

## 12. Combattre les crises financières

*Kimon Valaskakis*

Bonjour. Je suis Kimon Valaskakis, titulaire de la chaire de politique économique et ancien ambassadeur du Canada à l'Organisation de co-opération et développement économiques. L'exposé que je m'apprete à vous présenter s'intitule « Combattre les crises financières »; il comporte une dizaine d'idées et, par la suite, quelques commentaires sur les crises financières.

Mais avant de débiter, nous devons définir ce qu'est une crise financière afin de pouvoir la reconnaître et l'éviter, et afin de savoir comment réagir une fois qu'elle est déclenchée.

### A. Définir une crise financière

« Crise financière » est un terme général qui renvoie aux différents secteurs susceptibles de subir une crise. Plus particulièrement, on distingue les crises bancaires, les crises cambiales et les crises de l'endettement. Bien entendu, ces crises ont tendance à s'amplifier mutuellement et surviennent souvent en même temps.

Je décrirai brièvement chacune de ces crises et ce qu'elles occasionnent. Une crise bancaire sous-entend essentiellement la destruction d'une grande partie du capital collectif des banques. Autrement dit, les banques — ou du moins plusieurs banques — se retrouvent avec une valeur nette négative, ce qui les rend tout simplement insolvables. Cela mène à des faillites ainsi qu'à des prises de contrôle et à des renflouements coûteux de la part du gouvernement. Voilà le scénario d'une crise bancaire importante et grave.

Les crises cambiales sont liées aux changements de parités forcés, à l'abandon du régime de change fixe et à un assèchement rapide des réserves internationales ainsi que, éventuellement, aux opérations internationales de sauvetage telles que les caisses de prêts d'urgence du **Fonds monétaire international** (FMI) ou

d'une institution de ce genre. La reconnaissance d'une crise cambiale présuppose souvent de multiples variables, car certaines crises peuvent être refoulées pendant un certain temps grâce à une croissance brusque des taux d'intérêt, laquelle peut nuire grandement au bien-être économique et, par conséquent, ne pourra durer longtemps. Pour « dater » une crise cambiale, on utilise souvent les variables du marché des changes qui comprennent la modification du taux de change (c'est-à-dire une « dévaluation »), la modification du taux d'intérêt (c'est-à-dire des « hausses ») et la perte de réserves. Si la combinaison de ces variables indique une certaine ampleur, on parle alors de crise cambiale même si, selon toute vraisemblance, le taux de change n'a pas encore dégringolé, car il est sur le point de chuter.

Bien entendu, la crise de l'endettement comporte généralement des **moratoires** sur le remboursement du capital et des intérêts ainsi que des défauts de paiement et, en bout de ligne, le **pardon** et le **rééchelonnement de la dette**. En gros, à partir du défaut de paiement, vous pourriez reconnaître la crise de l'endettement.

Une fois de plus, ces trois types de crises surviennent souvent en même temps, plus particulièrement dans les **marchés émergents**, et 75 % des crises de ce genre se sont traditionnellement produites dans ces marchés; leur incidence sur les pays plus avancés s'est limitée à la période comprenant la Crise de 1929 — autrement dit, à l'entre-deux-guerres. C'est à cette époque que bon nombre des pays plus avancés ont subi de graves crises bancaires et financières — du moins les États-Unis et la plupart des pays européens. Par contre, le reste du temps, ce sont surtout les pays à marché émergent qui écoperent. Avant la Première Guerre mondiale et après la Deuxième Guerre mondiale, nous parlons surtout des crises des

pays en développement à marché émergent, c'est-à-dire à revenu élevé et intermédiaire.

Quelle est la probabilité d'une telle crise? La probabilité de subir au moins l'une de ces crises, même s'il ne s'agit pas nécessairement d'une crise multiple (c'est-à-dire les trois types de crise en même temps) est de 12 % à chaque année au cours de la période de 1973 à 1997 faisant suite à la conférence de **Bretton Woods**. C'est donc dire qu'au cours de n'importe quelle année, la probabilité qu'une telle crise ne survienne dans l'un des 56 pays du groupe est de 12 %.

La fréquence des crises n'est pas importante, mais leur gravité est effroyable. S'il s'agit de crises multiples, elles ont tendance à durer de trois à quatre ans et comportent une perte cumulative de production équivalant à 15 % du **produit intérieur brut (PIB)**. Cette perte de 15 % correspond à peu près au septième du PIB, ou encore à 50 % du rendement d'une année. Cette perte est très importante, mais l'on peut se demander si elle est imputable à la crise financière. Peut-être que cette perte constitue une partie intégrante des **récessions** générales — dont les crises financières font partie — et qu'elle les accompagne souvent étant donné qu'elle peut en découler. D'où le lien de causalité. Cependant, il semble que la gravité de la perte de production soit environ deux fois plus importante si une récession est accompagnée d'une crise financière du type mentionné.

## **B. Prévoir une crise financière**

La « prévisibilité » des crises financières est extrêmement limitée. Il n'y a tout simplement aucune correspondance directe entre les facteurs économiques fondamentaux et la probabilité de crise et, par conséquent, la crise financière. L'une des rares variables qui puisse établir un lien sûr avec la crise financière est le déficit courant. Si le déficit courant dépasse 5 ou 7 % du PIB pendant plusieurs années de suite, cela indique qu'une crise financière se prépare, bien qu'il soit assez difficile de déterminer le moment exact de son apparition.

Autrement dit, certains pays peuvent fonctionner sans trop de problèmes pendant plusieurs années, alors que d'autres sont immédiatement en récession.

Nous voilà donc confrontés à un autre problème.

Cependant, le début réel d'une crise financière dans une telle situation découle souvent d'un phénomène connu sous le nom d'« arrêt soudain ». Pour des raisons encore mal comprises, la communauté financière internationale, les principaux guides d'opinion ou peut-être même les détonateurs politiques — événements politiques dans le pays — font hésiter les investisseurs internationaux qui, au lieu de continuer à investir de l'argent dans le pays, cessent brusquement cette activité. Le pays est en état de crise. Il doit tout d'un coup composer sans son déficit courant de 5 ou 6 %, ce qui signifie qu'il doit réduire radicalement sa consommation de ressources d'une proportion équivalente. Les investissements liés à la consommation et les importations doivent chuter très rapidement. Résultat : crise économique générale dans les pays touchés.

Ainsi, le problème de l'arrêt soudain sera bien entendu plus grave si le pays a forcé la note jusque-là. Autrement dit, s'il a importé des capitaux à taux élevé, plus le taux est élevé, plus la secousse découlant de l'arrêt soudain sera forte. C'est ainsi que l'on peut faire un lien avec la probabilité et la fréquence des crises.

Permettez-moi de vous parler quelque peu des crises bancaires et des conditions qui font qu'elles sont plus coûteuses et plus graves. Les crises bancaires ont tendance à être très graves principalement lorsque le filet de sécurité du système financier est si mal défini que le gouvernement prête de façon presque illimitée aux banques ayant des problèmes de solvabilité jusqu'à ce qu'il ne soit plus capable de fournir cet appui. Avant que ce point ne soit atteint, d'énormes sommes d'argent ont été gaspillées. L'Indonésie, par exemple, a réussi à flamber complètement des fonds de soutien d'une valeur de 16 milliards de dollars US. Ce mon-

tant équivaut au quart du PIB annuel de l'Indonésie. Tout cet argent s'est volatilisé. Ces fonds — peu importe ce qu'ils ont pu apporter de positif — n'ont jamais été retrouvés depuis. Cela s'est produit lors de la crise financière de 1997-1998.

Il s'agit d'un problème très grave : lorsque des conditions de ce genre sont présentes, les crises bancaires s'avèrent extrêmement coûteuses.

Un autre élément qui favorise ces crises est le fait d'avoir un « **régime de taux de change fixé hebdomadairement** ». Autrement dit, en Asie, le régime de taux de change est généralement fixé sur le dollar américain, mais n'est pas soutenu de façon crédible par un système de caisse d'émission ou par un niveau très élevé des réserves visant à décourager toute attaque spéculative importante, à prévenir l'exposition aux états d'âme des investisseurs ou à éviter de s'en remettre au bon vouloir des étrangers susceptibles de prêter de l'argent à court terme aux systèmes bancaires ou à d'autres organismes des divers pays. Ainsi, un régime de change fixe fait croire aux gens que les taux de change sont garantis, qu'ils n'ont pas besoin de couvrir leur position de change et qu'ils peuvent profiter de taux d'intérêt plus élevés sans craindre qu'une modification des taux de change n'élimine la différence. Lorsque les gens se placent dans de telles situations, ils doivent s'attendre à subir une crise financière très coûteuse et très perturbatrice advenant l'échec du régime de taux de change fixe qui survient plus souvent qu'autrement. On peut donc facilement repérer le lien existant entre la crise cambiaire et la crise bancaire, où l'une a tendance à aggraver l'autre. C'est pourquoi une crise double ou triple entraîne toujours des pertes nettement plus lourdes qu'une crise ne touchant que l'un de ces secteurs.

Prenons maintenant le temps de parler de prévention. En gros, les modèles d'avertissement anticipé sont censés indiquer aux pays qu'ils s'approchent de la zone dangereuse. Mais les modèles et systèmes d'avertissement anticipé sont très difficiles à utiliser, car personne

ne veut sonner l'alarme à un moment où le pays est tellement vulnérable que cela provoquerait une ruée vers la sortie de secours et précipiterait la crise annoncée. On assisterait donc à la concrétisation automatique du danger anticipé. Il est très difficile d'éviter cette situation lorsqu'on utilise les systèmes d'avertissement anticipé, à moins que ces derniers ne révèlent très tôt les points faibles — dès qu'ils commencent à se manifester — et qu'ils n'avertissent les pays touchés pour qu'ils renoncent et mettent fin à leurs opérations et qu'ils rectifient ou corrigent — immédiatement ou dès que possible — ces points faibles afin d'éviter une crise.

Toutefois, il arrive très souvent que, avant que le modèle d'avertissement anticipé ne sonne l'alarme (le cas échéant), il soit déjà trop tard pour agir. Ces systèmes se limitent à dire ce qui suit : « Écoutez, votre avion se dirige déjà vers le fond du ravin et je peux vous prédire avec assurance que vous allez vous y écraser. » En réalité, il arrive souvent qu'ils ne puissent faire plus. Cependant, à quel type d'éléments sont-ils confrontés? D'abord, ils doivent éviter de donner trop de fausses alarmes — lorsqu'il n'y a pas vraiment de problème et que rien n'en laisse présager — et, en même temps, ils doivent être en mesure de sonner l'alarme lorsqu'une véritable crise est susceptible de survenir.

Vous pouvez déjà supposer que ces modèles sont généralement structurés de telle sorte qu'ils n'omettront pas trop de crises réelles dans les applications exposées (c'est-à-dire lorsqu'elles sont produites et qu'elles font l'objet d'essais). Vous auriez sonné l'alarme pour toutes les crises du passé — et vous voulez vous assurer que les systèmes d'avertissement ont rempli leur rôle pour la plupart de ces crises — mais, en retour, vous devez généralement sonner l'alarme trois ou quatre fois plus souvent qu'il n'y a vraiment de crise. Lorsque les alarmes sont exagérément sensibles, comme un avertisseur d'incendie dans un bâtiment, nous nous demandons toujours, avant de

commencer à courir, s'il s'agit d'un exercice ou d'une situation réelle. Si vous pensez qu'il s'agit d'un exercice, vous ne vous dépêcherez pas tellement pour régler le problème — dans ce cas, sortir de l'immeuble. Et c'est essentiellement là que se situe la difficulté.

Je vais vous faire part de quelques éléments que j'utilise pour évaluer une crise imminente. Il s'agit des surévaluations des taux de change, du déficit courant, de la position des réserves internationales (dette à court terme relative aux réserves ou dette internationale à court terme relative à une valeur telle que le PIB), le taux de croissance des exportations et ainsi de suite. En général, une combinaison de ces facteurs ou un facteur pris séparément — à part un ou deux peut-être — ne permet pas d'établir de très bonnes prévisions et n'est pas très utile, même si un regroupement de ces facteurs peut, à un moment donné, valoir la peine d'être analysé en tant qu'élément de consultation dans le cadre d'une évaluation plus exhaustive ainsi que d'une analyse plus détaillée des perspectives d'un pays.

Le FMI établit de tels indicateurs, tout comme Crédit Suisse First Boston, la Deutsche Bank, Goldman Sachs et ainsi de suite. Toutes ces entreprises ont vécu des expériences semblables. Par exemple, lors de la dernière crise survenue en Argentine, le rendement de ces indicateurs a varié de médiocre à minable. Ils ont signalé la crise très tard pour ensuite cesser de donner des informations deux ou trois mois avant que la crise ne s'aggrave; par la suite, ils ont recommencé à faire état du problème lorsque la crise était sur le point de nous frapper. Les observateurs avertis ont pu nettement mieux prévoir la situation que les systèmes d'avertissement « mécaniques » ou « saturés de facteurs ». C'est donc dire que le dossier de ces systèmes n'est pas très reluisant.

Que pouvez-vous dire à propos des moyens dont vous disposez pour faire face à ces crises? De toute évidence, vous devez éviter les conditions les plus propices aux crises. Autrement, nous en savons très peu sur les facteurs les plus

critiques à surveiller — à part le fait de s'assurer que les systèmes bancaires sont bien réglementés, disposent de réserves suffisantes et sont transparents dans leur traitement des problèmes de dette (analyse des prêts non remboursés et en retard, rapports connexes et ainsi de suite). Il est également possible d'inciter les nations à ne pas trop dépendre des entrées de capitaux à court terme, plus particulièrement les systèmes bancaires. Au Chili, par exemple, des réserves obligatoires supplémentaires ont été imposées jusqu'à il y a quelques années aux mouvements de fonds étrangers destinés au système bancaire afin de décourager les rentrées de fonds à court terme, mais pas les rentrées de fonds à long terme, étant donné qu'elles entraînaient une charge fixe unique. Sur une longue période d'investissement, cette mesure ne représente pas grand-chose, mais à court terme, elle est dissuasive.

### C. Prévenir une crise financière

Quelques suggestions permettent de prévenir l'émergence des conditions propices aux crises, mais elles ne sont généralement pas considérées comme très utiles ou solides — l'une des moins utiles est sûrement la **taxe Tobin**. Il y a également d'autres suggestions, comme le fait d'avoir un prêteur mondial de dernier recours, qui n'ont pas encore donné de mesures concrètes et fiables.

Dans l'ensemble, nous sommes encore aux prises avec l'aspect bancaire du problème en essayant peut-être de décourager l'entrée excessive de capitaux à court terme et de modifier la composition des mouvements de capitaux en vue d'obtenir des échéances à plus long terme ainsi que plus d'**investissements étrangers directs** — tout en gardant constamment à l'esprit que n'importe quelle mesure du genre fait obstacle aux forces du marché. Cette interférence est très difficile à maintenir sur une longue période étant donné que le contournement est généralement possible sur les marchés financiers internationaux et qu'elle s'avère également très coûteuse en matière d'occasions perdues.

Il y a souvent de nombreux règlements en place qui découragent autant les bonnes que les mauvaises initiatives. En bout de ligne, je crois que les crises financières sont des « réalités qui ont la vie dure » (Eichengreen 1999). Cela fait au moins cent ans qu'elles viennent nous harceler. Elles sont présentes depuis le début des marchés financiers internationaux — c'est-à-dire depuis au moins le dix-neuvième siècle — et elles ne sont pas près de disparaître. Le combat visant à trouver des façons de les atténuer portera ses fruits à mesure que de nouvelles possibilités et de nouveaux moyens susceptibles de provoquer ces crises verront le jour sur les marchés financiers internationaux et à mesure que des pratiques incertaines seront adoptées.

Voilà donc le message peu encourageant qui ressort de toute cette situation. Je voudrais simplement mentionner que si vous pensez que le système financier est vraiment une source de problèmes importants dans l'économie mondiale, il est bien évident que vous serez portés à appuyer un renforcement complet de l'architecture du système financier international, ce qui constituera le sujet de notre prochain exposé.

*Note : Cette conférence a été préparée avec la collaboration de George von Furstenberg.*

## Référence

EICHENGREEN, Barry, *Toward a New International Financial Architecture: A Practical Post-Asia Agenda*, Institute for International Economics, Washington DC, 1999.

## Documents supplémentaires suggérés

BORDO, M., B. EICHENGREEN, D. KLINGEBIEL et M.S. MARTINEZ-PERIA, « Is the Crisis Problem Growing More Severe? » *Economic Policy* 32 (avril 2001): 53–82.

CULPEPER, Roy, « Systemic Reform at a Standstill: A Flock of "Gs" in Search of Global Financial Stability ». Présenté au conférence de « Critical Issues in Financial Reform: Latin-American/Caribbean and Canadian Perspectives », Munk Centre for International Studies, Université de Toronto, 1 à 2 juin 2000 <[www.g7.utoronto.ca/g7/scholar/culpeper2000/index.html](http://www.g7.utoronto.ca/g7/scholar/culpeper2000/index.html)> (mai 2002).

DANIELS, Joseph, « Supervising the International Financial System, » p. 107 à 118, Michael Hodges, John Kirton et Joseph Daniels, *The G8's Role in the Millennium* Ashgate Aldershot, 1999.

FERNANDEZ-ARIAS, Eduardo et Ricardo HAUSMANN, eds., *Wanted: World Financial Stability*, Inter-American Development Bank, Washington DC, 2000.

FONDS MONÉTAIRE INTERNATIONAL, *Global Financial Stability Report: Market Developments and Issues*, Fonds monétaire international, Washington DC, 2002.

GOLDSTEIN, Morris, Graciela KAMINSKY et Carmen REINHART, *Assessing Financial Vulnerability: An Early Warning System for Emerging Markets*, Institute for International Economics, Washington DC, 2000.

HUANG, Haizhou et S. Kal WAJID, « Financial Stability in the World of Global Finance, » *Finance & Development* 39(1, mars 2002).

KIRTON, John, « The G7 and Concert Governance in the Global Financial Crisis of 1997–99 ». Présenté au conférence annuel de l'International Studies Association, Los Angeles, 15–19 mars 2000 [Version: 6 mars 2000] <[www.library.utoronto.ca/g7/scholar/kirton2000/](http://www.library.utoronto.ca/g7/scholar/kirton2000/)> (mai 2002).

Questions à débattre  
À venir

Exercice  
À venir