

## **Libéralisation Financière et Risque Systémique dans les Pays Emergents**

Thierry Apoteker, Directeur, TAC\*  
Emilie Crozet, économiste, TAC

La libéralisation financière reste un concept flou, tant sur le plan académique que dans ses applications dans les différents pays, développés comme émergents. On y associe habituellement des hypothèses fortes concernant une déréglementation des quantités et des prix des différents ressources financières, et une suppression des frontières entre différentes activités comme entre principaux marchés d'actifs financiers. Historiquement, ce mouvement de libéralisation commence dans les années 1970 dans les pays développés, puis se « propage » aux pays émergents à partir des années 80.

Cette libéralisation financière suscite à la fois beaucoup d'attentes (meilleure efficacité allocative des ressources financières, meilleure intégration internationale), et beaucoup d'inquiétudes. En particulier, la question se pose de savoir si cette libéralisation appliquée dans les pays en développement ne constitue pas un facteur d'aggravation du risque pays en général, et une cause plus forte de turbulences systémiques pour les marchés d'actifs financiers et bancaires.

On se propose d'examiner cette question en trois étapes : la première insiste sur le lien fort entre les « libéralisations » commerciale d'un côté, financière de l'autre. La seconde étape reprend les arguments conceptuels du lien entre libéralisation financière et risques dans les pays émergents ; enfin, la troisième étape se concentre sur les aspects plus spécifiques de risque systémique bancaire et ses liens avec la libéralisation financière.

### *Libéralisation commerciale et libéralisation financière : Les deux faces d'une même pièce*

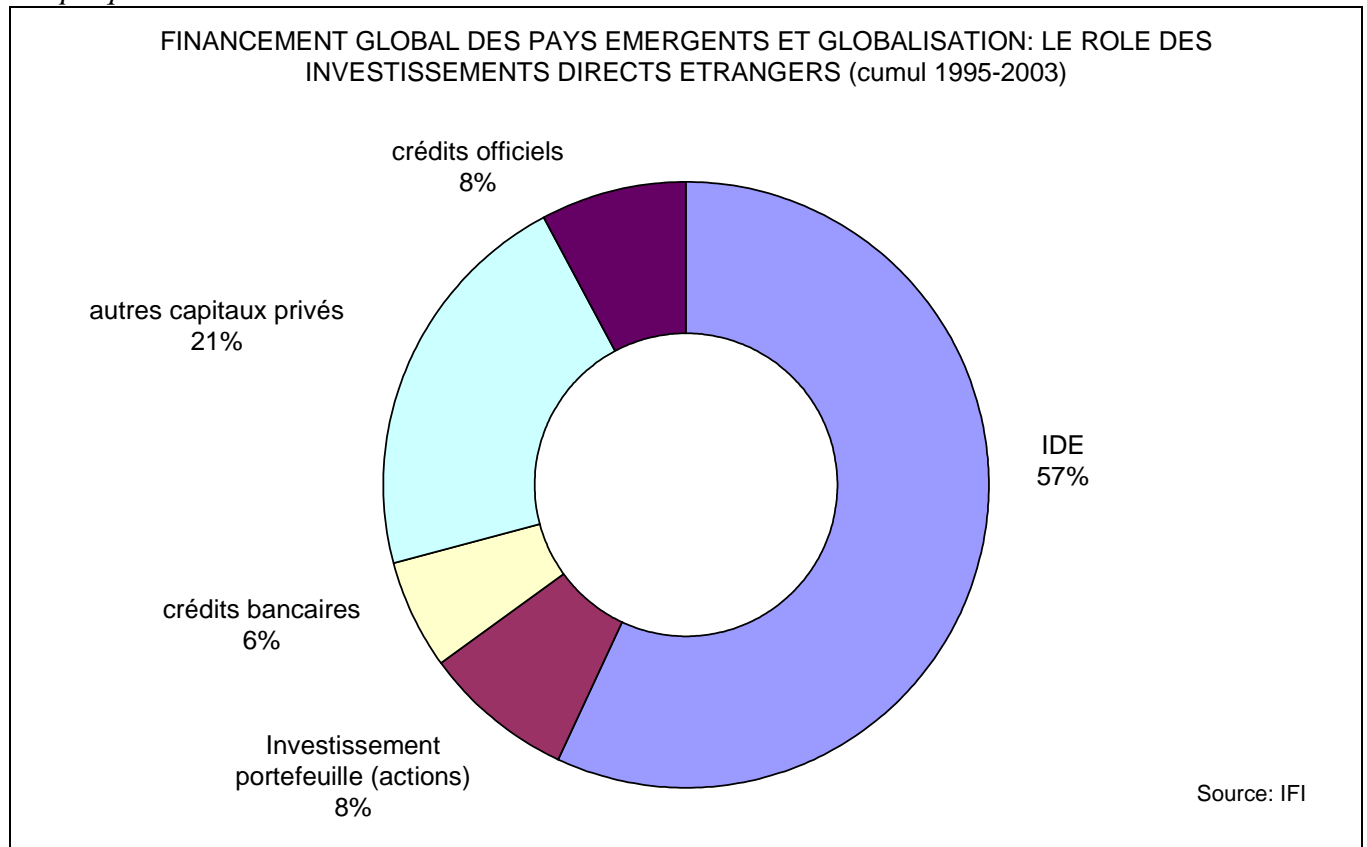
De plus en plus, les flux commerciaux mondiaux sont associés à des flux financiers parallèles, ces flux évoluant ainsi de façon croissante avec les mêmes tendances. Plusieurs raisons peuvent être avancées pour expliquer cette évolution :

- Des flux commerciaux croissants doivent être financés par des flux financiers symétriques.
- L'augmentation d'investissements directs étrangers (IDE) a conduit à l'intégration des pays à travers le commerce dans un premier temps, puis à travers les entreprises elles-mêmes. Ces IDE ont constitué de très loin la première ressource financière externe des pays en développement au cours des dernières années (graphique 1), mais, ce faisant, créent une structure microéconomique beaucoup plus favorable à l'intégration financière internationale.

---

\* TAC (THIERRY APOTEKER CONSULTANT) est un cabinet indépendant de recherche économique appliquée  
[www.tac-financial.com](http://www.tac-financial.com),

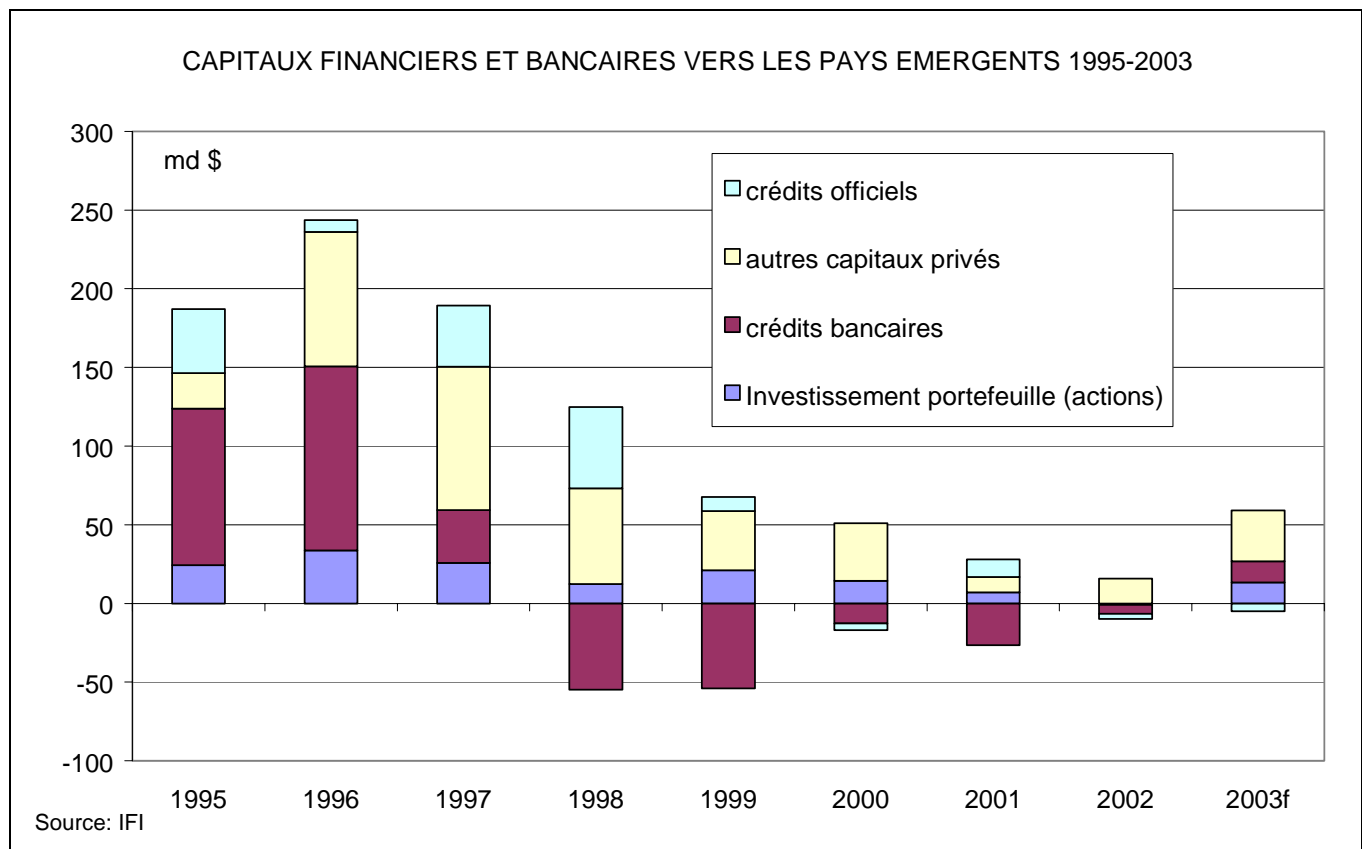
Graphique 1



- La prise en considération des services au sein des négociations de l'OMC et le processus de libéralisation ont aussi contribué à élargir le champ de l'ouverture commerciale et ont conduit à faire croître les flux financiers.
- La plus grande ouverture commerciale des pays s'accompagne souvent de la création parallèle de zones de libre échange. Cette intégration plus forte entre les pays d'une même zone géographique requiert une intégration financière elle aussi plus grande (la création de la zone euro est ainsi l'exemple le plus achevé de cette tendance).

La phase de libéralisation commerciale coïncide avec la libéralisation financière dans les pays développés, et à la désintermédiation bancaire au profit des marchés dans ces mêmes pays. Les banques des pays développés les plus actives en matière d'activités internationales se tournent de plus en plus vers les opérations de marché de capitaux, et « exportent » en quelque sorte cette expertise et cette préférence stratégique vers les pays émergents. Ainsi, nonobstant une baisse globale des flux financiers vers les pays émergents depuis la crise asiatique de 1997-98, les financements bancaires internationaux ont été largement supplantés par les financements de marchés, avec même une diminution, en montants absolus, de l'exposition « crédit » de ces banques aux pays en développement de 1998 à 2002 (graphique 2).

graphique 2



### Libéralisation financière et risque dans les pays émergents

De même que pour la libéralisation commerciale, il est important de rester précautionneux en termes sémantiques : en particulier, la différence entre le concept d'intégration et celui de libéralisation doit être soulignée. De fait, un pays en développement peut mener une stratégie « d'intégration dans les flux financiers internationaux » sans que cela ne se traduise par une déréglementation parallèle, et donc par une véritable « libéralisation » financière. Des exemples aussi différents que la Chine, l'Inde, le Brésil, le Liban ou l'Argentine suffisent à se convaincre de l'absolue nécessité de conserver cette différence de concepts à l'esprit.

La question posée conduit alors à s'interroger sur les risques supplémentaires que peut introduire une véritable libéralisation financière, c'est-à-dire une dérégulation associée à un rôle dominant des marchés (titres, crédits, dépôts, change) pour la détermination des équilibres prix et quantités en matière de ressources financières, sur le risque pays et les systèmes bancaires. Les arguments sont alors les suivants :

- La libéralisation financière implique une variabilité supplémentaire sur les prix des ressources financières (taux d'intérêt, taux de change) qui peut ainsi être à l'origine d'une plus grande instabilité macroéconomique, voire de chocs violents comme les crises de change. En effet, pour les pays qui ne disposent pas de crédibilité politique ou de force

monétaire, cette volatilité financière peut rendre les politiques économiques inopérantes ou même « impossibles », empêchant ainsi ces pays d'utiliser des outils budgétaires ou monétaires pour faire face à leurs problèmes économiques domestiques. Dans certains cas seulement (exemples du Brésil et de l'Afrique du Sud), cette plus grande variabilité est (au moins partiellement) compensée par une gamme plus vaste de ressources ou d'instruments, et par des capacités renforcées de protection et de couverture. Le résultat global est donc ambivalent, et dépend de la combinaison entre déréglementation et profondeur (ou liquidité, professionnalisme, etc.) des marchés.

- S'il existe une forte concentration d'intervenants sur un marché financier de petite taille (cas le plus fréquent des marchés émergents), le principe d'efficacité des marchés n'est plus avéré. Les prix des actifs financiers et bancaires deviennent alors des prix d'oligopole, avec des risques de basculements soudains et violents (pour des raisons qui peuvent tenir avant tout à la stratégie financière globale des intervenants dominants, sans connexion automatique avec les « fondamentaux » du pays), et des mécanismes de propagation « systémique » particulièrement forts (mouvements de panique).
- Le développement d'un pays s'inscrit dans le long terme tandis que la vision des investisseurs financiers est souvent de plus court terme (voire de très court terme). Il peut ainsi y avoir de conflits potentiels d'intérêt entre autorités politiques et investisseurs ou compagnies privées qui peuvent avoir une influence néfaste sur le développement du pays.

Abordée du point de vue des systèmes bancaires, la libéralisation est un facteur déstabilisant pour trois raisons principales :

- Les phénomènes de contagion entre les marchés d'actifs et les marchés de crédits, souvent par le biais de collatéraux et de garanties qui perdent de leur valeur en cas de choc financier.
- L'arbitrage fait par les banques entre devises et monnaie locale. Ceci pose la question de la structure des bilans bancaires de la part des actifs/crédits en monnaie locale ou en devise et des échéances sur ces mêmes crédits. Ce problème du risque de change a trouvé une illustration forte au cours des crises récentes, en Asie, en Russie et en Argentine.
- La libéralisation financière entraîne un risque de chocs financiers plus récurrents, avec ses conséquences sur les déroulements conjoncturels, et mettant ainsi en jeu la qualité des crédits (non remboursement, faillites) en cas de récession/retournement économique.

### *Le risque systémique bancaire dans les pays émergents aujourd'hui*

La libéralisation financière a souvent été présentée comme la cause des crises survenues dans les pays émergents : déstabilisatrice, elle fragiliserait le système bancaire, pouvant entraîner ainsi une crise pays globale. Cependant, pour appréhender le véritable lien entre libéralisation financière et risque du système bancaire dans les pays émergents, il faut s'intéresser naturellement aux systèmes bancaires eux-mêmes, et déterminer si la structure et les caractéristiques de ces systèmes leur permettent ou non d'absorber des chocs venus par ailleurs, voire même de provoquer eux-mêmes, de façon endogène, une crise pays.

D'un point de vue qualitatif, l'analyse du système bancaire peut se faire autour de trois éléments principaux permettant d'estimer sa solidité et son potentiel de résistance à la libéralisation financière et aux chocs qui peuvent en découler :

- La concentration bancaire. Dans l'absolu et hors intervention publique, une faible concentration suggère un risque de contagion plus faible et une capacité moindre de la défaillance d'un acteur à déstabiliser l'ensemble du système. Cependant, dans le cas du système bancaire, le rôle très particulier de la monnaie (« bien public », en partie associé à une perception du risque faible ou nul des déposants), il existe un soutien implicite des autorités en cas de tensions sur un des éléments du système bancaire. Dans ce cas particulier, la concentration devient un facteur réducteur du risque systémique, car la taille même des établissements impose alors des interventions publiques en cas de difficultés individuelles des établissements bancaires.
- La séparation entre métiers bancaires. Si les activités des banques sont très cloisonnées (c'est-à-dire s'il y a peu/pas de liens entre dépôts bancaires et opérations de marché), alors le risque de transmission d'un choc financier au système bancaire est faible, et la « qualité des dépôts » n'est pas affectée par les fluctuations de prix des actifs de marchés.
- La supervision, la régulation et la situation des comptes permettant de donner une indication sur la résistance microéconomique des banques. Les banques se doivent en effet d'afficher des montants des fonds propres, un provisionnement, et des capitaux importants, tout en déclarant leurs créances non performantes, afin de faire face à la variabilité accrue liée à la libéralisation financière, et c'est bien un des enjeux de la nouvelle réglementation de Bâle II.

Ceci permet ainsi de fournir une grille d'analyse « qualitative » du système bancaire dans les pays émergents. Il apparaît que si tous ces critères se conjuguent de façon négative (faible concentration bancaire, faible séparation des métiers et capitalisation réduite), les risques de système bancaire associés à toute libéralisation financière sont maximum (exemple des secteurs bancaires asiatiques avant la crise de 1997).

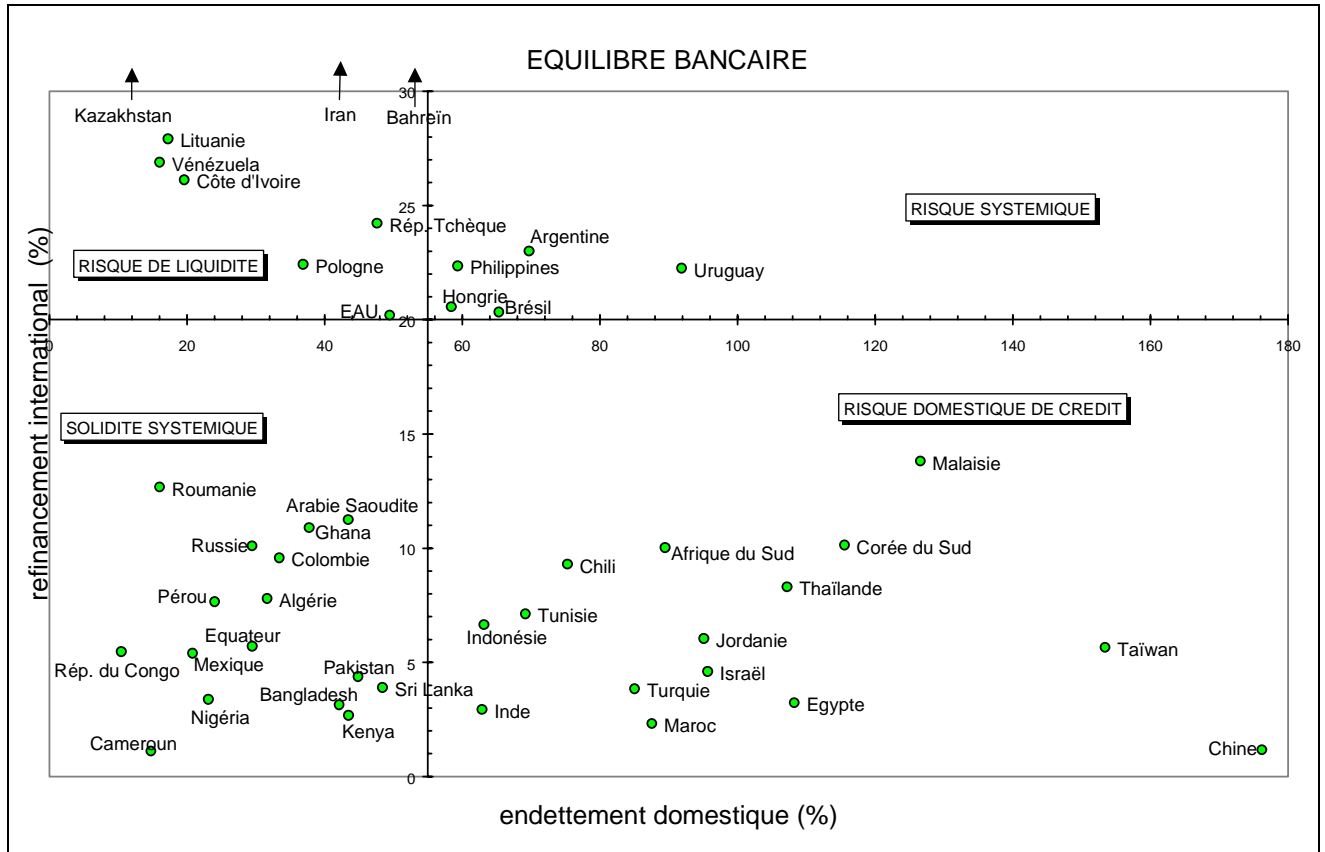
Aujourd'hui, le système bancaire apparaît rarement comme la cause première d'une crise pays. La question sans doute plus importante est de savoir si le système bancaire peut être un facteur d'amplification d'un choc économique potentiel. En effet, si le système bancaire est fragile, un choc économique au départ localisé peut alors se traduire par une fragilisation accrue des banques, voire des faillites, ces effets auto-renforçants entraînant alors souvent une crise pays globale. Si au contraire, le système bancaire indique une plus grande solidité, ce même choc restera localisé, il n'y aura pas d'effet domino entre le choc initial et les difficultés du système bancaire et le pays pourra éviter une crise pays déstabilisante.

Une grille simple d'analyse peut être utilisée, en confrontant d'une part une mesure de l'effet de levier global dans l'économie, d'autre part, l'importance du refinancement international des banques locales. Le premier indicateur permet de distinguer la présence de mécanismes auto-renforçants entre systèmes bancaires et conjoncture (tout ralentissement conjoncturel se traduisant par des difficultés bancaires, et les difficultés bancaires se traduisant par une restriction dans la distribution de crédit, et accentuant ainsi les difficultés conjoncturelles, si les effets de levier sont forts) ; le second permet d'éclairer les risques de système induits par des chocs « externes », que ce soit sur le taux de change ou sur la confiance internationale : de fait, un refinancement international élevé se traduit, dans l'une ou l'autre de ces deux

hypothèses, par un déséquilibre marqué de bilan et donc une forte probabilité de ruptures systémiques.

L'application de ces deux critères, sur un ensemble de 45 pays<sup>1</sup>, permet d'obtenir une cartographie simple de l'aspect « système bancaire » du risque pays (graphique 3).

Graphique 3



Les deux axes du graphique représentent les seuils au-dessus desquels le risque s'intensifie : si l'indicateur d'*endettement domestique* se trouve au delà du seuil, cette position indique une place importante des crédits bancaires dans l'économie et donc un risque plus grand de mécanismes auto-renforçants entre conjoncture économique et système bancaire. De même, si le *refinancement international* est au-dessus du seuil de risque, tout retrait brutal du soutien et de la confiance des banques internationales, et/ou toute dévaluation significative de la monnaie, auraient des conséquences négatives fortes. Ainsi si les deux indicateurs sont simultanément au-dessus des seuils de risque, il existe un véritable *risque systémique* pour le pays considéré (si les banques internationales se retirent du pays, le système bancaire devient alors illiquide et contracte ses crédits, alors même que ces derniers sont primordiaux pour l'économie). A l'inverse, une position en *solidité systémique* caractérise un système bancaire dans lequel se combine le poids faible des crédits et une dépendance modeste à l'égard du refinancement international.

L'Equilibre Bancaire montre ainsi que presque tous les pays d'Asie du Sud Est (dont quatre des cinq pays touchés par la crise asiatique) sont dans une situation d'*endettement domestique*

<sup>1</sup> Tirée de l'outil d'analyse du risque pays RiskMonitor, développé par TAC

relativement défavorable, mais avec un *refinancement international* en dessous du seuil de risque et donc dans une position dans la zone de *risque domestique de crédit* moins alarmante que celle de risque systémique qui prévalait au moment de la crise de 1997-98, tout en illustrant le risque « clé » pour la Chine. A l'inverse, de nombreux pays africains se trouvent dans la situation de *solidité systémique* sans pour autant qu'une telle position indique une situation bancaire microéconomique solide, mais plutôt l'absence d'une contagion potentielle forte entre choc conjoncturel et système bancaire.

La combinaison d'une approche « qualitative », incluant mesures des qualités individuelles des banques, solidité capitalistique, qualité de la supervision prudentielle, et structure du secteur, et d'une approche plus formalisée décrivant les capacités d'atténuation ou au contraire d'amplification des chocs économiques ou financiers, permet alors de porter un jugement plus nuancé sur la problématique de la libéralisation financière : elle ne devrait naturellement pas précéder les facteurs d'amélioration « qualitative », et ne devrait se faire que lorsque le système bancaire est en mesure de résister à des chocs financiers significatifs. Ceci suggère également qu'une libéralisation interne, accompagnée d'un net renforcement institutionnel, est sans doute un préalable (politiquement plus acceptable) à une libéralisation « tous azimuts » incluant simultanément libéralisation domestique et forte ouverture internationale. Ceci montre que, paradoxalement, il est sans doute plus efficace pour un pays en développement d'accueillir « à bras ouvert » des institutions étrangères prêtes à opérer localement dans un environnement domestique libéralisé, que de vouloir « forcer » une insertion internationale de l'ensemble des marchés de ressources financières et bancaires.