit être déposé à la banque centrale)
Chili	20 (PNA)	Une position moyenne d'ensemble courte est prohibée.
Mexique	15	
Russie	Montants variables en valeur absolue pour différentes tranches du capital	
États-Unis	Néant	
Allemagne	21 (PBA)	

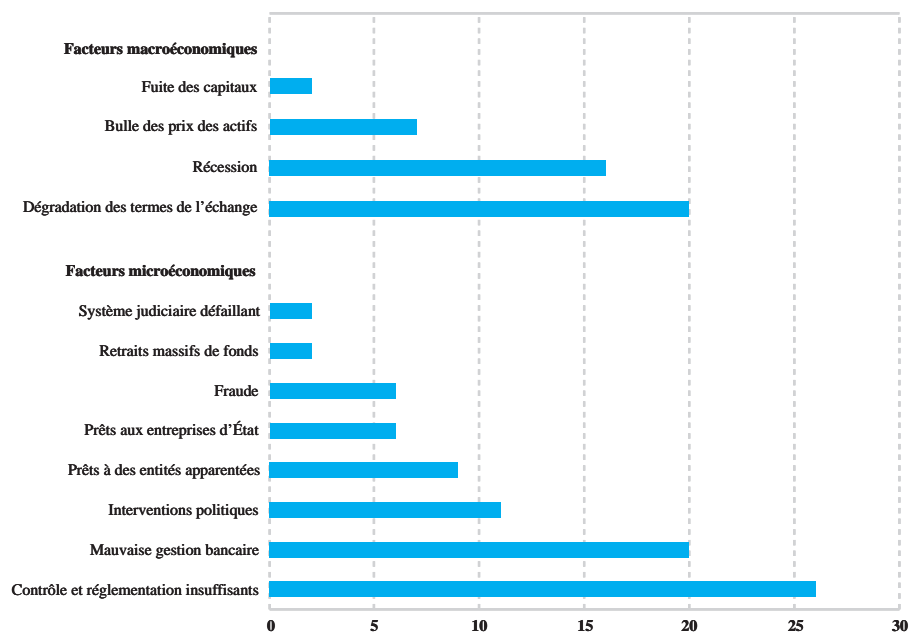
Note : PNA dénote la position nette agrégée, c'est-à-dire la différence entre les positions courte et longue ; PBA dénote la position brute agrégée, c'est-à-dire la somme des positions courte et longue.

Source : R.K. Abrams et P. Beato (1998) ; Fonds monétaire international (1996b).

Dans le passé, le manque d'efficacité des règles prudentielles dans les économies émergentes a été attribué à plusieurs facteurs :

- En permettant aux banques de surestimer leur capital, des règles insuffisamment rigoureuses en matière de classification des prêts et de constitution de provisions ont affaibli la discipline qu'impliquent les ratios de fonds propres. Alors que dans les économies avancées, des créances sont considérées comme douteuses si l'arriéré de paiement atteint trois mois, beaucoup de pays asiatiques ne considéraient comme improductives que les créances dont le service n'était pas assuré depuis six mois ou plus. Par ailleurs, alors que les économies avancées exigent généralement (ou encouragent, par le biais de la fiscalité) que les créances improductives soient rapidement et intégralement provisionnées, les règles appliquées dans beaucoup d'économies émergentes n'imposent que des provisions progressives et partielles.
- Le fait de ne pas prendre en compte les activités extraterritoriales des établissements financiers pour appliquer la réglementation a réduit l'efficacité de celle-ci en tant que moyen de contenir les risques. Les groupes financiers ont généralement des succursales et des filiales à l'étranger qui représentent une part importante de leurs activités, et les prêts à risques sont souvent concentrés dans ces centres. L'absence de consolidation des activités aux fins de

Graphique VI.1. Facteurs à l'origine des problèmes d'insolvabilité de vingt-neuf banques



Note : Nombre de fois que chaque facteur a été cité dans vingt-neuf cas nationaux.
Source : Caprio et Klingebiel, 1996.

l'application de la réglementation a aussi permis aux banques et aux autres établissements financiers de contourner facilement les règles destinées à limiter les prêts à des entités apparentées et, d'après des recherches récentes, ce facteur aurait été une source importante de fragilité pour le secteur financier dans le passé⁸. En outre, les règles plafonnant les engagements en devises sont inefficaces lorsque les activités des banques à l'étranger ne sont pas assujetties à la réglementation. Le développement des produits dérivés, que les autorités de réglementation ont du mal à contrôler, a aussi sérieusement affaibli les dispositifs de contrôle prudentiel visant les engagements en devises (Garber, 1998).

- Les organismes de contrôle avaient souvent des pouvoirs très limités dans les économies émergentes, et les pénalités imposées en cas de non-respect de la réglementation étaient généralement peu élevées. Cette situation était due à plusieurs facteurs : le caractère informel des liens entre entreprises (notamment en Asie) et le flou qui entourait les droits de propriété, rendant difficile une estimation de l'importance des prêts à des entités apparentées⁹ ; des contraintes de ressources se traduisant par de rares inspections sur place et par un contrôle minimal de l'évaluation des risques de crédit ; le poids limité des organismes de contrôle dans l'administration publique, par comparaison avec celui des organismes chargés de la politique à l'égard du secteur des entreprises ; le fait qu'il était difficile, sur le plan politique, d'amener les

8. D'après une étude portant sur dix crises bancaires ayant eu lieu au cours des années 80, les prêts à des entités apparentées ont joué un rôle dans tous les cas (Sheng, 1996).

9. Ce problème devient lui aussi important dans certaines économies avancées où le gouvernement d'entreprise favorise les regroupements.

entreprises à constituer des provisions pour faire face à une modification éventuelle de la politique officielle (modification de la politique de taux de change annoncée, par exemple).

Les problèmes de contrôle les plus courants, dans les économies avancées, sont dus à des contraintes de ressources et au fait que les règles n'ont pas évolué suffisamment vite pour tenir compte de la libéralisation du secteur financier (c'est l'un des facteurs qui expliquent la crise bancaire de 1992-93 dans les pays nordiques) et des innovations financières. Dans les marchés émergents, il semble plus probable que ce soit l'opacité des structures entrepreneuriales et une tolérance excessive qui font obstacle à un contrôle efficace du secteur bancaire.

Si les établissements financiers locaux ont pris des risques excessifs, c'est peut-être parce qu'ils n'ont pas pu apprécier ces risques, faute d'informations sur la santé des entreprises concernées. Cependant, malgré l'absence de mécanismes systématiques de contrôle et de certification des comptes, de nombreuses économies de marché émergentes se sont efforcées d'adapter leurs pratiques nationales aux normes internationales, et l'on s'accordait à reconnaître que l'écart entre les principales économies émergentes et les économies avancées dans ce domaine s'était résorbé. En 1990, par exemple, la Société financière internationale (SFI) concluait dans une de ses études que les informations financières dans certains pays d'Asie de l'Est (à l'exception du Taipei chinois et, dans une certaine mesure, de la Thaïlande) étaient « bonnes, de qualité acceptable au niveau international » (SFI, 1990). De même, d'après une enquête multinationale réalisée en 1995 sur les pratiques en matière de comptabilité et de contrôle financier, les informations financières étaient de très bonne qualité dans les pays d'Asie où des crises financières ont éclaté par la suite¹⁰. Cependant, si les normes nationales ont souvent été alignées sur les normes internationales, il semblerait que les entreprises locales ne les aient pas toujours appliquées dans leurs rapports financiers (Cooke et Parker, 1994), ce qui tend à prouver qu'il n'existe sans doute pas encore, dans ces économies, une véritable tradition d'information complète et loyale. Par exemple, les crises qui ont eu lieu récemment dans certains pays asiatiques ont révélé l'utilisation très répandue de postes de bilan non publiés pour permettre l'octroi de garanties ou des engagements similaires entre sociétés apparentées (voir, par exemple, OCDE, 1998).

... et de l'insuffisance des normes d'information financière des entreprises

Pour apporter une solution durable au problème de l'instabilité des flux de capitaux du système bancaire dans les économies de marché émergentes, il faut renforcer les mécanismes de réglementation et de contrôle prudentiel, et améliorer les normes effectives d'information financière. De fait, les récentes aides financières de la communauté internationale aux économies frappées par la crise étaient octroyées sous réserve de l'adoption de telles mesures. Afin de réduire les problèmes d'aléa moral, les autorités doivent imposer des sanctions aux établissements qui utilisent les facilités offertes par le prêteur en dernier ressort. Elles doivent aussi se garder d'administrer les crédits bancaires. L'un des aspects essentiels de la réforme réglementaire à entreprendre consisterait à imposer des restrictions prudentielles plus rigoureuses quant aux engagements et aux positions en devises des banques. Cela pourrait empêcher les banques et leurs créanciers internationaux de tirer avantage du filet de sécurité existant dans le secteur

Des mesures correctives réduiront les flux de capitaux instables du système bancaire à long terme...

10. Voir Center for International Financial Analysis and Research (1995). Certains résultats de cette étude sont cités dans Blöndal et Christiansen (1999), tableau 5.

financier, et réduire ainsi le risque d'utilisation des entrées de fonds concernées à des fins de crédit intérieur.

... mais ne présenteront peut-être guère d'avantages à court terme, pour les pays qui connaissent déjà des crises en raison des risques excessifs pris par les banques

A court terme, ce type de réforme des marchés financiers ne présentera pas d'avantage pour les pays dont les engagements sont déjà excessifs. Pour enrayer les sorties de capitaux une fois que la confiance a commencé à se dégrader, il faudra dans bien des cas pratiquer des taux d'intérêt très élevés qui nuiront à l'économie en général et au système bancaire en particulier. Les tentatives visant à réduire les sorties de capitaux au moyen d'une taxe sur les flux de capitaux seront relativement peu efficaces, à moins que le taux de cette taxe ne soit très élevé. L'imposition de restrictions quantitatives sur les sorties de capitaux, ou le rééchelonnement unilatéral ou forcé des prêts pourraient apporter un répit temporaire, mais risqueraient de compromettre sérieusement l'accès futur des banques des économies de marché émergentes au marché interbancaire international, si les créanciers avaient l'impression que les emprunteurs pourraient ainsi échapper à leurs obligations. Compte tenu de ces difficultés, une aide internationale conditionnelle destinée à faciliter un rééquilibrage monétaire ordonné semble être l'option la plus prometteuse.

Situation macroéconomique et régime de change

Des déséquilibres internes sont apparus avant les crises dans certains marchés émergents...

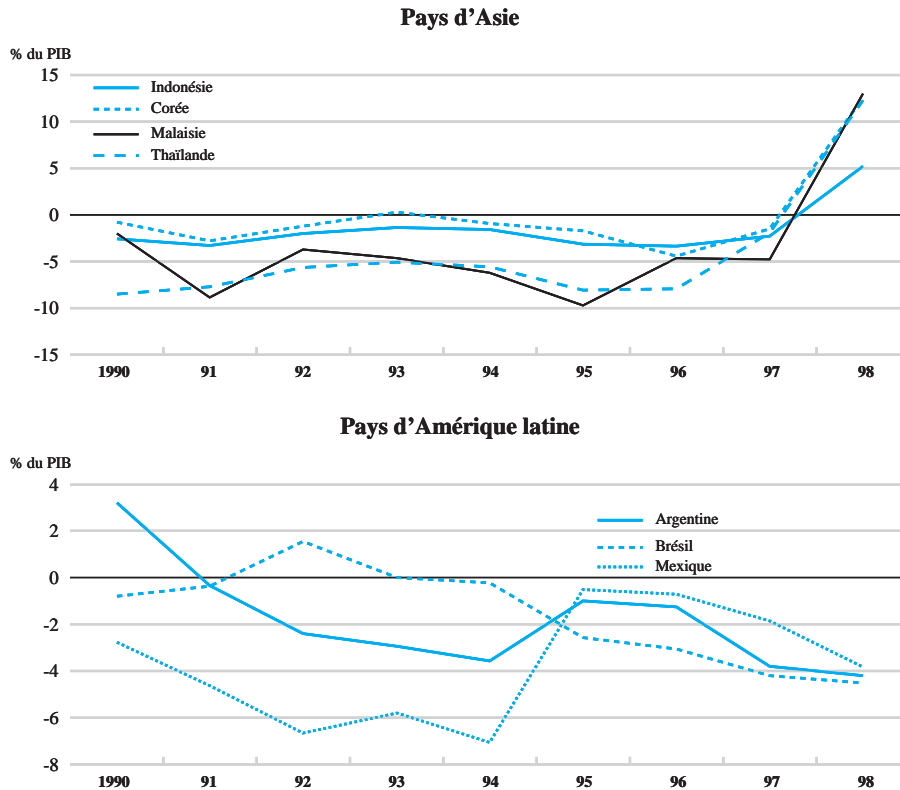
Les différents pays qui ont finalement succombé à des crises au cours des années 90 se trouvaient dans des situations très variables sur le plan macroéconomique. Dans le cas des pays asiatiques, l'inflation ne montrait guère de signes d'accélération ; il n'y avait pratiquement pas de bulle des prix des actifs¹¹ et les comptes des administrations centrales étaient excédentaires. De même, il n'y a pas eu de sérieux problème de déficit budgétaire pendant la période qui a précédé la crise mexicaine, en 1994. En revanche, les deux renversements les plus récents des flux de capitaux ont eu lieu dans le contexte de sérieux déséquilibres budgétaires. La crise russe d'août 1998 a été provoquée par une augmentation insoutenable de la dette publique, due elle-même à un déficit budgétaire représentant 8½ pour cent du PIB en 1997. La crise brésilienne de janvier 1999 a également eu pour origine un creusement persistant du déficit budgétaire, qui a atteint 8 pour cent du PIB en 1998.

... et le solde extérieur a été soumis à des pressions croissantes...

Malgré les différences de situation budgétaire et d'évolution de l'inflation dans les pays qui ont connu des crises, on constate dans la plupart d'entre eux que la forte expansion du crédit intérieur avait affaibli leur position extérieure. Même si l'inflation intérieure a été modérée ou a même diminué, l'augmentation des prix était plus forte en Asie que dans les économies avancées, et elle était même beaucoup plus forte dans de nombreux pays d'Amérique latine. Ce facteur a manifestement joué un certain rôle dans le déclenchement des crises. L'inversion des flux de capitaux vers le Mexique a eu lieu alors que le pays accusait un important déficit de la balance courante (graphique VI.2), tandis que le taux de change effectif réel avait augmenté de

11. A l'exception notable de Hong-Kong, Chine ; et Singapour, les prix de l'immobilier commercial sont restés stables dans les principales villes asiatiques au cours de la période qui a précédé la crise, étant même plus faibles, en termes réels, qu'au début de la décennie. Voir Fonds monétaire international, 1998, et Banque des règlements internationaux, 1997. L'augmentation des prix des actions dans les économies émergentes d'Asie entre le milieu de 1995 et le milieu de 1997 a également été moins prononcée, en général, que dans beaucoup d'économies avancées.

Graphique VI.2. Soldes de la balance courante dans certains pays émergents



Sources : FMI et OCDE.

40 pour cent au cours des cinq années précédentes (graphique VI.3). Avant la dépréciation du réal brésilien, en janvier dernier, le taux de change effectif réel s'était apprécié pendant quatre ans et le déficit de la balance courante avait atteint 4 pour cent du PIB en 1998. L'appréciation du taux de change effectif réel en Russie avait été de près de 100 pour cent au cours de la période de quatre ans qui a précédé la crise d'août 1998. Cependant, même dans les pays asiatiques les plus touchés par la crise actuelle, la compétitivité extérieure ne s'était pas détériorée de façon prononcée et durable jusqu'en 1995, date à laquelle l'appréciation du dollar vis-à-vis du yen a commencé à entraîner une dégradation de leur position concurrentielle et où leurs termes de l'échange se sont détériorés (voir plus loin). Les conséquences de la dégradation de la compétitivité pour les perspectives d'avenir des industries exportatrices ont sans doute contribué à entamer la confiance des investisseurs.

L'apparition d'un déséquilibre externe a été due principalement au maintien d'un régime de parité fixe¹² durant une période caractérisée par des entrées de

... en raison notamment de la fixité des taux de change

12. Même lorsque le régime de change officiel semblait laisser une grande souplesse, comme le flottement dirigé (Corée et Malaisie) ou la fixation de marges de fluctuation importantes de part et d'autre d'une parité centrale (Mexique, avant décembre 1994), les autorités ont choisi de maintenir le taux de change à l'intérieur d'une marge de fluctuation étroite de part et d'autre du cours central.

capitaux très soutenues. De fait, les parités fixes semblent avoir amplifié les entrées de capitaux, les entreprises et les banques de nombreux pays attachant moins d'importance au risque de change. Simultanément, elles ont rendu difficile la neutralisation des effets expansionnistes des entrées de capitaux. En principe, ces effets peuvent être neutralisés par divers moyens. Dans la pratique, cependant, les différentes méthodes possibles se heurtent à certaines limites et ne sont pas sans poser de problème. Par exemple, la stérilisation par voie d'opérations d'open market ne peut avoir lieu que si le marché des titres fonctionne bien, de telles opérations se révèlent souvent coûteuses pour le budget de l'État et elles peuvent encourager des entrées encore plus massives de capitaux ; le relèvement des coefficients de réserves obligatoires peut entraîner un phénomène de désintermédiation, les fonds étant alors acheminés par des établissements qui n'y sont pas soumis ; enfin, il faut que la politique budgétaire soit extrêmement souple pour pouvoir neutraliser les effets d'entrées de capitaux représentant plusieurs points de PIB chaque année, ce qui peut se révéler impossible lorsque le secteur public est de petite taille. Des régimes de change plus flexibles, tels que le flottage, se seraient traduits par des entrées de capitaux plus faibles et par une moindre pression de la demande.

Les économies de marché émergentes ont choisi des taux de change fixes pour un certain nombre de raisons. L'une d'entre elles est notamment que la parité fixe fournit un point d'ancrage nominal clair et transparent. Celui-ci a souvent été utilisé pour aider à rendre crédibles les programmes de stabilisation dans les pays qui ont connu de forts taux d'inflation, en Amérique latine notamment, et dans ceux où il n'existait pas de mécanisme crédible de lutte contre l'inflation, comme la Russie. Dans ces pays, d'autres points d'ancrage nominaux, tels que des objectifs de croissance monétaire et d'inflation, sont sans doute moins appropriés pour des raisons techniques (demande de monnaie instable, par exemple) et n'ont probablement pas le même poids qu'une parité fixe. L'expérience de nombre d'entre eux démontre que les taux de change fixes ont souvent contribué de façon fondamentale à briser les spirales salaires/prix/monnaie¹³. Cependant, même lorsque le maintien d'une parité est l'objectif prioritaire de la politique macroéconomique, l'inflation ne peut sans doute revenir que lentement vers les niveaux observés dans les pays avec lesquels le taux de change est fixe. Pendant cette période d'ajustement, le taux de change réel s'appréciera et pourra finir par atteindre des niveaux insoutenables. La parité finira ainsi par perdre sa crédibilité dans les pays à inflation forte même si celle-ci est en train de baisser.

L'objectif premier des régimes de change fixe dans de nombreux pays asiatiques semble avoir été de contribuer à instaurer un environnement extérieur stable pendant la période de croissance tirée par les exportations. Avec le maintien, à certains moments, d'un taux de change légèrement sous-évalué (Banque mondiale, 1993), cette politique a joué un rôle important dans l'action menée par les autorités pour promouvoir les exportations. L'importance attachée à la promotion des exportations pourrait expliquer pourquoi les pays asiatiques ont hésité à abandonner les parités fixes lorsque leurs taux de change ont été soumis à des pressions à la hausse au milieu des années 90, situation qui semblait idéale pour mettre un terme au régime de taux de change fixe sans provoquer de perturbations (Eichengreen et Masson *et al.*, 1998). Les États-Unis étant le principal débouché des exportations asiatiques, les monnaies étaient généralement rattachées, *de jure* ou *de facto*, au dollar.

Les parités fixes ont servi de points d'ancrage nominaux dans certains pays

Dans les pays asiatiques, les parités fixes ont servi pendant de nombreuses années à faciliter les exportations...

13. Voir, par exemple, Edwards (1995). Le processus de stabilisation par le taux de change est aussi examiné dans Fonds monétaire international (1996), chapitre 6.

... mais la crédibilité de cette politique a été compromise par les changements structurels intervenus dans les années 90 et par l'appréciation du dollar après 1995

La crédibilité de cette politique de change a semble-t-il été compromise par les bouleversements intervenus dans la composition des exportations des économies de marché émergentes d'Asie au cours des années 90 (Banque mondiale, 1998). En augmentant la part des produits de haute technologie destinés à des marchés très concurrentiels sur lesquels le Japon occupait une position dominante, les économies de marché émergentes d'Asie sont devenues plus sensibles aux fluctuations de la valeur du dollar vis-à-vis du yen. De ce fait, le rattachement de leurs monnaies au dollar est devenu de plus en plus inapproprié, et il est devenu une source d'instabilité lorsque le yen a commencé à baisser vis-à-vis du dollar en 1995.

Une parité fixe doit être abandonnée avant que le taux de change ne devienne surévalué

Bien que les régimes de taux de change fixes destinés à assurer la stabilité des prix ou à promouvoir les exportations aient généralement tendance à devenir insoutenables, aucune règle précise ne permet de dire quand il y a lieu d'y renoncer ou de les assouplir. Il est manifeste que la décision doit être prise avant que le taux de change n'apparaisse nettement surévalué, au point d'amplifier les risques d'attaques spéculatives. En principe, le taux de change est surévalué lorsqu'il engendre un déficit de la balance courante, corrigé des influences conjoncturelles, plus important que les entrées de capitaux soutenables. Dans la pratique, il est difficile de déterminer avec une quelconque précision le taux de change d'équilibre et, partant, de l'utiliser comme critère pour abandonner une parité fixe. Cependant, un taux de change surévalué se traduit souvent par l'apparition d'un déficit extérieur important. Il peut aussi se manifester par une diminution durable des réserves de change risquant en fin de compte d'entraîner une crise monétaire. Néanmoins, la surévaluation du taux de change ne s'accompagne pas forcément d'une diminution immédiate des réserves si les entrées de capitaux sont motivées par des comportements d'imitation (voir plus loin). En l'absence de critères précis permettant d'identifier un taux de change surévalué, les décideurs doivent faire preuve de discernement pour décider à quel moment abandonner une parité fixe. L'expérience incite à penser qu'ils ont généralement maintenu un taux de change fixe plus longtemps que cela n'était utile.

Pour mettre en œuvre une stratégie de stabilisation par le taux de change, il faut que la période d'application de la parité fixe soit utilisée pour préparer la voie à d'autres points d'ancrage nominaux

Si l'on veut utiliser avec succès un taux de change fixe à des fins de stabilisation, il faut admettre d'emblée que la parité, quelle qu'elle soit, ne représente qu'un moyen d'action temporaire. De fait, il est sans doute souhaitable de prévoir, dès l'adoption d'une parité fixe, une stratégie explicite et cohérente qui permettra à terme de l'abandonner, et d'indiquer les conditions dans lesquelles se fera la sortie ainsi que les régimes de change et la politique monétaire qui la remplaceront, et les dispositions transitoires éventuelles (telles qu'un élargissement progressif des marges de fluctuation de part et d'autre de la parité centrale). Une description explicite des conditions dans lesquelles se fera la sortie permet de montrer que les autorités ne considèrent l'instauration d'une parité fixe que comme une mesure temporaire, destinée à être remplacée par un dispositif différent. Pendant la période de fixité du taux de change, des capacités institutionnelles doivent être mises en place pour lutter contre l'inflation après décrochage du taux de change. A cette fin, il faut en général rendre la banque centrale indépendante et accorder la plus haute priorité à la stabilité des prix, à l'amélioration de l'information afin que le respect des objectifs d'inflation (ou un dérapage éventuel) puisse être mis en évidence en temps voulu, à l'assainissement des finances publiques afin de réduire le risque de monétisation et à la mise en place de mécanismes permettant de mieux contrôler techniquement les agrégats monétaires ou les taux d'intérêt¹⁴. Les autorités peuvent montrer leur détermination à mettre en place ces capacités institutionnelles en

14. Cela supposerait également le renforcement du système bancaire.

fixant un calendrier pour l'introduction des nouvelles structures. S'il est clair que les autorités investissent dans la création d'institutions destinées à assurer la stabilité après l'abandon de la parité fixe, le fait d'annoncer d'emblée les conditions dans lesquelles celui-ci aura lieu ne devrait pas atténuer l'impact du régime de change sur la dynamique de l'inflation.

Une parité fixe pourra être remplacée par des régimes de change plus ou moins flexibles, allant du flottement pur à l'établissement de marges de fluctuation étroites de part et d'autre d'une parité centrale (ajustable). Le flottement pur présente l'avantage que la politique monétaire n'a pas à réagir aux fluctuations du taux de change. En revanche, il peut aussi se traduire par une instabilité excessive du taux de change. Le flottement des principales monnaies du monde depuis 1973 s'est accompagné de fluctuations d'une amplitude qu'il est difficile d'expliquer par la seule évolution des paramètres économiques fondamentaux (Frankel et Rose, 1997). De fait, les mouvements des taux de change à court terme et à moyen terme ont sans doute souvent été provoqués par des comportements d'imitation et par les effets déstabilisateurs de certaines méthodes de prévision. Les marchés des changes des économies de marché émergentes étant moins développés que ceux des grands pays, ils sont sans doute plus sujets à de tels comportements. En outre, comme les taux de change sont influencés par des facteurs politiques, un certain nombre d'économies de marché émergentes risqueraient de voir leurs taux de change accuser de fortes fluctuations en cas de flottement. Pour toutes ces raisons, le flottement pur n'est peut-être pas le régime de change le plus approprié pour toutes les économies de marché émergentes. Une autre option, moins flexible, consiste à retenir une parité centrale ajustable vis-à-vis d'un panier de monnaies pondérées en fonction du volume des échanges, mais avec des marges de fluctuation importantes de part et d'autre de cette parité (Williamson, 1998). Un tel régime pourrait contribuer à ancrer les anticipations de change et à encourager une stabilisation de la spéculation, mais pourrait aussi présenter bon nombre des inconvénients d'un régime de parité fixe. En général, le degré de flexibilité optimal du régime de change sera différent suivant les économies de marché émergentes considérées et dépendra de leur situation particulière.

Les pays peuvent abandonner une parité fixe pour adopter des régimes de change plus ou moins flexibles...

Pour certaines économies de marché émergentes, le régime de change le plus approprié à long terme sera sans doute encore une parité rigide s'accompagnant d'un système de stabilisation des changes. Les systèmes de stabilisation des changes, dans le cadre desquels l'offre intérieure de monnaie a pour contrepartie des réserves de change, semblent particulièrement intéressants pour les petites économies très ouvertes sur l'extérieur. En effet, ces économies n'ont guère intérêt à mener une politique monétaire indépendante lorsque les capitaux sont mobiles, alors qu'elles sont très vulnérables à toute modification de la valeur extérieure de leur monnaie. Cependant, une parité rigide ne peut apporter la stabilité que si elle se situe à un niveau qui reflète la situation économique fondamentale, et si les salaires et les prix intérieurs s'adaptent avec souplesse à l'évolution de l'inflation dans le pays auquel la monnaie est rattachée. En outre, étant donné que les pressions sur le taux de change se traduisent immédiatement par une réduction de la liquidité des banques et par des taux d'intérêt élevés dans le contexte d'un système de stabilisation des changes, un tel dispositif suppose l'existence d'un système bancaire solide et bien capitalisé, capable de réagir à des chocs négatifs. Dans la pratique, les systèmes de stabilisation des changes ont prouvé leur utilité dans plusieurs économies de marché émergentes (comme Hong-Kong, Chine et l'Argentine), mais ils ne les ont pas totalement protégées lors des crises récentes.

... et une certaine rigidité sera sans doute optimale pour les petites économies très ouvertes

Liquidité internationale, imitation et contagion

De mauvaises nouvelles peuvent déclencher des retraits massifs lorsque les réserves de change sont faibles...

Étant donné son ampleur, le renversement des flux de capitaux vers certaines économies de marché émergentes au cours des années 90 n'est vraisemblablement pas uniquement imputable à une réévaluation de la situation économique fondamentale des pays concernés. Les réserves de change peuvent être considérées par les créanciers internationaux comme un indicateur de la capacité des autorités à jouer le rôle de prêteur en dernier ressort auprès des entreprises locales endettées vis-à-vis de l'étranger¹⁵. Tant que les réserves de change sont nettement supérieures à la dette extérieure à court terme¹⁶, chacun des créanciers a de bonnes raisons de penser que ses actifs seront protégés en cas de retraits massifs d'autres créanciers. Ils peuvent donc ajuster progressivement leurs portefeuilles de prêts s'ils apprennent que la situation du secteur bancaire ou la situation macroéconomique se dégradent. Dans le cas opposé, chaque créancier aura moins de chance de récupérer sa mise en cas de problème, ce qui l'incitera à retirer ses fonds aussi rapidement qu'il le pourra. Ce type de phénomène peut déclencher une panique financière qui s'entretient elle-même, entraînant des sorties de capitaux disproportionnées, notamment s'il apparaît en même temps que les informations financières disponibles sont insuffisantes.

... et l'insuffisance des réserves semble avoir été un élément important dans bon nombre des crises qui ont eu lieu durant les années 90

Les problèmes de liquidité semblent avoir joué un rôle important dans le brusque renversement des flux de capitaux qui s'est produit lors des crises mexicaine et asiatique. Au milieu de 1994, les réserves de change du Mexique ne représentaient plus que 60 pour cent environ de la dette extérieure à court terme (tableau VI.3), et cela a sans doute provoqué des retraits massifs de la part des investisseurs. Quelques-uns des autres pays qui ont été sérieusement touchés par la crise au milieu des

— Tableau VI.3. Réserves de change en pourcentage de la dette extérieure — à court terme^a

	Fin 1990	Mi-1994	Fin 1996	Fin 1997	Mi-1998
Indonésie	55	58	53	47	65
Corée	73	62	50	142	123
Malaisie	475	397	241	34	176
Thaïlande	151	101	83	67	93
Chine	335	228	333	422	467
Argentine	65	75	72	65	66
Brésil	34	142	136	104	131
Chili	148	198	192	164	151
Mexique	55	58	72	105	109
Russie	n.d.	n.d.	43	40	32

a) Les réserves de change sont définies comme les réserves totales moins les réserves d'or ; la dette à court terme est définie comme la somme des avoirs de toutes les banques déclarantes auprès de la Banque des règlements internationaux sur les pays considérés dont la maturité est inférieure ou égale à un an.

Source : Banque des règlements internationaux, Fonds monétaire international.

- Voir notamment Dooley (1997). Le rôle des réserves de change dans la réaction des investisseurs lors de la crise mexicaine a été souligné par Sachs *et al.* (1996) notamment, ainsi que par Calvo et Mendoza (1996). Radelet et Sachs (1997) estiment qu'il explique en partie la crise asiatique.
- Lorsqu'une monnaie locale peut être librement convertie en devises, le rapport entre les réserves de change et la masse monétaire (M2) constitue une autre mesure du ratio de couverture des réserves de change. Les réserves de change ne représentent généralement qu'une très faible proportion de la masse monétaire.

années 90, comme l'Argentine, avaient aussi des réserves de change insuffisantes. Certains des pays asiatiques se trouvaient déjà dans la même situation au milieu des années 90, et le ratio de couverture de leur dette extérieure à court terme par leurs réserves de change a continué de diminuer jusqu'au début des crises, en 1997. L'importance que les investisseurs attachent à ce ratio de couverture a été largement démontrée lorsque les autorités coréennes ont annoncé, à la fin de 1997, que leur dette extérieure à court terme était plus élevée qu'elles ne l'avaient indiqué précédemment, et leurs réserves de change «utilisables» plus faibles.

Il n'est pas impossible que l'instabilité des flux de capitaux soit due en partie à un comportement d'imitation sur les marchés financiers et à des effets de contagion. Le phénomène d'imitation sur les marchés financiers tendrait à amplifier les flux de capitaux dans les deux sens («surréaction»), tandis que la contagion tendrait à déterminer les flux de capitaux vers un pays par référence à des facteurs concernant un autre pays paraissant avoir les mêmes caractéristiques que le premier pays et/ou être lié à celui-ci par des relations commerciales et financières. Les phénomènes d'imitation et de contagion ne sont pas forcément irrationnels dans un monde où l'information est coûteuse. Il peut en effet être avantageux, pour un investisseur, de calquer son comportement sur celui d'un autre investisseur paraissant être mieux informé. Les gestionnaires, dont les performances en matière d'investissement sont évaluées par rapport aux performances moyennes de l'ensemble des gestionnaires, peuvent par ailleurs avoir intérêt à «hurler avec les loups». En outre, si les investisseurs internationaux peuvent escompter bénéficier de programmes de sauvetage en cas de problèmes, il est rationnel, de leur point de vue, de suivre le mouvement général. Cependant, même si les phénomènes d'imitation et de contagion peuvent être rationnels d'un point de vue individuel, ils ne sont probablement pas optimaux ou souhaitables du point de vue de la collectivité s'ils entraînent une instabilité excessive. Quoi qu'il en soit, le lien entre les flux de capitaux transfrontières et les paramètres économiques fondamentaux du pays bénéficiaire se trouve alors affaibli ou rompu.

Des phénomènes d'imitation et de contagion peuvent accentuer l'instabilité des flux de capitaux

Il est difficile de dire dans quelle mesure des phénomènes d'imitation et de contagion, sans lien avec les paramètres économiques fondamentaux, ont joué un rôle dans l'évolution récente des flux de capitaux. Le faible niveau de prime de risque sur les titres de la dette des économies de marché émergentes, au milieu des années 90, peut donner à penser qu'ils n'y ont pas été étrangers¹⁷. Il semblerait par ailleurs qu'une crise dans un pays accroît la probabilité d'une crise dans d'autres pays (Eichengreen *et al.*, 1996). Si la transmission des crises est liée à des relations commerciales, et il semblerait effectivement que ce canal de transmission ait joué un rôle important dans le passé, l'effet de contagion s'appuie sur les paramètres économiques fondamentaux. Il peut aussi y avoir transmission de la crise par effet de «démonstration» ou de «réveil» (Goldstein, 1998) : un événement se produisant dans un pays attire l'attention des investisseurs sur les risques existant dans des pays «similaires» et qui n'ont pas été suffisamment pris en compte précédemment, entraînant ainsi un réajustement des bilans. Cette contagion peut se solder par une révision des engagements à la lumière des données économiques fondamentales, à condition que la réévaluation se fasse pays par pays. On ne peut dire dans quelle mesure la réévaluation des risques qui s'est produite s'est appuyée sur une analyse des paramètres économiques fondamentaux ou a été provoquée par un phénomène d'imitation.

Les effets de contagion peuvent se transmettre par les liens commerciaux et financiers...

17. Kim et Wei (1999) montrent comment les placements de portefeuille en Corée ont été influencés par le suivisme des investisseurs étrangers.

Si l'on peut sans doute expliquer le phénomène de contagion entre les pays asiatiques par l'existence de relations commerciales et par un effet de «réveil», la propagation de la crise de l'Asie vers l'Amérique latine et la Russie en 1997 semble avoir emprunté le canal financier, les banques asiatiques qui avaient enregistré des pertes sur leurs créances intérieures ayant cédé leurs obligations russes et brésiliennes à haut rendement afin d'améliorer leur liquidité. L'effondrement des cours obligataires que cela a provoqué dans ces pays s'est ensuite répercuté dans les autres principaux marchés émergents par le biais des systèmes modernes de gestion des risques, largement utilisés, sous l'effet desquels la volatilité du marché dans un pays accroît automatiquement les risques de crédit et les risques de marché estimés dans un autre pays ayant connu la même volatilité dans le passé.

*... et ils peuvent être amplifiés
par un fort endettement*

L'impact extraordinaire de la crise russe sur les marchés financiers mondiaux semble avoir été dû au fort endettement de certains établissements financiers (et de certains fonds spéculatifs). Le poids très limité de la Russie dans les échanges internationaux permet de penser que les relations commerciales ne peuvent expliquer à elles seules les effets de contagion qui ont eu lieu en août 1998. Les liens financiers directs étaient eux aussi trop limités pour propager l'onde de choc dans l'ensemble du système financier international. En revanche, même si l'on ne dispose pas d'informations précises à ce sujet, il semblerait que certains portefeuilles de titres russes à haut rendement aient été financés en partie par des emprunts «à la marge» et qu'ils aient aussi servi de garantie pour d'autres emprunts. Dans ces conditions, la chute des cours des valeurs mobilières russes aurait donné lieu à des appels de marge, obligeant les investisseurs à se procurer des liquidités en vendant des titres russes et d'autres titres. S'ajoutant à une plus grande aversion pour le risque, ce phénomène aurait à son tour accentué la baisse des prix de ces actifs, réduisant leur valeur en tant que garantie et provoquant de nouveaux appels de marge. Il est probable qu'un grand nombre d'investisseurs ont alors bradé les valeurs mobilières des économies émergentes et les titres à haut rendement émis par les marchés développés. La réaction très limitée des marchés financiers internationaux à la crise brésilienne, en janvier dernier, s'explique peut-être par le fait que les institutions financières avaient sensiblement réduit leur endettement à la suite de la crise russe.

*Les économies de marché
émergentes peuvent prendre
des mesures pour réduire
leur vulnérabilité aux problèmes
de liquidités internationaux
et aux effets d'imitation
et de contagion défavorables...*

Les pays peuvent réduire leur vulnérabilité aux mouvements de panique provoqués par un manque de liquidités en maintenant un ratio de réserves de change suffisant et en mettant en place des lignes de crédit utilisables en cas de crise. En outre, pour éviter dans toute la mesure du possible d'être victime d'un effet d'imitation ou de contagion, l'attitude la plus appropriée dans une optique à long terme consiste à permettre aux investisseurs étrangers d'obtenir plus facilement et à moindre coût des informations sur l'économie, ainsi qu'à prendre des mesures pour moins donner aux investisseurs l'impression que l'on viendra à leur secours s'ils font des erreurs¹⁸. Cependant, les pays qui sont au bord d'une panique financière ont encore moins de moyens de freiner les sorties de capitaux que ceux dans lesquels ces dernières sont exclusivement motivées par une réévaluation des paramètres économiques fondamentaux. Un relèvement des taux d'intérêt et l'imposition d'une taxe de transaction sur les flux de capitaux seront probablement inefficaces en pareille circonstance. Même des restrictions quantitatives sur les sorties de capitaux ne seront sans doute pas très utiles, car les investisseurs seront fortement incités à chercher à les contourner.

18. Les investisseurs ne sont guère incités à évaluer les risques de crédit s'ils peuvent s'attendre à ce que l'on vienne à leur secours, et ils sont donc plus tentés de suivre le mouvement général.

*... et il est proposé de modifier
l'architecture financière
internationale pour limiter
les risques de crise
et en contenir les effets*

Les mesures et propositions récentes tendant à réformer l'architecture financière internationale ont été motivées par le sentiment qu'il fallait venir en aide aux pays confrontés à une crise potentielle. Cette aide n'est pas forcément désintéressée, dans la mesure où elle sert aussi à désamorcer les effets de contagion ou d'imitation. Ainsi, les éventuelles facilités de ligne de crédit qui ont été récemment mises à disposition par le Fonds monétaire international (FMI) aux pays exposés à des effets de contagion, malgré une situation économique fondamentalement saine, pourraient probablement éviter les mouvements de panique provoqués par un manque de liquidités. Une participation accrue du secteur privé à la résolution des crises (par l'octroi automatique de prêts dans certaines circonstances, par exemple) permettrait aussi de réduire le risque de retrait soudain de lignes de crédit, mais pourrait par ailleurs réduire indûment le volume des fonds disponibles à long terme. En outre, une instance internationale de prêt en dernier ressort et un tribunal international des faillites pourraient aussi contribuer à éviter les phénomènes de panique financière. Pour que la communauté internationale puisse créer des institutions de ce type¹⁹, il faut apporter une solution satisfaisante au problème d'aléa moral inhérent à de tels arrangements (Giannini, 1999). Sur le plan intérieur, cela suppose que l'on donne au prêteur en dernier ressort et au tribunal des faillites de larges pouvoirs pour imposer unilatéralement leurs conditions aux établissements qui auront recours à leurs services. La délégation de tels pouvoirs à des institutions supranationales pourrait ne pas être compatible avec la notion de souveraineté nationale.

Efficacité du contrôle des mouvements de capitaux

*Le contrôle des mouvements
de capitaux, encore courant
dans les économies de marché
émergentes...*

La volatilité des flux de capitaux internationaux a conduit certains observateurs à se demander si la liberté des mouvements de capitaux était souhaitable et si des mesures de contrôle n'étaient pas requises pour protéger les pays contre les perturbations provoquées par cette instabilité. Cependant, en dépit d'une libéralisation substantielle des opérations en capital dans les économies émergentes²⁰, les restrictions juridiques et administratives étaient encore courantes dans plusieurs d'entre elles au milieu des années 90²¹, y compris dans celles qui ont par la suite succombé à la crise. En plus des mesures de contrôle visant directement les mouvements de capitaux transfrontières, la plupart des pays ont adopté des règles prudentielles en ce qui concerne les engagements en devises des banques (voir plus haut), et ces règles peuvent influencer indirectement les flux de capitaux. Les restrictions directes se présentent généralement sous deux formes :

- Des restrictions quantitatives visant les sorties ou les entrées de fonds. Ces restrictions sont souvent utilisées pour éviter que le taux de change soit trop déstabilisé par des sorties soudaines de capitaux ; les mesures annoncées par la Malaisie en septembre dernier entrent dans cette catégorie.
- Des mesures «parafiscales» qui rendent plus coûteux les mouvements de capitaux transfrontières. Le système chilien de contrôle des mouvements de capitaux, en vigueur depuis 1991, impose une taxe de transaction sur toutes les entrées de

19. Fischer (1999) considère que le FMI, agissant généralement de concert avec d'autres organisations officielles, a assumé dans le passé certaines fonctions importantes de prêteur en dernier ressort.

20. Le degré moyen de contrôle des mouvements de capitaux dans 17 pays émergents, calculé par Bartolini et Drazen (1997) pour évaluer la restrictivité du contrôle des mouvements de capitaux, a diminué d'un tiers entre 1987 et 1995. Cette information est donnée par Bachetta et van Wincoop (1998).

21. Voir Blöndal et Christiansen (1999), tableau 1.

capitaux, sauf les investissements directs étrangers, en obligeant les investisseurs à constituer des réserves non rémunérées et à conserver leurs actifs pendant un certain temps.

... vise à stabiliser les flux transfrontières...

L'objectif de ces restrictions est d'obtenir une plus grande indépendance dans la conduite de la politique macroéconomique et de protéger les pays contre les flux de capitaux jugés excessivement volatiles. Certains pays ont aussi essayé de réduire l'instabilité des flux en intervenant de façon systématique : resserrement du contrôle des entrées de capitaux lorsque les capitaux étrangers sont abondants, et des restrictions sur les sorties de capitaux lorsque les capitaux étrangers commencent à se raréfier.

... mais son efficacité à long terme est sujette à caution

Les propositions tendant à limiter les mouvements de capitaux supposent implicitement que ces mouvements peuvent être contrôlés par des mesures d'ordre juridique. Or, il est manifestement difficile de les restreindre (Dooley, 1997 ; Eichengreen et Mussa *et al.*, 1998). Le secteur privé peut trouver divers moyens de contourner les restrictions : sur ou sous-facturation, termaillage, substitution de flux réglementés à des flux non réglementés et recours à des moyens illégaux, voire à la corruption. Les moyens d'échapper aux mesures de contrôle des mouvements de capitaux sont devenus nettement plus nombreux, aussi, avec la prolifération des instruments financiers dérivés, qui facilite la transformation d'un produit en un autre (Garber, 1998). De fait, d'après toutes les études consacrées à cette question, l'efficacité des programmes de contrôle diminue au fil des ans, à mesure que le secteur privé investit dans des méthodes d'évasion. En outre, il peut se révéler très difficile de rétablir des mesures de contrôle des mouvements de capitaux une fois que le secteur privé s'est habitué à un système libéral.

Lorsqu'elles sont efficaces, les mesures de contrôle peuvent présenter des avantages à court terme, mais elles peuvent aussi avoir des coûts à long terme

Un système permettant de rétablir efficacement des mesures de contrôle des mouvements de capitaux en cas d'urgence présente des avantages à court terme mais peut aussi avoir des coûts à long terme. Les avantages à court terme tiennent à une plus grande indépendance dans la fixation des taux d'intérêt pour soutenir l'activité économique (Edwards, 1998). Quant aux coûts, ils tiennent au fait que les mesures de contrôle temporaire risquent de devenir permanentes et d'être utilisées pour perpétuer des politiques inadaptées, au lieu de favoriser une réforme de ces politiques. Une restriction temporaire des flux financiers peut aussi réduire les échanges de biens et services si elle empêche la couverture des risques de change liés aux transactions commerciales. Des mesures de contrôle temporaire peuvent en outre avoir des conséquences durables telles qu'une augmentation des coûts d'emprunt, si le risque de pertes dues à l'imposition éventuelle de futures mesures de contrôle est intégré aux prix des actifs financiers, et une diminution de l'investissement direct étranger, surtout si elles restreignent les possibilités de rapatriement des bénéfices et des actifs.

Les économies de marché émergentes doivent s'efforcer de libéraliser progressivement les flux de capitaux en veillant à la solidité de leur système financier et à la stabilité macroéconomique

Étant donné les avantages potentiels de l'intégration internationale²², les économies de marché émergentes doivent s'efforcer de libéraliser progressivement les opérations en capital. Comme le démontrent les crises qui ont éclaté dans des marchés émergents au cours de la période récente et dans un passé plus lointain, il est indispensable que la libéralisation des opérations en capital soit précédée et/ou accompagnée de mesures destinées à renforcer le système financier et à garantir la stabilité macroéconomique. Il ne faut toutefois pas prendre ce prétexte pour différer indûment le processus de libéralisation et pour continuer à mener des politiques structurelles et macroéconomiques inadaptées.

22. Les études économétriques ne mettent que faiblement en évidence que la libéralisation des mouvements de capitaux stimule la croissance économique, mais cela tient peut-être à des problèmes méthodologiques dans la détection des avantages de la libéralisation. Voir Eichengreen et Mussa *et al.* (1998).

BIBLIOGRAPHIE

- ABRAMS, R.K. et P. Beato (1998),
« The Prudential Regulation and Management of Foreign Exchange Risk », FMI, *Document de travail* WP/98/37 n° 37.
- BACHETTA, P. et E. van Wincoop (1998),
« Capital Flows to Emerging Markets: Liberalisation, Overshooting, and Volatility », NBER, *Document de travail* n° 6530.
- BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX (1997),
67^e Rapport annuel, Bâle.
- BANQUE MONDIALE (1993),
The East Asian Miracle, Oxford University Press.
- BANQUE MONDIALE (1998),
East Asia: The Road to Recovery, Washington, DC.
- BARTOLINI, L. et A. Drazen (1997),
« When Liberal Policies Reflect External Shocks, What Do We Learn? », *Journal of International Economics*, 42, n° 3/4.
- BLÖNDAL, S. et H. Christiansen (1999),
« The Recent Experience with Capital Flows to Emerging Market Economies », Département des affaires économiques de l'OCDE, *Document de travail* n° 211, Paris.
- CALVO, G.A. et E.G. Mendoza (1996),
« Mexico's Balance-of-payments Crisis: A Chronicle of a Death Foretold », Conseil des gouverneurs du Système fédéral de réserve, *International Finance Discussi "Elizabeth Berkley" on Papers* n° 545.
- CAPRIO, G. et D. Klingebiel (1996),
« Bank Insolvency: Bad Luck, Bad Policy, or Bad Banking? », *Conférence annuelle de la Banque mondiale sur l'économie du développement*.
- CENTRE FOR INTERNATIONAL FINANCIAL ANALYSIS AND RESEARCH (1995),
International Accounting and Auditing Trends, vol. I-II.
- COOKE, T.E. et R.H. Parker (dir. pub.) (1994),
Financial Reporting in the West Pacific Rim, Routledge, Londres.
- CORSETTI, G., P. Pesenti et N. Roubini (1998),
« Paper Tigers? A Model of the Asian Crisis », NBER, *Document de travail* n° 6783.
- DOOLEY, M.P. (1996),
« A Survey of Literature on Controls over International Capital Transactions », FMI, *Staff Papers*, vol. 43, n° 4.
- DOOLEY, M.P. (1997),
« A Model of Crises in Emerging Markets », NBER, *Document de travail* n° 6300.
- DZIOBEK, C. et C. Pazarbasioglu (1997),
« Lessons from Systemic Bank Restructuring: A Survey of 24 Countries », FMI, *Document de travail* n° 161.
- EDWARDS, S. (1995),
« Exchange Rates, Inflation, and Disinflation: Latin American Experiences », in S. Edwards (dir. pub.), *Capital Controls, Exchange Rates, and Monetary Policy in the World Economy*, Cambridge University Press.
- EDWARDS, S. (1998),
« Capital Inflows into Latin America: A Stop-Go Story? », NBER, *Document de travail* n° 6441.
- EICHENGREEN, B., A.K. Rose et C. Wyplosz (1996),
« Contagious Currency Crisis », NBER, *Document de travail* n° 5681.
- EICHENGREEN, B. et P. Masson, avec la collaboration de H. Bredenkamp, B. Johnston, J. Hamann, E. Jadresic et I. Ötker (1998),

«Exit Strategies – Policy Options for Countries Seeking Greater Exchange Rate Flexibility», FMI, *Étude spéciale* n° 168, Washington, DC.

EICHENGREEN, B. et M. Mussa, avec la collaboration de G. Dell’Ariccia, E. Detragiache, G.M. Milesi-Ferretti et A. Tweedie (1998),
«Capital Account Liberalization, Theoretical and Practical Aspects», FMI, *Étude spéciale* n° 172, Washington, DC.

FISCHER, S. (1999),
«On the Need for an International Lender of Last Resort», FMI (disponible à l’adresse Internet du FMI, www.imf.org).

FONDS MONÉTAIRE INTERNATIONAL (1996a),
Perspectives de l’économie mondiale, Washington, DC.

FONDS MONÉTAIRE INTERNATIONAL (1996b),
Exchange Arrangements and Exchange Restrictions, Annual Report 1996, Washington, DC.

FONDS MONÉTAIRE INTERNATIONAL (1997),
Exchange Arrangements and Exchange Restrictions, Annual Report 1996 – Supplément spécial, Washington, DC.

FONDS MONÉTAIRE INTERNATIONAL (1998),
International Capital Markets. Developments, Prospects, and Key Policy Issues, Washington, DC.

FOLKERTS-LANDAU, D., T. Ito *et al.* (1995),
International Capital Markets: Developments, Prospects and Policy Issues, FMI.

FRANKEL, J.A. et A.K. Rose (1995),
«Empirical Research on Nominal Exchange Rates», in G. Grossman et K. Rogoff (dir. pub.),
Handbook of International Economics, vol. III, Elsevier Science B.V.

GARBER, P.M. (1998),
«Derivatives in International Capital Flows», NBER, *Document de travail* n° 6623.

GIANNINI, C. (1999),
«Enemy of None but a Common Friend of All? An International Perspective on the Lender-of-last-resort Function», FMI, *Document de travail*, n° 10.

GOLDSTEIN, M. (1998),
The Asian Financial Crisis: Causes, Cures, and Systemic Implications, Institute for International Economics.

GOLDSTEIN, M. et P. Turner,
«Banking Crises in Emerging Economies: Origins and Policy Options», BRI, *Études économiques*, n° 46.

GROUPE DES DIX (1997),
Rapport du Groupe de travail sur la stabilité financière et les économies de marché émergentes (disponible à l’adresse Internet <http://www.bis.org>).

HONOHAN, P. (1997),
«Banking System Failures in Developing and Transition Countries: Diagnosis and Prediction», *document reprographié*.

KIM, W. et S.J. Wei (1999),
«Foreign Portfolio Investors Before and During a Crisis», Département des affaires économiques de l’OCDE, *Document de travail* n° 210, Paris.

KOCHNAR, K., P. Loungani et M.R. Stone (1998),
«The East Asian Crisis: Macroeconomic Developments and Policy Lessons», FMI, *Document de travail* n° 128.

LINDGREN, C.-J., G. Garcia et M.I. Saal (1996),
Bank Soundness and Macroeconomic Policy, FMI.

OCDE (1995),
Code de la libéralisation des mouvements de capitaux, Paris.

- OCDE (1997),
Rapport de l'OCDE sur la réforme de la réglementation, vol. I : Études sectorielles, Paris.
- OCDE (1998),
Études économiques de l'OCDE – Corée, Paris.
- RADELET, S. et J.D. Sachs (1998),
«The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects», *Brookings Papers on Economic Activity*, 1:1998.
- REISEN, H. (1998),
«Après la crise asiatique, recherche d'une approche cohérente des flux de capitaux mondiaux», OCDE, Centre de développement, *Cahier de politique économique* n° 16.
- SACHS, J., A. Tornell et A. Velasco (1996),
«Financial Crises in Emerging Markets: The Lessons from 1995», NBER, *Document de travail* n° 5576.
- SHENG, A. (dir. pub.) (1996),
Bank Restructuring. Lessons from the 1980s, Banque mondiale.
- SOCIÉTÉ FINANCIÈRE INTERNATIONALE (1990),
Emerging Stock Markets Factbook, Washington, DC.

