

PHILIP P. TURNER<sup>1</sup>

# LA CRISE FINANCIÈRE EN ASIE : RISQUES DE MARCHÉ ET RISQUES DE POLITIQUE ÉCONOMIQUE

**RÉSUMÉ.** L'amplification des mouvements cycliques dans les flux de capitaux mise en évidence par la crise asiatique a souligné la difficulté à traiter du risque au sein des systèmes financiers nationaux et internationaux. Un optimisme excessif, la libéralisation des marchés et l'anticipation de mesures de sauvetage par les autorités en cas de difficulté ont conduit les banques nationales à un accroissement exagéré du crédit. Ces dernières ont sous-évalué le risque, mal diversifié leurs portefeuilles et sous-estimé les risques d'échéance et de change. De leur côté, les banques étrangères, en s'engageant elles aussi dans cette zone de manière excessive, ont accentué cette trop forte expansion du crédit bancaire en Asie.

Ces erreurs mettent en évidence la nécessité d'une réglementation prudentielle plus efficace (s'appliquant également aux principales banques internationales) et de meilleures techniques de gestion du risque (incluant des tests de situations extrêmes

plus réalistes). Des liquidités mondiales substantielles, qui ont encouragé un laxisme de prêt de la part des banques internationales, ont permis des emprunts extérieurs massifs. Les marchés financiers internationaux ont réagi tardivement aux signes avant-coureurs de la crise pour plusieurs raisons : *i*) le manque d'attention envers la solidité des systèmes financiers ; *ii*) l'attitude des agents privés qui s'attendaient à ce que les gouvernements corrigent les politiques avant qu'un défaut sur la dette ne survienne ; et *iii*) l'anticipation de plans de sauvetage publics en cas de problèmes. Les pays asiatiques se sont trouvés particulièrement vulnérables du fait des faiblesses de leur gestion financière : illiquidité, sous-développement des marchés de capitaux (notamment absence de marchés d'obligations) et diversification insuffisante des actifs vers l'étranger. À cela se sont ajoutées des politiques monétaires trop peu crédibles.

*Classification JEL* : F31, F32, E44.

1. PHILIP P. TURNER est responsable du secrétariat "Marchés émergents" à la Banque des Règlements Internationaux, Bâle ; e-mail : philip.turner@bis.org.

Cet article a été préparé dans le cadre de la conférence organisée par le CEPII et l'ASEF : "L'Asie et l'Europe : quelles perspectives communes après la crise financière ?", Paris, 11-12 mai 1998.

Les opinions exprimées ici sont celles de l'auteur et ne reflètent pas nécessairement celles de la BRI. L'auteur remercie Jean-Pierre Landau pour les commentaires perspicaces qu'il a suggérés comme discutant lors de cette conférence, ainsi que deux rapporteurs anonymes. Il est également redevable des commentaires de nombreux collègues de la BRI, dont John Hawkins, Jozef Van't dack et Bill White. La contribution de Pierre Maurey a été particulièrement appréciée. Steve Arthur, Marc Klau, Ib Madsen et Emma Warrack ont fourni une assistance très professionnelle.

La sévérité de la crise financière en Asie a de nouveau attiré l'attention sur l'ampleur des mouvements cycliques souvent observée dans les flux de capitaux. À cet égard, l'expérience asiatique présente de nombreuses similarités avec les crises précédentes.

Dans la première phase du cycle, qui peut durer plusieurs années, les gouvernements doivent faire face à des entrées excessives de capitaux. L'augmentation des réserves de change leur permet le plus souvent de résister à l'appréciation du taux de change, mais cette politique présente un risque : une stérilisation imparfaite des entrées de capitaux peut en effet alimenter une expansion excessive du crédit domestique.

Dans la seconde phase, le mouvement commence à s'inverser : les déficits courants se creusent. Mais les marchés financiers et les gouvernements sont encore relativement sereins, car les réserves de change restent intactes : les entrées de capitaux privés couvrent en effet largement les déficits courants. Cette phase est celle des opportunités perdues, aussi bien pour les gouvernements (qui devraient déjà avoir engagé des mesures préventives), que pour les investisseurs (qui pourraient avoir consolidé leurs gains en quittant le marché).

La troisième phase correspond souvent à la fin d'une période de forte croissance. L'expansion des exportations ou des investissements directs se résorbe et la croissance nationale se ralentit. La politique monétaire se trouve progressivement confrontée à un dilemme : l'augmentation des taux d'intérêt, destinée à protéger la monnaie (et à endiguer l'érosion des réserves de change), déprimerait l'activité économique, alors même que celle-ci s'affaiblit. À ce stade, le succès de la politique dépend en partie de la crédibilité des décideurs. Ceux-ci sont placés devant l'alternative fondamentale de maintenir le taux de change ou de le laisser se déprécier de manière gérable. Dans les deux cas, les politiques macroéconomiques doivent généralement être plus restrictives. Ce choix est très souvent éludé : les autorités affirment s'engager sur le taux de change mais ne sont pas prêtes à soutenir leur engagement par une hausse des taux d'intérêt, ou d'autres politiques de contraction de la demande. Les marchés en ont conscience : les réserves de change sont mises sous pression, et les créanciers cherchent à réduire l'échéance de leurs prêts.

La phase finale est celle de la crise. Il arrive un moment où le marché perd confiance ; ce mouvement peut être déclenché par un choc politique, mais, en règle générale, la vulnérabilité provient du fait que les réserves de change sont désormais trop faibles par rapport à la dette extérieure à court terme. La mise en œuvre d'une politique rationnelle est souvent anéantie par la réaction brutale et très rapide du marché. Les pays qui pouvaient auparavant emprunter à volonté sur les marchés de capitaux internationaux, à des taux raisonnables, se trouvent brutalement incapables de lever des fonds, à quelque prix que ce soit.

Au regard de ces trois stades, il faut brièvement rappeler en introduction le contexte dans lequel s'est déclenchée la crise en Asie.

Malgré ces similitudes dans le déroulement des crises, il existe en effet des différences importantes et nombreuses, par exemple, entre les crises mexicaine et

asiatique. L'usage des importations de capitaux constitue une de ces différences essentielles. Au Mexique, les capitaux étrangers ont été, de fait, utilisés pour financer la consommation, alors que le taux d'investissement, comme le taux d'épargne, déclinaient. En Asie, les entrées de capitaux se sont ajoutées à des taux d'épargne nationale croissants et ont produit des taux d'investissement extrêmement élevés. Le taux d'investissement moyen pour les pays d'Asie du Sud-Est, présenté dans le TABLEAU 1, est ainsi passé de 27 % du PIB au cours de la période 1975-89 à 33 % dans les années quatre-vingt-dix. Ces taux très élevés, supérieurs à ceux du Japon dans sa période de forte croissance, étaient généralement considérés comme une preuve de dynamisme économique et attiraient des investissements étrangers massifs.

TABLEAU 1

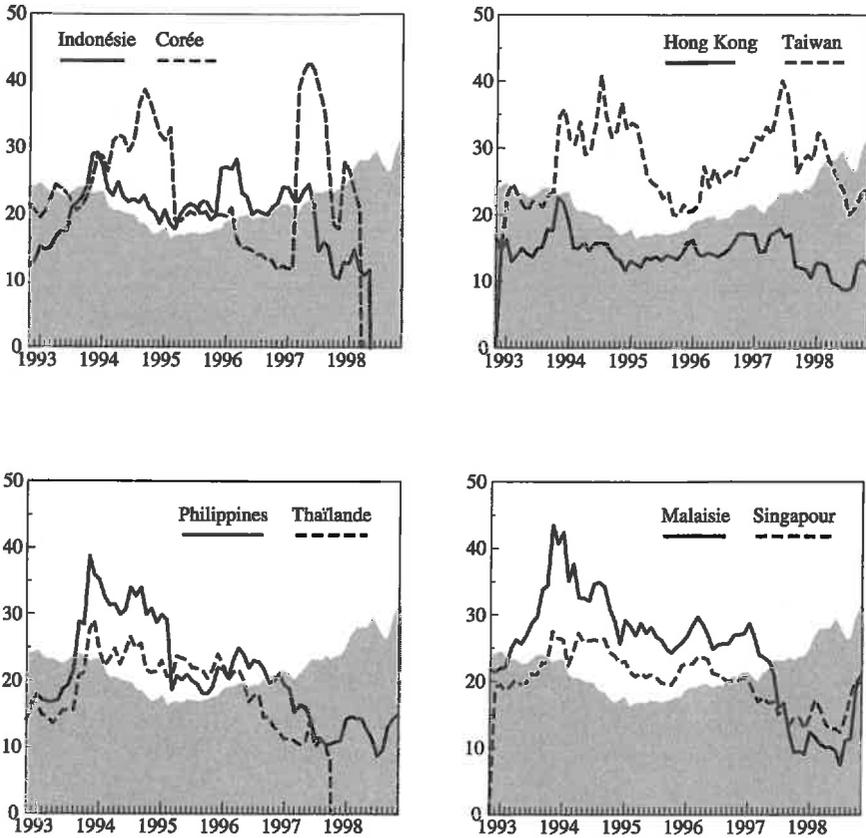
Formation brute de capital fixe et variation de l'intensité capitalistique (ICOR*) en Asie				
	FBCF en % du PIB		Taux de rendements bruts**	
	1975-89	1990-98	1975-89	1990-98
Asie de l'Est	31	31	28	19
Hong-Kong	28	31	29	13
Corée	30	36	29	16
Singapour	41	35	18	21
Taiwan	26	23	36	27
Chine	34	39	25	25
Asie du Sud-Est	27	33	21	14
Indonésie	26	32	25	13
Malaisie	29	38	22	18
Philippines	25	23	12	12
Thaïlande	29	39	26	13
<i>Pour mémoire</i>				
Etats-Unis	14	15	20	16
Japon	28	30	14	6
G 10 Europe	21	19	11	11

\* ICOR : Incremental Capital Output Ratio (RMCP : ratio marginal capital-production).  
\*\* Défini comme l'inverse de la variation de l'intensité capitalistique.

Sources : *Consensus Economics*, Institute of International Finance ; OCDE, *Perspectives économiques* ; données nationales et estimations BRI.

Cet investissement accru était cependant porteur d'une baisse importante des rendements. Le déclin des taux de rendement réels bruts en Asie du Sud-Est, qui sont passés d'environ 21 % en moyenne dans la période 1975-89 à 14 % dans les années quatre-vingt-dix, en constitue une indication et reflète en partie le fait qu'une proportion croissante de l'investissement a été consacrée à l'immobilier et aux infrastructures, alors que l'investissement manufacturier a diminué. L'évolution du profit des sociétés conforte la conclusion selon laquelle les rendements réels de l'investissement ont beaucoup décliné, puisque l'on observe une forte diminution des marges de profits dans les années quatre-vingt-dix<sup>2</sup>. De plus, les

2. Voir l'examen des bilans financiers des entreprises dans *Asian Corporates : Fundamentals and Their Linkages to Market Movements*, Michael Pomerleano et Xin Zhang (Banque mondiale, à paraître).

**GRAPHIQUE 1**
**Ratio cours/bénéfices (PER\*) dans certains marchés d'Asie**


Le contour de la zone ombrée indique le ratio cours/bénéfices pour les Etats-Unis.

Sources : Datastream ; Société Financière Internationale (SFI) ; données nationales.

marchés boursiers ont baissé bien avant le début de la crise. On en trouve un signe dans le fait que les ratios cours/bénéfices (PER<sup>3</sup>) sur les titres de nombreux marchés asiatiques ont atteint leur apogée vers la fin de 1993, à des niveaux bien supérieurs à ceux qui prévalaient alors sur les marchés américains (GRAPHIQUE 1). Les baisses significatives qui ont suivi sur la plupart des marchés (alors que les ratios cours/bénéfices aux Etats-Unis augmentaient fortement) suggèrent que les investisseurs commençaient déjà à anticiper le ralentissement des profits des entreprises asiatiques. C'est donc dans un contexte de déclin des rendements que les investissements étrangers en Asie ont progressé.

3. Price/Earning Ratios.

Autre élément qu'il faut avoir présent à l'esprit quand on aborde l'étude de cette crise : le contexte de libéralisation financière. Le caractère déstabilisant des mouvements de capitaux a soulevé de nombreuses interrogations sur le bien-fondé de la libéralisation de ces flux. Pour certains, les pays en développement devraient conserver des restrictions sur les flux de capitaux, en particulier à court terme. D'autres ont insisté sur les conditions préalables, dont la solidité du système financier national, qui devraient idéalement être satisfaites avant que les mouvements de capitaux ne soient entièrement libéralisés. Ces deux arguments se défendent. Assurément, à la suite de la crise récente, il est probable que beaucoup s'accorderaient à présent sur le fait que, dans de nombreux pays, la libéralisation des comptes de capital a été trop rapide et mal préparée. Cependant, des arguments forts militent en faveur de l'opinion selon laquelle le système financier international actuel ne permet ni restrictions, ni respect d'un calendrier optimal de libéralisation. En outre, la distinction entre flux à court et long terme n'est jamais facile à établir. Il convient de garder en mémoire que, dans beaucoup de pays, l'impulsion en faveur de la déréglementation n'est pas venue principalement de la conviction intellectuelle qui postule que les marchés libres sont optimaux, mais de l'impossibilité de maintenir les réglementations : la créativité des institutions et des agents leur permet de contourner toutes les règles, même les mieux conçues, et il est tout simplement possible de délocaliser les activités interdites sur le territoire national.

Cet article développe l'idée selon laquelle la crise a mis en évidence la question fondamentale (et difficile) du traitement du risque par le système financier national et international. La perception, la tarification et le transfert des risques réalisés par les marchés, la gestion des risques par les institutions financières, sont des questions centrales. Un problème important consiste à déterminer dans quelle mesure les politiques publiques ont influencé (et peut-être faussé) les décisions privées en matière de prise en charge du risque. Que faire pour améliorer le traitement du risque par les marchés financiers ? L'engagement envers un régime de change est une autre question. Un risque considérable existe qu'aucun des agents – firmes, ménages, banques et gouvernement – ne soit préparé au moment où un régime de change non soutenable doit être abandonné.

Le système financier national devrait assurer la fonction essentielle de diversification du risque. Cet article analyse d'abord le rôle des institutions financières nationales, et en particulier des banques qui, dans de nombreux pays, ont doublé ou triplé leur volume de crédits dans la première moitié des années quatre-vingt-dix. Pourquoi les banques nationales ont-elles accepté un tel risque ? Il examine ensuite le rôle des banques et marchés internationaux. Le risque était-il sous-évalué dans la période précédant immédiatement la crise ? Le comportement des agences internationales de notation est un aspect important de cette question. Cette étude se penche ensuite sur la manière dont les plans de sauvetage officiels ont pu affecter l'estimation du risque et le comportement des marchés. Enfin, deux autres aspects sont traités, qui expliquent aussi la nature de la crise asiatique : d'une part, la gestion financière pratiquée a révélé des imperfections majeures dans trois domaines fondamentaux (liquidité, diversification inadéquate des marchés de capitaux et des actifs) qui ont aggravé la crise ; d'autre part, l'absence de crédibilité de la politique monétaire a accentué l'incertitude sur les marchés financiers.

## L'explosion du crédit bancaire domestique et la fragilité du système financier

La principale cause de la crise est l'imprudence dont les banques ont fait preuve dans de nombreux pays en s'engageant à l'excès. Ceci a habituellement provoqué une envolée des prix des actifs et la constitution de capacités de production, en particulier manufacturières, non rentables. Le surinvestissement dans l'immobilier en est la manifestation la plus évidente ; il était fondé sur un fort effet de levier, les prêts représentant 90 % (ou davantage) de la valeur des biens pour des propriétés évaluées au plus haut du cycle. Les banques ont financé également (parfois sous la responsabilité de l'Etat) des projets d'investissement davantage concentrés sur l'augmentation des parts de marché des entreprises que sur les rendements obtenus. Et de nombreuses sociétés ou entreprises familiales ont bénéficié de forts effets de levier – les ratios de dette rapportée au capital dépassant largement ce qui serait considéré comme prudent dans la plupart des pays industriels. L'investissement massif d'entreprises liées au Japon a aussi stimulé l'expansion. À la fin des années quatre-vingt, le niveau très élevé du yen a conduit les entreprises résidentes, soutenues par des prêts bancaires japonais, à délocaliser leur production dans les économies asiatiques à bas salaires. La fin de l'expansion a brutalement révélé la fragilité sous-jacente du système bancaire local.

Au cours des années quatre-vingt-dix, le crédit bancaire a augmenté de plus de 15 % par an en termes réels dans certains pays asiatiques (TABLEAU 2). Les taux de progression du crédit avaient souvent été tout aussi élevés au cours des années quatre-vingt, mais le crédit bancaire rapporté au PIB était initialement bien plus faible : à la fin des années quatre-vingt-dix, le ratio crédit bancaire/PIB avait dépassé dans de nombreux pays les niveaux généralement observés dans le monde développé. L'activité des sociétés financières et institutions similaires a beaucoup renforcé le caractère risqué de l'expansion générale du crédit qui, dans beaucoup de pays asiatiques, s'explique, en partie, par l'absence de marché de titres suffisamment développé : les entreprises qui auraient souhaité s'endetter sur le marché local ont dû emprunter auprès des banques.

### La sous-évaluation des risques par les banques locales

Pourquoi les banques ont-elles sous-estimé les risques d'une expansion aussi massive du crédit bancaire ? On peut trouver trois explications à cela, qui sont en partie reliées.

**LES ANTICIPATIONS OPTIMISTES.** L'expansion massive du crédit bancaire, dans un contexte de taux d'intérêt réels positifs<sup>4</sup>, était uniquement liée à l'opti-

4. Dans la première moitié des années quatre-vingt-dix, le niveau moyen des taux d'intérêt réels à court terme en Corée, en Indonésie, aux Philippines et en Thaïlande était supérieur ou égal à 5 %.

TABLEAU 2

Secteur bancaire : expansion du crédit<sup>1</sup> et indicateurs

	Crédit bancaire au secteur privé <sup>2</sup>			Indicateurs du secteur bancaire				Autres coûts d'exploitation	
	Taux de croissance annuel		En % du PIB	Coût d'exploitation	Marge d'intérêt nette	En % des actifs			
	1981-89	1990-97 <sup>3</sup>				1990-94	1995-97	1990-94	1995-96
	1981-89	1990-97 <sup>3</sup>	1997 <sup>3</sup>	1990-94	1995-97	1990-94	1995-96	1990-94	1995-97
Inde	8	5	24	2,7	2,6	2,9	3,1	1,2	1,4
Chine <sup>4</sup>	12	13	97	1,0	0,9	1,4	1,7	0,4	-0,2
Hong-Kong	13	8	156	2,2 <sup>4</sup>	0,4	2,9 <sup>4</sup>	2,5	1,3 <sup>4</sup>	1,1
Taiwan	15	13	138	1,2	1,3	1,7	2,0	0,2	0,3
Indonésie	22	18	54	2,5	1,7	3,1	2,6	1,1	0,7
Corée	13	12	66	2,2 <sup>5</sup>	2,0	1,8 <sup>5</sup>	1,7	1,6	1,2
Malaisie	11	16	97	2,3 <sup>4</sup>	1,4	3,8 <sup>4</sup>	2,7	1,2 <sup>4</sup>	1,1
Philippines	-5	18	52	4,4	3,4	4,7	4,1	3,0	2,1
Singapour	10	12	97	0,9	0,9	1,6	2,0	0,5	0,4
Thaïlande	15	18	105	2,0	1,7	3,4	2,8	1,2	0,9
<i>Pour mémoire</i>									
Argentine	-2	4	18	10,9	5,9	7,1	4,6	7,4	3,6
Brésil	7	2	24	11,8	6,4	10,7	4,3	2,6	3,3
Chili	8	11	53	3,4	3,5	5,1	4,7	0,9	0,8
Etats-Unis	5	0,5	65	3,8	3,6	3,5	3,3	2,4	2,4
Japon	8	1,5	112	1,2	1,1	1,3	1,4	0,5	0,4
G 10 Europe <sup>6</sup>	6	4	88	2,2	2,0	2,0	1,6	1,0	1,1

1. En termes corrigés des prix à la consommation.

2. Moyenne annuelle.

3. Crédit bancaire : hors administration centrale.

4. 1993-94.

5. 1991-94.

6. Moyenne pondérée sur la base des PIB et PPA de 1990.

Sources : Banques centrales, IBCA Ltd. et FMI, *Statistiques financières internationales*.

misme largement partagé à propos des perspectives de croissance future. Cet optimisme compréhensible reposait sur une croissance jamais nulle, ni même faible, depuis plusieurs années : les derniers taux de croissance du PIB réel inférieurs à 5 % remontaient à 1985 pour l'Indonésie, 1986 pour la Malaisie, 1980 pour la Corée et 1972 pour la Thaïlande. Dans des pays où les marchés financiers sont hautement développés, les agents économiques, face à des expansions moins fortes, ont souvent commis la même erreur.

**LA TRANSITION VERS UN SYSTEME LIBÉRALISÉ.** La libéralisation n'a pas seulement donné aux banques une plus grande liberté dans la prise de risques ; elle leur a souvent imposé de rechercher de nouveaux créneaux, les marges sur leurs activités traditionnelles se réduisant. Dans de nombreux cas – comme dans les pays industriels – cette érosion des profits n'a pas débouché sur la restructuration

que l'on aurait observée dans d'autres secteurs. Les banques les moins efficaces n'ont pas été contraintes de cesser leur activité ou de fusionner avec des banques mieux gérées ; au contraire, la garantie de l'Etat, implicite ou explicite, les a maintenues à flot. Dans de nombreux pays, les propriétaires des banques ont souvent résisté aux encouragements officiels en faveur des fusions. Autre problème générale, les banques qui s'étaient développées dans un contexte de forte réglementation n'ont pas pris la mesure des précautions supplémentaires qu'imposait ce nouvel environnement libéralisé ; or, on ne peut normalement y accroître ses profits qu'en prenant des risques plus élevés et en les tarifant en conséquence.

**L'ANTICIPATION D'UN SOUTIEN PAR LES POUVOIRS PUBLICS.** Dans de nombreux cas, les banques et leurs contreparties ont souvent considéré que les premières bénéficiaient de garanties implicites. Une certaine mentalité moutonnière pourrait être à l'origine de ce comportement, qui a conduit les banques à penser qu'elles devaient croître au même rythme que leurs concurrents, présumant peut-être qu'elles bénéficieraient de mesures d'aide publique si elles se trouvaient simultanément en difficulté.

### La dynamique de la sous-évaluation

L'expansion du crédit bancaire et l'envolée du prix des actifs se sont mutuellement renforcées, accentuant ainsi le *boom*. Les débiteurs ont continué à emprunter – même à des taux d'intérêt élevés – pour acheter des actifs dont la valeur s'appréciait rapidement, et les banques ont continué à prêter car la valeur de leurs garanties augmentait. Un investissement mobilier ou immobilier hautement profitable dans les premières périodes de forte croissance encourage en effet les emprunteurs comme les banques à accroître leur exposition, ce qui provoque de nouvelles hausses de prix. En outre, dans cette première phase, banques et institutions financières se livrent souvent une vive concurrence, ce qui réduit les marges alors même que les risques s'amplifient. L'ampleur de l'excès du prix des titres sur la valeur actualisée des rendements futurs est imprécise, en raison de l'incertitude sur le "bon" taux d'actualisation et du fait que les rendements futurs sont eux-mêmes difficiles à estimer, en particulier dans les pays en développement rapide. L'inflation du prix des actifs conduit les banques, détentrices de garanties sur les biens immobiliers, à négliger l'évaluation adéquate du risque de crédit : c'est peut-être la conséquence la plus insidieuse de ces phases d'expansion.

Il est maintenant clair que les banques ont sous-évalué le risque, qu'elles ne sont pas parvenues à le diversifier et qu'elles ont sous-estimé le risque d'échéance. Leur premier défaut, commun à toutes, concerne la sous-évaluation du risque. Les banques, dans la plupart des pays touchés par la crise, ont généralement accepté que leurs marges d'intérêt ne soient pas proportionnelles au risque. Les estimations données dans le TABLEAU 2 montrent que les marges d'intérêt nettes des banques, qui n'avaient jamais été très importantes, se sont amenuisées au milieu des années quatre-vingt-dix. En outre, elles couvraient à peine les coûts d'exploitation (comme en Corée), ce qui fait penser que les primes de risques n'étaient pas suffisamment prises en compte. Pourtant, les risques progressaient au fur et à mesure que les banques investissaient dans de nouvelles activités, que

l'effet de levier s'élevait pour les entreprises et que l'explosion des prix d'actifs (en particulier immobiliers) exposaient les emprunteurs au risque de renversement de tendance.

La diversification inadéquate constitue un second échec commun à ces banques. Sur certains marchés émergents, les marges de manœuvre des banques, même bien gérées, pour la diversification effective des actifs peuvent être réduites par la plus grande spécialisation de la structure industrielle du pays. Le fait que quelques banques étaient surexposées sur un seul débiteur a encore aggravé la situation dans de nombreux pays. Parfois, cet emprunteur était même lié à la banque créditrice, ce qui a compromis la possibilité d'une évaluation indépendante du risque. Enfin, les gouvernements avaient souvent persuadé les banques d'accorder des prêts massifs pour soutenir des projets, industries ou entreprises privilégiés.

Un troisième défaut des banques est leur incapacité à apprécier correctement le risque qu'elles encourent en empruntant à court terme pour financer des prêts à long terme, ceci dans un contexte où les taux courts sont susceptibles d'augmenter fortement. Dans un monde idéal, les projets à horizon lointain doivent être financés par des emprunts à longue échéance. L'absence de marchés de titres à long terme en monnaie locale rendait difficile, pour les banques asiatiques dont la base de dépôt était essentiellement à court terme, la couverture des prêts à long terme. Les banques pouvaient en apparence limiter le risque d'échéance dans leur bilan en accordant des prêts à taux variable ; c'est d'ailleurs ce qu'elles ont fait. Mais cette protection est en partie illusoire : une forte augmentation des taux d'intérêt peut tout simplement rendre insolubles les emprunteurs à long terme, transformant un risque de taux en risque de crédit.

## Les insuffisances de la réglementation

Ces déficiences soulignent la nécessité de renforcer les systèmes bancaires locaux dans de nombreux pays. On a beaucoup écrit à ce sujet : les *Principes fondamentaux* proposés par le Comité de Bâle constituent une première étape importante dans cette direction. Deux points méritent à cet égard d'être soulignés.

D'une part, l'amélioration des pratiques bancaires demande du temps et implique souvent de surmonter des difficultés considérables, aussi bien politiques, qu'institutionnelles ou juridiques. Le rôle des banques étrangères – qui a été essentiel dans la restructuration des banques en Europe orientale et en Amérique latine, mais pas dans de nombreux pays industriels – est particulièrement controversé.

D'autre part, les dispositifs de prévention instaurés dans les périodes favorables devraient être suffisamment puissants pour faire face aux pires scénarios, parfois difficiles à prédire avec précision. Ce principe devrait s'appliquer aussi bien aux réglementations prudentielles qu'aux techniques de gestion du risque mises en place dans les banques.

Les ratios de solvabilité constituent un mécanisme prudentiel fondamental. Le ratio de fonds propres de 8 % n'est effectivement qu'un minimum. Les banques

opérant dans des environnements plus risqués doivent profiter de conditions cycliques favorables pour constituer des ratios de capital ou d'actifs liquides suffisamment élevés. Or, pendant la période de forte croissance en Asie, ces ratios n'ont été nettement supérieurs au minimum qu'à Hong-Kong (18 %), aux Philippines (17 %) et à Singapour (19 %). En outre, le capital des banques a été souvent surévalué, dans la mesure où les prêts, effectivement ou potentiellement non performants, n'étaient pas provisionnés. Autre exemple de mesure préventive : pour les prêts immobiliers, certaines autorités de contrôle plafonnent les crédits à 70 % de la valeur de la créance hypothécaire.

Pour gérer les risques, les banques s'appuient de nos jours sur de nombreuses méthodes mathématiques (par exemple, les modèles de valeur en risque). La crise asiatique a clairement mis en évidence qu'un de leurs grands défauts est la sous-estimation de la probabilité de mouvements extrêmes des variables clés, telles que les taux d'intérêt ou les cours de change, qui peut en effet être plus élevée que ne le supposent généralement ces modèles, en particulier si de nombreux acteurs du marché cherchent à prendre ou à annuler simultanément des positions très similaires. Or, c'est ce qui se produit fréquemment, car les mêmes modèles sont utilisés. Il faut rendre plus exigeants les tests de crise des institutions financières privées, qui peuvent limiter notablement les risques, en prenant en compte : *i*) un choc allant bien au-delà de l'expérience normale et *ii*) l'occurrence simultanée de nombreux chocs.

## **L** Le rôle des banques internationales et des marchés

L'accroissement des liquidités mondiales a favorisé en Asie le développement d'importantes expositions financières.

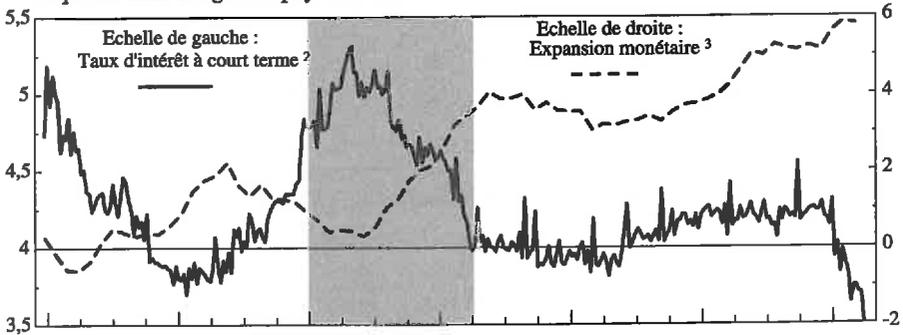
### **L'abondance des liquidités dans le monde**

Du fait de la détente progressive des taux d'intérêt à court terme, la décennie quatre-vingt-dix a commencé par un net assouplissement des conditions monétaires sur la plupart des grandes places financières. L'interruption de cette tendance, en raison du resserrement de la politique monétaire américaine au début de 1994, n'a été que temporaire ; la nouvelle réduction des taux courts aux États-Unis au début de 1995, combinée à leur déclin régulier dans les autres principaux pays développés, a entraîné une accélération de la croissance de la monnaie au sens large dans le monde industriel (GRAPHIQUE 2). L'augmentation modeste du taux des fonds fédéraux américains en mars 1997 n'a pas eu de suite. Cette relation entre liquidité et flux de financement excessifs en direction du monde en développement soulève des questions complexes quant aux implications internationales de la politique monétaire menée par les grands pays.

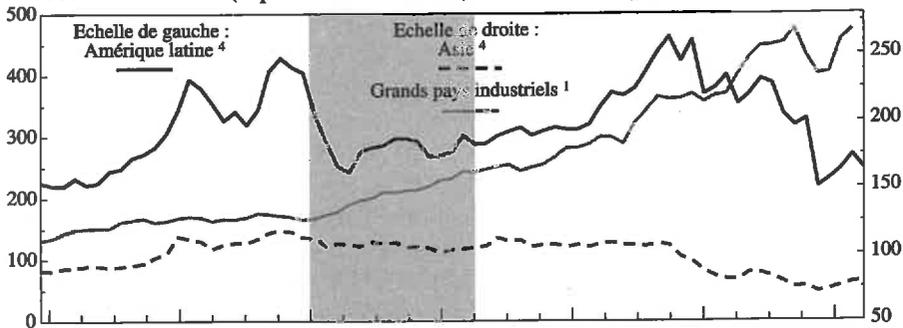
GRAPHIQUE 2

Liquidité, cours des actions et prêts bancaires aux marchés émergents

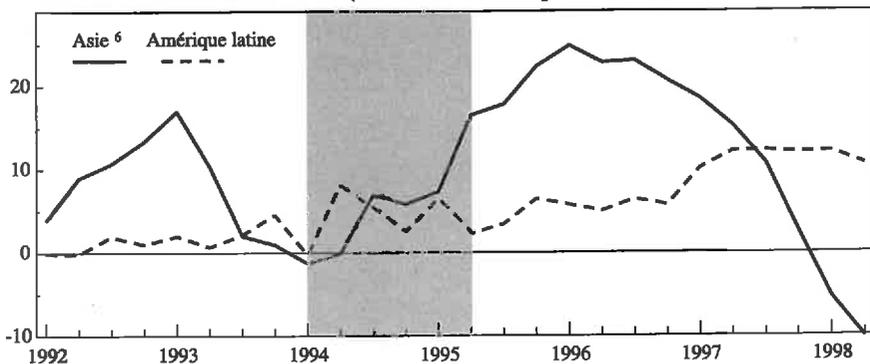
Liquidité dans les grands pays industriels <sup>1</sup>



Cours des actions <sup>5</sup> (exprimés en dollars US, base 100 = 1990)



Prêts bancaires internationaux <sup>5</sup> (variation en % sur quatre trimestres)



1. Etats-Unis, Japon, Allemagne, France et Royaume-Uni : moyenne pondérée.
2. Le maximum et le minimum délimitent la zone ombrée, qui représente une période de resserrement monétaire.
3. Variation de l'agrégat large, corrigée du glissement annuel des prix à la consommation.
4. Indices de la SFI : Asie : hors HongKong, Japon et Singapour.
5. Variation, hors effets de change, des créances des banques déclarantes BRI sur le secteur non bancaire en Asie et Amérique latine.
6. A l'exclusion du Japon.

Sources : Société Financière Internationale (SFI) ; données nationales ; BRI.

Au cours de la période 1991-95, les flux nets de capitaux vers l'Asie et l'Amérique latine ont dépassé, en moyenne, 80 milliards de dollars par an. En 1996, ils ont atteint près de 170 milliards de dollars. Dans un tel environnement, le financement de déficits courants importants et croissants pose quelques problèmes. Le déficit courant agrégé des cinq pays les plus affectés par la crise (Corée, Indonésie, Malaisie, Philippines et Thaïlande) est passé de moins de 20 milliards de dollars, en moyenne, dans la première moitié des années quatre-vingt-dix à près de 45 milliards par an dès le milieu de la décennie (TABLEAU 3).

TABLEAU 3

	En milliards de dollars, taux de croissance annuel			
	1990-94	1995-96	1997	1998
Solde courant	-18,6	-46,0	-25,0	64,2
Variation des réserves de change**	10,4	18,9	-69,2	48,8

\* Indonésie, Corée, Malaisie, Philippines et Thaïlande.  
 \*\* Exclut une estimation des flux officiels.

Sources : FMI, Institute of International Finance et estimations BRI.

De manière plus significative, le recours au financement international par emprunt bancaire et émissions d'obligations s'est accru, au détriment des entrées nettes sur actions – investissement direct et de portefeuille – qui ont diminué (TABLEAU 4). Malgré les signes qui indiquaient, dans certains grands pays industriels, que les gestionnaires de fonds de pension commençaient à réduire leur exposition sur l'Asie dès le dernier trimestre de 1996, à l'approche de la crise, les prêts interbancaires augmentaient encore. Cela signifiait que non seulement les pays d'Asie s'endettaient de plus en plus au lieu de constituer des fonds propres, mais également que l'échéance des capitaux entrants était de plus en plus

TABLEAU 4

	En milliards de dollars, taux annuel			
	1990-94	1995 T1- 1996 T3	1996 T4- 1997 T2	1997 T3- 1998 T2
Prêts interbancaires nets	14	43	27	-88
Prêts bancaires au secteur non bancaire	2	15	13	9
Emission nette d'obligations	4	19	39	14
<b>TOTAL</b>	<b>20</b>	<b>77</b>	<b>79</b>	<b>-65</b>
<i>Pour mémoire</i>	1990-94	1995-96	1997	1998
Entrées nettes sur actions**	11	18	4	9

\* Indonésie, Corée, Malaisie, Philippines et Thaïlande.  
 \*\* Estimations IIF des entrées d'investissement direct et de portefeuilles en actions.

Sources : BRI et Institute of International Finance.

ET RISQUES DE POLITIQUE ÉCONOMIQUE

courte, et que ces derniers étaient libellés de plus en plus en monnaies étrangères. Ces caractéristiques, qui, dans une certaine mesure, peuvent être mises en parallèle avec la hausse de la part du dollar dans la dette mexicaine au cours de l'année 1994, ont accentué la vulnérabilité des pays aux pressions extérieures sur la liquidité. Cependant, contrairement à ce qui s'était passé pour le Mexique, la crise a éclaté alors même que les conditions de liquidité restaient bonnes.

Le crédit bancaire international a globalement suivi l'évolution des liquidités mondiales. En 1995 et durant la plus grande partie de l'année 1996, il a fortement augmenté en faveur du secteur non bancaire en Asie (GRAPHIQUE 1), les flux en direction de la Corée, de l'Indonésie, de la Malaisie, des Philippines et de la Thaïlande atteignant un niveau moyen de 15 milliards de dollars (TABLEAU 3). En outre, les estimations de la BRI indiquent que les emprunts des banques, dans les cinq pays les plus touchés par la crise, ont représenté près de 43 milliards de dollars par an au cours de la même période. Pour les deux tiers, leur échéance était inférieure à un an. Les banques européennes, peu actives aux premiers temps du boom, ont assuré, entre le début de 1995 et la mi-1997, plus de la moitié des concours octroyés à ce groupe de pays. Les banques en Asie ont prêté ces capitaux sur place, souvent pour financer des activités de nature essentiellement locale.

**La sous-évaluation du risque par les banques étrangères**

On soutient souvent, à tort, que, sur les principales places financières, les banques créancières n'avaient pas conscience de l'ampleur de l'exposition au risque de change des banques asiatiques, dont les rapports financiers auraient manqué de transparence. En effet, le ratio des emprunts bancaires au crédit domestique suffisait à fournir une première information (TABLEAU 5). Ce ratio a,

TABLEAU 5

Emprunt bancaire de cinq pays asiatiques auprès des banques étrangères*					
	En % du crédit domestique		Stock en milliards de dollars		
	1990	1997 T2	1990	1997 T2	1998 T2
Indonésie	11	18	5	25	18
Corée	16	30	21	92	61
Malaisie	14	24	4	25	19
Philippines	70	25	6	12	10
Thaïlande	17	46	8	86	55
<i>Pour mémoire</i>					
Argentine	90	23	11	13	16
Brésil	37	25	28	50	58
Chili	32	10	4	4	4
Mexique	38	39	13	19	19

\* Mesuré par les actifs des banques enregistrées à la BRI vis-à-vis des banques des pays énoncés ci-dessus.

en effet, fortement augmenté entre 1990 et la mi-1997, ce qui indique que le risque de change encouru par les banques, ou leurs clients, s'était significativement accru. Les banques créditrices auraient dû en être conscientes et limiter leurs prêts en conséquence.

Les soutiens ou encouragements publics ont sans aucun doute joué un rôle dans cette expansion. Certaines banques étrangères ont ainsi pu penser que les gouvernements assuraient aux banques asiatiques des garanties implicites sur leurs emprunts extérieurs. En outre, les transactions des banques internes avec l'étranger – longtemps réglementées – ont souvent été libéralisées avant même que leurs responsables aient acquis les compétences nécessaires à la gestion du risque de change, ou avant que le cadre de contrôle prudentiel ait été renforcé pour surveiller efficacement les risques. La volonté d'établir une place bancaire *offshore* a parfois guidé la politique gouvernementale. La création, au début de 1993, des Facilités bancaires internationales de Bangkok (FBIB) destinée à faire de cette ville un centre financier international a permis aux banques locales d'emprunter en dollars (et a finalement conduit les autorités à resserrer progressivement les règles gouvernant les prêts au marché domestique *via* les FBIB).

En outre, de nombreuses politiques et pratiques des pouvoirs publics ont eu pour effet, involontaire, d'encourager les débiteurs des banques internationales à supporter un niveau excessif de risques de change et d'échéance. Les politiques de change fixe ou quasi fixe menées depuis longtemps avaient probablement favorisé une mauvaise perception du risque. Avec un cours de change flexible, variant fréquemment dans les deux directions, les entreprises et les ménages apprennent, dans leur expérience quotidienne, à tenir compte du risque de change. Mais lorsqu'un mouvement ponctuel du change interrompt plusieurs années de stabilité nominale, le danger est bien plus grand que les agents privés soient mal préparés à y faire face. En Asie, comme ailleurs, la combinaison d'un cours de change fixe, de taux d'intérêt relativement élevés et d'un rythme d'inflation rapide a incité les résidents à emprunter en devises pour financer des activités ou des acquisitions d'actifs en monnaie nationale. Une "illusion monétaire inverse" (les agents raisonnant en termes de taux d'intérêt sur dollar ou yen déflaté par le taux d'inflation national) a poussé au surendettement, en particulier en devises<sup>5</sup>. Dans de nombreux cas, les banques asiatiques ont fait l'erreur de supposer qu'il leur suffirait d'équilibrer leurs emprunts en monnaie étrangère par des prêts en devises aux résidents (pour des activités en monnaie locale); or, en cas de dépréciation importante, la solvabilité de leurs clients se détériore, et le risque de change, que l'on croyait avoir évité, réapparaît sous forme d'un risque de crédit.

En Asie, une part importante des prêts bancaires internationaux était soit à court terme, soit (à long terme) à taux variable. Les banques considèrent naturellement que les prêts courts sont plus sûrs que les prêts longs, car ils leur permettent d'ajuster leurs positions plus facilement. Cette idée est ancrée dans les pratiques de contrôle bancaire et de pondération du risque. Bien que des statis-

5. Cependant, si l'ancrage du taux de change est crédible, et si les taux d'intérêt locaux ont convergé vers ceux de la monnaie d'ancrage (comme c'était le cas à Hong-Kong avant la crise), une telle distorsion n'existe pas.

## ET RISQUES DE POLITIQUE ÉCONOMIQUE

tiques complètes ne soient pas disponibles, il semble que l'investissement à long terme en actifs domestiques réels (par exemple immobiliers) ait été souvent financé presque entièrement par des emprunts bancaires à court terme ; or, cette asymétrie des échéances comporte des risques majeurs. Lorsque la crise a amené les banques étrangères à réévaluer les risques de crédit en Asie, certains emprunteurs ont éprouvé des difficultés à renouveler leurs emprunts, ou ont été contraints de payer des taux d'intérêt bien plus élevés. Les banques ont donc supporté des risques de défaut ou d'illiquidité supérieurs. De même que pour le risque de change, elles ont alors découvert que les manifestations du risque se modifiaient avec le développement de la crise.

L'évolution des liquidités mondiales s'est aussi reflétée dans les marges sur les titres de dette des marchés émergents. Ces marges, qui avaient eu tendance à s'accroître au cours de l'année 1994, lorsque la politique monétaire était plus restrictive, se sont réduites de manière significative à partir du début de 1995 (GRAPHIQUE 3). Sur les marchés secondaires, les marges sur les obligations Brady et sur les euro-obligations des marchés émergents se sont également resserrées. Au même moment, l'échéance des titres émis par les pays émergents tendait à s'allonger : comme leur solvabilité semblait s'améliorer, les investisseurs étaient apparemment prêts à accorder des crédits à échéance plus longue. Ces évolutions ont créé un climat favorable à une forte augmentation des émissions obligataires dans les pays asiatiques en développement, au cours la seconde moitié de 1996 et de la première moitié de 1997, alors que la croissance des prêts bancaires internationaux se ralentissait.

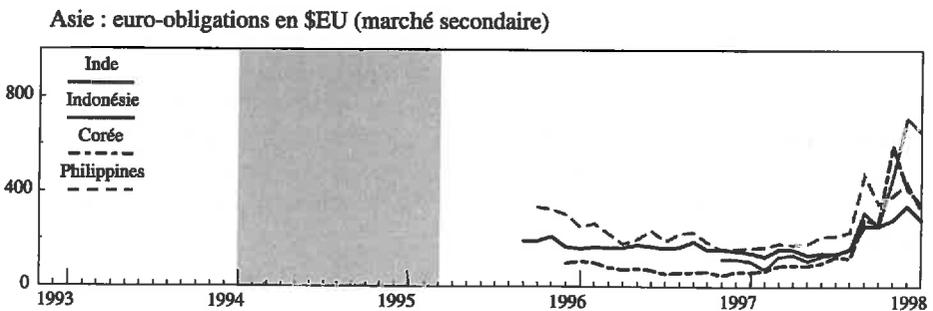
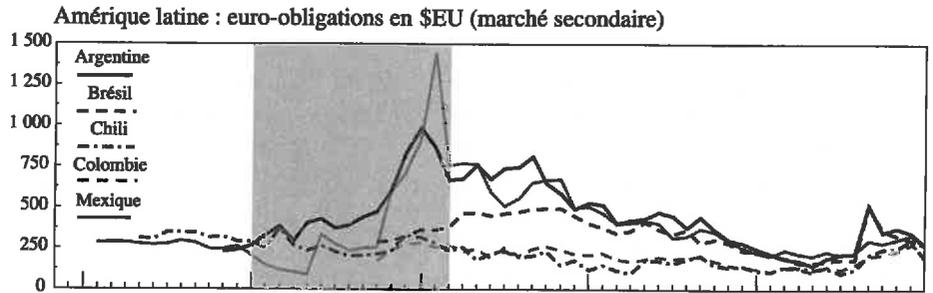
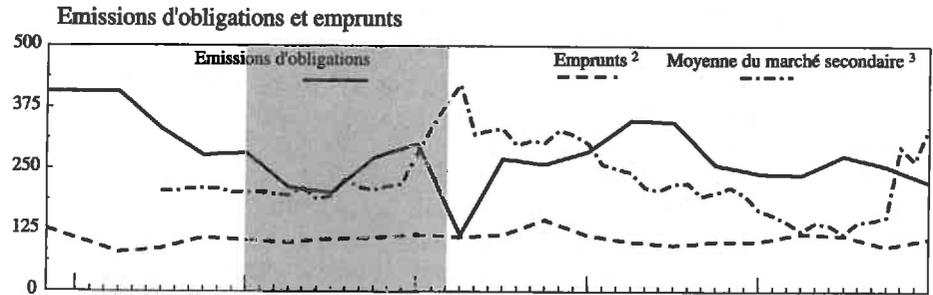
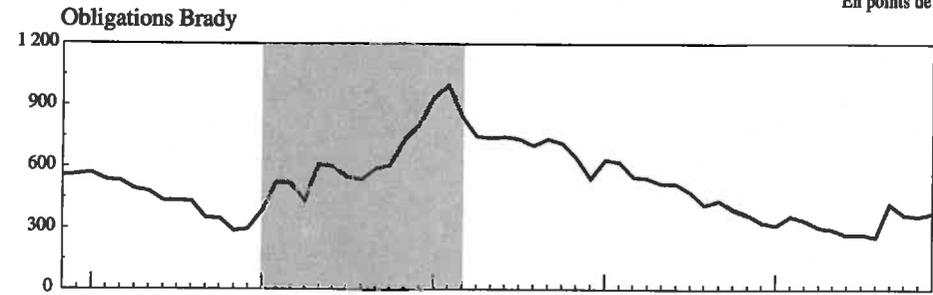
Ce n'est qu'au cours du quatrième trimestre de 1997 – bien après le début de la crise – que les marges sur la dette des marchés émergents se sont fortement élargies. Sur le marché secondaire, elles sont passées, en moyenne, de 117 points de base en juin 1997 à 375 points de base en janvier 1998<sup>6</sup>. Ces importantes variations reflètent les difficultés des marchés financiers à évaluer le risque. La réduction des marges en 1996 et 1997 reflétait-elle une sous-évaluation substantielle du risque, comme certains l'ont suggéré ? Cette question reste ouverte. D'une part, on n'a pas observé de rétrécissement évident des primes de risque (écart des marges entre signatures de qualité moyenne et médiocre). La BRI a comparé (avant la crise) les marges sur différentes catégories de risques dans les marchés émergents ; il ne semble pas que le rapport marge d'intérêt/note de crédit ait diminué au milieu des années quatre-vingt-dix : le différentiel entre la prime des débiteurs à haut risque et celle des emprunteurs plus sûrs ne s'était pas réduit<sup>7</sup>. D'autre part, la stabilité des marges malgré l'augmentation des risques dans certains pays pourrait suggérer que les marchés ont mal différencié les risques.

6. Après s'être temporairement rétrécies, les marges sur titres asiatiques se sont vivement accrues lors de la crise russe et ont dépassé celles sur titres latino-américains, inversant le schéma précédent. Dans le cas de l'Indonésie, elles ne se sont réduites qu'en avril 1998. Par conséquent, l'émission de titres s'est fortement contractée.

7. Voir BRI, 67<sup>e</sup> Rapport annuel, pp. 113-115.

**GRAPHIQUE 3**
**Dette des marchés émergents : prime <sup>1</sup>**

En points de base



La zone ombrée représente une période de resserrement monétaire.

1. Par rapport à l'obligation du Trésor des Etats-Unis d'échéance correspondante (emprunts : par rapport au LIBOR).

2. Sur la base d'un sous-groupe pour lequel les primes étaient connues.

3. Moyenne non pondérée des pays figurant dans les deux cadres inférieurs.

Sources : Datastream ; Euromoney ; Bondware et Loanware ; J. P. Morgan.

## Le rôle des agences de notation

Le comportement des principales agences de notation n'a que trop bien illustré les difficultés que même les observateurs expérimentés rencontrent dans l'évaluation du risque. Comme on l'a souvent relevé, bien que l'information sur l'endettement extérieur à court terme de nombreux pays asiatiques, à partir de 1995, ait été largement disponible, cela n'a pas conduit les agences de notation à réviser sensiblement leurs estimations du risque de change. L'évaluation pour l'Indonésie et la Thaïlande n'a vraiment changé que plusieurs mois après le début de la crise. Lorsque celle-ci a atteint la Corée, et que la situation de liquidité internationale extrêmement précaire du pays est devenue évidente, les agences de notation ont réagi : au cours du dernier trimestre de 1997 et du premier trimestre de 1998, l'Indonésie et la Thaïlande ont été toutes deux soumises à une série de déclassements qui ont rabaisé leur note de crédit à un niveau inférieur.

Les révisions massives des marges sur les obligations des marchés émergents et la réévaluation radicale des notations des pays les plus affectés par la crise amènent à s'interroger sur la capacité des marchés financiers à fournir aux gouvernements les signaux pouvant les inciter à appliquer des politiques appropriées. Le caractère non prévisible et tardif de leurs réactions a motivé des critiques leur reprochant de ne pas appliquer de discipline suffisamment tôt (lorsque l'ajustement des politiques serait bien moins coûteux), et de surréagir ensuite (ce qui complique souvent la tâche des autorités). De fait, en Asie – comme au Mexique auparavant – la situation macroéconomique s'est détériorée pendant de nombreux mois, voire années, avant de provoquer une réaction défavorable du marché.

Ce phénomène s'explique en partie par l'attention insuffisante accordée à l'importance de systèmes financiers solides. Les pays qui, selon les indicateurs macroéconomiques traditionnels (inflation, déficit courant, déficit budgétaire), ne semblent pas risquer de crise imminente, par exemple de balance des paiements, sont cependant vulnérables dès lors que leur système bancaire n'est pas sain : telle est la leçon des crises coréenne et indonésienne. C'est de fait l'enseignement qu'en tire l'une des principales agences de notation : "... Les banques privées et publiques représentent des engagements contingents du gouvernement, et font partie intégrante de l'analyse du crédit souverain (...). Le niveau (...) et le taux de croissance de l'effet de levier dans une économie déterminent de manière fondamentale la probabilité de crise dans les systèmes financiers, qu'ils soient solides ou non. Les tendances de la croissance du crédit (au secteur privé comme aux entreprises publiques), l'endettement des sociétés et des ménages, l'inflation des prix des actifs et le financement externe des institutions financières sont des indicateurs fondamentaux de l'effet de levier." <sup>8</sup>

Autre élément d'explication : les risques qui préoccupent les décideurs du secteur public ne sont pas ceux qui inquiètent les créanciers. Les références des décideurs pour juger des déséquilibres peuvent être plus exigeantes. Ces derniers veulent en particulier s'assurer que des politiques non soutenables sont corrigées

8. Standard & Poor's, *Financial System Stress and Sovereign Credit Risk (Tensions dans le système financier et risque de crédit souverain)*, décembre 1997.

suffisamment vite pour que l'accumulation de déséquilibres (dette publique ou dette extérieure, par exemple) ne rende pas l'ajustement plus pénible ou plus coûteux en termes de production. Les créanciers ne sont préoccupés que de leurs remboursements – quel qu'en soit le coût pour les débiteurs imprudents.

L'implication différente des secteurs public et privé crée un terrain fertile à l'aléa moral. Si les principaux acteurs des marchés financiers présument que la tolérance des autorités pour les déséquilibres macroéconomiques et pour l'inadéquation de leur politique est plus faible que la leur, cela peut les amener à relâcher d'autant leur surveillance. Ils supposent en effet que les politiques correctives seront adoptées avant que le défaut sur la dette ne devienne inévitable. Il existe donc un risque moral fondamental sur les marchés financiers modernes, même en l'absence de la présomption, très souvent évoquée, que les autorités des pays débiteurs viendront au secours des établissements en difficulté.

## Le rôle des plans de sauvetage publics

L'ampleur de l'aide apportée aux pays asiatiques, en termes de liquidité internationale, a marqué de nouveaux records. On espérait que, par effet d'annonce, l'importance du programme aurait un impact psychologique sur les marchés et mettrait fin, par conséquent, à l'érosion de la confiance étrangère. Il est difficile d'estimer le niveau que doit atteindre un plan pour parvenir à un tel résultat. Le soutien international officiel offert aux pays en crise n'était pas suffisant pour couvrir tous leurs passifs à court terme envers l'étranger, comme cela avait été le cas dans le plan de sauvetage du Mexique ; cette différence n'est pas passée inaperçue aux yeux des marchés, et leur déception face à la taille de l'assistance financière qu'elle avait initialement demandée a forcé la Corée à solliciter une aide supplémentaire.

Cependant, l'efficacité de l'apport de liquidités dépend moins de son ampleur que de la crédibilité de l'engagement du pays débiteur à mettre effectivement en œuvre une politique d'ajustement. Il est révélateur que les cours de change ont continué à décliner (parfois de manière importante) dans les semaines qui ont suivi l'annonce des plans d'assistance financière à grande échelle pour les trois pays (même si la rupiah indonésienne s'est brièvement redressée grâce à des interventions conjointes de soutien par plusieurs banques centrales asiatiques après l'annonce du programme du FMI). Comme on l'a noté, les déclassements en série des principales agences de notation sont intervenus *après* l'annonce de ces plans. La confiance n'est revenue, et les cours de change ne se sont stabilisés, qu'après certaines actions spécifiques des autorités (notamment, augmentations substantielles des taux d'intérêt au jour le jour, analysées *infra*), combinées à des accords avec les banques créancières ; les marchés ont alors été convaincus à la fois de la pertinence des politiques macroéconomiques et de la viabilité du service de la dette extérieure.

La contribution respective des secteurs public et privé à ces plans internationaux de sauvetage financier fait l'objet de débats depuis les crises mexicaine et

asiatique. Dans les années quatre-vingt, un des éléments centraux de la réponse à la crise de la dette a été que les accords financiers, négociés à l'initiative d'instances officielles, étaient conclus entre les banques et leurs débiteurs souverains qui ne pouvaient plus assurer le service de leurs emprunts. Les négociations qui permettaient d'y parvenir étaient longues et difficiles, et il fallait plusieurs mois pour restructurer la dette. Les concours officiels étaient, dans une certaine mesure, liés à la volonté des banques créancières de renouveler leurs crédits (ou de fournir de nouveaux fonds).

Les choses se sont passées différemment après la crise mexicaine, car la dette extérieure du pays, essentiellement sous forme de titres à court terme négociables, était dispersée entre un grand nombre de détenteurs. L'assistance financière internationale massive a alors permis aux détenteurs de titres du gouvernement mexicain liés au dollar de ne subir aucune perte. L'ampleur de l'assistance officielle, couvrant virtuellement tous les passifs externes à court terme connus du pays, a pu constituer une référence par rapport à laquelle les marchés financiers ont jugé ultérieurement l'adéquation des plans de sauvetage mis en place pour les pays asiatiques. Certains observateurs ont eu le sentiment que le renflouement du Mexique affaiblissait le sens des responsabilités des investisseurs (aléa moral). Et parce que les détenteurs d'autres types de titres mexicains (actions, titres à long terme ou dette libellée en pesos) ont, eux, subi des pertes élevées, les flux de capitaux ont pu se modifier (report des actions vers les titres de dette, du long vers le court terme, de la monnaie locale vers les devises), rendant les pays débiteurs plus vulnérables à des crises soudaines de liquidité.

Dans tous les cas, plusieurs pays asiatiques en sont effectivement venus à emprunter davantage à court terme et en monnaie étrangère auprès des banques. Lorsque la crise asiatique a éclaté, l'aide financière d'urgence est venue du secteur public et n'a guère impliqué des créanciers privés. Seule exception, les banques internationales ont participé à quelques accords destinés à allonger l'échéance de leurs prêts à la Corée, mais la restructuration de la dette bancaire n'a pas été aussi massive que lors de la crise de la dette des années quatre-vingt. Le gouvernement coréen a garanti la dette bancaire en échange de l'allongement des échéances par les banques étrangères ; et les bailleurs de fonds ont obtenu, en contrepartie, des marges significatives par rapport au LIBOR. Cet accord a été consolidé par une forte augmentation des taux d'intérêt (ce qui a dissuadé les banques coréennes de rembourser leur dette en dollars par emprunt de monnaie locale auprès de la banque centrale). Ces mesures semblent avoir aidé à restaurer une certaine confiance, le cours de change se stabilisant dans la période suivant immédiatement leur annonce.

## Les imperfections de la gestion financière

La vulnérabilité de l'Asie à la crise a été accentuée par trois carences relevées dans la gestion financière telle qu'elle était pratiquée : insuffisance de la liquidité extérieure ; dépendance excessive envers l'intermédiation bancaire ; et diversification inadéquate dans des actifs financiers étrangers.

## La liquidité extérieure

La dette extérieure à court terme dans de nombreux pays a augmenté bien au-delà du niveau des réserves de change (TABLEAU 6). Elle concernait largement le secteur privé, qui aurait dû, en théorie, supporter les conséquences de sa propre évaluation du risque. Cependant, en pratique, les choses se sont passées différemment. Après la perte de confiance dans la soutenabilité de l'ancrage du change, les résidents qui avaient contracté, sans les couvrir, des emprunts à court terme à l'étranger ont tenté de protéger leurs positions : en l'absence de variation suffisante, tant des cours de change que des taux d'intérêt, ils se sont souvent couverts aux dépens des réserves de change de la banque centrale, aussi bien à terme qu'au comptant. En Thaïlande, la position courte en devises de la banque centrale sur le marché à terme, a atteint 28 milliards de dollars. Les interventions de la Corée sur les marchés au comptant et à terme ont dépassé 21 milliards de dollars au total dans la seconde moitié de 1997. En outre, à la fin du mois de novembre 1997, près de 17 milliards, sur les 24,4 milliards de dollars de réserves de la Banque de Corée, avaient été placés en dépôts dans les succursales à l'étranger des banques coréennes qui avaient des difficultés à faire face à leurs obligations en devises. Les autorités indonésiennes, qui possédaient des réserves de change très limitées, n'ont guère pu réagir. Le surendettement privé, massif, à court terme et en devises (que la banque centrale estimait à 73 milliards de dollars) a contribué à l'effondrement du cours de change, dont les conséquences inflationnistes, en particulier, ont été très dangereuses. Les emprunts en devises des entreprises indonésiennes venant à échéance n'ont simplement pas pu être honorés.

TABLEAU 6

Dette extérieure à court terme						En % des réserves de change	
	Indonésie	Corée	Malaisie	Philippines	Thaïlande	<i>Pour mémoire</i> Mexique	
Fin 1993	171	148	28	52	89	Fin 1992	124
Mi-1997	182	214	62	88	153	Mi 1994	173

L'une des questions fondamentales consiste à définir des garde-fous pruden- tiels appropriés qui s'appliquent aux emprunts en devises du secteur privé et qui puissent concerner les créanciers aussi bien que les débiteurs. On peut appliquer des contrôles ou des taxes dans les pays débiteurs pour limiter les emprunts en devises ou allonger leur échéance. Différentes expériences passées l'ont tenté par diverses voies : imposer des restrictions quantitatives, autoriser uniquement les entreprises et les banques bien notées à emprunter à l'étranger, ou exiger que les emprunteurs constituent auprès de la banque centrale des dépôts non rémunérés, proportionnels au montant de l'emprunt. Les autorités ont parfois conçu ces mécanismes pour limiter les entrées de capitaux à court terme potentiellement volatiles. Elles peuvent aussi mettre en place des mécanismes de prévention du risque de liquidité. L'Argentine en offre un exemple : dans ce pays (où le peso est

convertible à parité avec le dollar), les banques commerciales sont tenues de détenir 20 % de leurs passifs sous forme d'avoirs liquides : à la fin de 1997, la moitié de ces réserves étaient placées à New York. Elles sont également tenues de prendre des mesures destinées à leur assurer, en cas de problème, un accès à une liquidité suffisante en devises (par exemple, par le biais de lignes de crédit prénégociées).

Une seconde approche consiste à renforcer les mécanismes qui incitent à un comportement de *prêt* plus prudent, en particulier par les banques créancières. Une solution consisterait à s'assurer que celles-ci puissent subir des pertes. Ceci n'est pas facile à mettre en œuvre, car : *i*) le souci de préserver la qualité du crédit conduit souvent les pouvoirs publics à apporter leur garantie implicite ou explicite aux emprunts auprès de banques étrangères et *ii*) de simples rumeurs sur des mesures destinées à imposer des pertes aux banques créancières peuvent mener à l'annulation des lignes de crédit. Une autre solution consisterait, pour les autorités de contrôle, à imposer des conditions de fonds propres ou de provisions plus importantes pour les pays "plus risqués". Il serait peut-être préférable de s'assurer (par exemple, par des mécanismes prudentiels) que les directions générales des banques pèsent les conséquences de leurs décisions lorsqu'elles passent outre aux avertissements de leurs propres départements de contrôle du risque. Quoi qu'il en soit, la crise asiatique a révélé de sérieuses lacunes dans les mécanismes de contrôle prudentiel. Étant donné que les institutions financières internationales se sont engagées sur des prêts dont elles auraient pu connaître le caractère très risqué en utilisant l'information disponible, les problèmes sous-jacents vont au-delà d'une communication financière inadéquate ou d'une transparence insuffisante.

### La mauvaise utilisation des marchés de capitaux

Une des caractéristiques communes à la plupart des pays affectés par la crise était une dépendance plus forte envers l'intermédiation bancaire qu'envers les marchés de capitaux. L'absence d'un marché liquide des obligations est particulièrement sensible dans les pays asiatiques. De ce fait, l'investissement à long terme a souvent été financé à court terme, rendant les emprunteurs vulnérables au risque d'illiquidité (c'est-à-dire au risque que les prêts ne soient pas renouvelés) comme au risque de taux. Les marchés obligataires peuvent également permettre aux banques, dont le financement se fait principalement à court terme, d'offrir à leurs clients un financement long à taux fixe. L'Autorité monétaire de Hong-Kong, par exemple, a pris des mesures pour développer un marché obligataire et un marché des créances hypothécaires.

### L'insuffisante diversification internationale

L'exposition d'un pays à des sorties soudaines de capitaux s'accroît dès lors que les étrangers acquièrent des actifs domestiques, qu'ils soient à court terme ou non ; il s'agit là d'un problème plus fondamental que le surendettement extérieur à court terme. Cette exposition augmente également lorsque les résidents détiennent des portefeuilles importants d'actifs financiers domestiques qui, dès que la monnaie devient convertible pour les opérations en capital, peuvent

être échangés contre des devises. Ainsi, même les instruments financiers qui ne sont pas considérés de court terme (tels que les actions) peuvent être vendus instantanément. En outre, les détenteurs d'actifs difficiles à réaliser rapidement (comme l'investissement direct) peuvent couvrir très rapidement leur exposition en monnaie locale.

La vulnérabilité à de tels revirements du sentiment du marché est encore plus aiguë lorsque les investisseurs nationaux n'ont pas diversifié leurs portefeuilles en acquérant des actifs étrangers. Bien que des taux d'épargne élevés dans tous les pays affectés par la crise aient conduit à une accumulation rapide d'actifs dans le secteur privé, il s'agissait toujours ou presque d'actifs locaux. L'épargne financière des ménages, en particulier, était canalisée essentiellement vers les banques qui réalisaient ensuite des prêts au niveau national ou investissaient dans l'immobilier et en titres domestiques.

Les institutions financières non bancaires n'ont apparemment guère investi davantage à l'étranger. Cette diversification limitée des institutions asiatiques dans les actifs financiers étrangers reflétait peut-être en partie des distorsions de marché. Des institutions financières tels les fonds de pension ou les compagnies d'assurances sont souvent encore soumises à des restrictions sur les placements extérieurs – comme c'est également le cas dans de nombreux pays industrialisés. Cependant, la principale explication aux taux d'investissement relativement faibles en actifs hors d'Asie réside probablement dans le fait que les rendements longtemps élevés obtenus dans les économies dynamiques de la région ont dû rendre les investisseurs inconscients des risques de la non-diversification. Les investisseurs asiatiques préféreraient détenir des actifs domestiques, réels et financiers. Cela n'est pas très surprenant, puisque même une évaluation sophistiquée des risques fondée sur les volatilités passées ne les aurait pas préparés à un choc de l'ampleur de celui subi en 1997-98.

Quelle qu'en soit la raison – et il convient de noter que les données sur l'investissement de portefeuille international ne sont jamais très complètes et peuvent être délibérément sous-déclarées – en Asie seuls le Japon, Singapour (où les fonds de pension privés investissent tant en titres étrangers qu'en prêts au logement dans le pays) et Hong-Kong (où les fonds de pension placent plus de la moitié de leurs ressources à l'extérieur) avaient constitué un stock important d'actifs étrangers (autres que les réserves de change, voir TABLEAU 7). Bien que les autres pays asiatiques aient souvent enregistré des taux d'épargne élevés et croissants, la part des capitaux investis en actions ou obligations non asiatiques est restée faible. Dans de nombreux pays, les réserves de change officielles représentent une large proportion du stock total d'actifs financiers étrangers détenu par le pays. L'investissement institutionnel (en particulier celui des fonds de pension) semble avoir été concentré dans le pays ou dans des économies asiatiques similaires. Cette concentration sur titres (ou biens immobiliers) locaux a gonflé la bulle des prix des actifs et a exposé les investisseurs aux risques inhérents à l'absence de diversification. Elle pourrait également avoir intensifié la fuite des capitaux au cours de la crise, lorsque les dangers d'un investissement excessif sur le territoire national sont devenus plus évidents.

TABLEAU 7

	Flux extérieurs cumulés en Asie, 1990-97			
	Solde courant		Investissement de portefeuille	
	En milliards de dollars	En % du PIB	Actifs	Passifs
Indonésie	-34	-20	..	12
Corée	-57	-14	7	74
Malaisie	-33	-45	..	-5
Philippines	-21	-33	3	10
Singapour	74	103	50	8
Taiwan	70	33	19	12
Thaïlande	-67	-51	..	21
Japon	758	18	583	462

Sources : Données nationales.

Les investisseurs financiers des pays d'Asie auraient sans doute diversifié davantage leurs portefeuilles si les risques d'une concentration locale aussi massive avaient été convenablement perçus. Les taux d'investissement excessifs signalés *supra* auraient été plus modérés. Cela n'aurait pas seulement contribué à limiter l'explosion des prix des actifs, mais aurait également augmenté les sorties de capitaux, compensant ainsi les entrées. Les apports nets de fonds et les déficits des paiements courants auraient par conséquent été réduits – ce qui convient mieux aux économies à forte épargne –, même dans un contexte d'entrées brutes massives de capitaux. La croissance économique aurait été plus lente mais plus soutenable. Une des conséquences de la crise pourrait être, à moyen terme, un investissement plus important en actifs financiers étrangers, ce qui impliquerait peut-être à l'avenir des déficits courants significativement plus faibles que ceux que l'on a observés pendant la majeure partie de cette décennie.

## L'absence de crédibilité de la politique monétaire

Dans plusieurs pays, l'absence de crédibilité de la politique monétaire a été un autre facteur significatif d'aggravation de la crise. Pendant de nombreuses années, le maintien de l'ancrage du cours de change sur le dollar a été l'objectif annoncé de la politique monétaire. Malgré cela, les autorités ont fait preuve, au début de la crise, d'une nette réticence à resserrer la politique monétaire, car un ralentissement marqué de l'activité s'était déjà produit et les prix des actifs subissaient une lourde pression à la baisse. La répugnance des autorités à relever les taux d'intérêt dans de telles circonstances a été renforcée par le fait que la dette était essentiellement à court terme (ou contractée à taux variable) : la hausse des taux d'intérêt aurait immédiatement atteint les emprunteurs. Les responsables savaient en outre que le système bancaire était fragile. Dès lors que les opérateurs sur le

marché des changes connaissaient les contraintes subies par les autorités, de nombreuses banques centrales ont eu du mal à établir une défense crédible de leur monnaie. Dans certains cas, les incertitudes politiques ont suscité des doutes sur la capacité du gouvernement à poursuivre une politique économique cohérente. Le recours aux contrôles administratifs, aux pressions morales, etc., pour décourager les sorties de capitaux ou pour cloisonner marchés domestiques et places franches (dans l'espoir de protéger les marchés nationaux des augmentations substantielles de taux d'intérêt sur ces dernières) a été loin de réussir et a contribué à éroder encore la confiance des investisseurs.

Une fois l'ancrage du change abandonné, l'absence de politiques monétaires crédibles a généré une incertitude supplémentaire pour les marchés. Les désaccords notoires sur la politique de taux d'intérêt n'ont pas aidé à les rassurer, alors même qu'ils tentaient de réévaluer les risques en Asie. Paradoxalement, la réticence initiale à agir a probablement conduit à augmenter davantage les taux d'intérêt que cela n'aurait été nécessaire.

## Conclusion

La crise asiatique a révélé à quel point tous les agents économiques (locaux et étrangers, bancaires et non bancaires, privés et publics) étaient portés à sous-estimer les risques dans des économies en croissance rapide. Dans une certaine mesure, cela a reflété une complaisance coupable ; mais on sait également combien il est difficile de quantifier les risques à l'avance, et ce, pour plusieurs raisons.

L'ampleur des chocs est presque toujours sous-estimée. Dans une crise, les taux d'intérêt et les cours de change surréagissent souvent.

Les risques se cumulent (ils s'aggravent mutuellement). Cet épisode illustre la manière dont une crise macroéconomique peut sanctionner les banques pour leurs pratiques bancaires peu saines, parce que la récession affaiblit la qualité du crédit et que les taux d'intérêt doivent augmenter (ou le cours de change diminuer) en réponse à une érosion de la confiance.

Une contagion peut se produire, essentiellement due : *i*) à des chocs financiers communs, *ii*) à des effets de compétitivité et *iii*) au fait que les investisseurs, notamment étrangers, tendent à regrouper certains pays dans une même analyse. Cela signifie qu'il n'y a pas de correspondance exacte entre la situation objective d'un pays et sa vulnérabilité à la crise.

La diversification du risque est plus difficile à pratiquer qu'il n'y paraît, car la corrélation entre marchés observée en période calme peut augmenter fortement lorsqu'ils sont sous pression : la diversification fonctionne d'autant moins bien qu'elle est plus nécessaire.

Les risques changent de forme lorsqu'il y a crise. Les banques peuvent penser qu'elles ont évité le risque d'échéance en prêtant à court terme à des emprunteurs à long terme. Mais elles subissent un risque de crédit si les emprunteurs font défaut en raison d'une forte augmentation des taux d'intérêt. De la même manière, les risques encourus par les banques privées coréennes en fin de période ont affecté la notation du crédit souverain – c'est leur incapacité à tenir dûment compte de ce facteur qui a pris en défaut les agences de notation.

Enfin, il faut souligner la difficulté de traiter le risque lié aux événements rares et imprévisibles. Certains, à l'évidence, ne peuvent être évités ; mais d'autres résultent de l'action des autorités, tel l'abandon soudain d'un ancrage de longue date au dollar.

Les politiques économiques ont été inadaptées, sur les plans microéconomiques et macroéconomiques ; on peut en tirer plusieurs enseignements. Il apparaît d'abord que la crise ne peut être attribuée à une cause unique : si les systèmes bancaires nationaux étaient inadéquats, il en allait de même de l'intermédiation financière internationale. Les procédures de gestion du risque utilisées par des institutions financières apparemment sophistiquées ne semblent pas avoir bien fonctionné. Et il n'est pas certain que ces défauts aient été détectés de manière satisfaisante par les instances de contrôle des principales places financières. D'amples réformes du système financier – concernant aussi bien les créanciers que les débiteurs – sont donc nécessaires.

Deuxièmement, il est nécessaire de mettre en place des dispositifs prudentiels de prévention qui puissent protéger en particulier les institutions financières contre des crises difficiles à prévoir avec précision. Il faut instituer une protection contre l'effet de levier excessif, qui a joué un rôle central dans la crise asiatique : la faiblesse des ratios de fonds propres indique que l'effet de levier des banques était excessif dans de nombreux pays ; il l'était aussi pour les investisseurs immobiliers, les prêts représentant 90 à 100 % de la valeur des garanties hypothécaires dans certains pays ; les entreprises étaient trop endettées et n'avaient pas assez de fonds propres.

En temps normal, l'effet de levier constitue une manière alléchante d'accepter des risques "prévisibles" afin d'augmenter les rendements. Mais il est dangereux, car les risques ne sont pas aussi prévisibles qu'on aimerait le penser. Il sera difficile de limiter cet effet de levier, car il n'existe pas de règle consensuelle pour en définir le degré acceptable et parce qu'il présente un grand attrait en temps normal. Cette leçon s'applique également aux banques créancières qui ont souvent pris des risques pour obtenir des profits supérieurs à ceux que pouvaient leur procurer des marchés domestiques de plus en plus concurrentiels.

Le troisième enseignement est que les autorités doivent éviter les politiques qui conduisent à mal tarifier le risque : garanties publiques des dettes privées, politiques macroéconomiques non soutenables et plans de sauvetage trop hâtifs ou trop importants. Enfin, il est possible qu'une surabondance de liquidités mondiales ait pu, en elle-même, susciter une utilisation du capital excessivement risquée. Alors que ces liquidités ont continué à augmenter à la suite de la crise asiatique (GRAPHIQUE 2), des questions complexes et difficiles restent ouvertes.

