

CRISES FINANCIERES DANS LES PAYS EN DEVELOPPEMENT :  
LA FIN DES IDOLES

Thierry Apoteker, économiste, directeur du bureau d'études T-A-C

Les économistes du développement ayant une expérience plus longue que les seules bulles financières des années 90 se souviennent du déplacement sémantique opéré à la fin de la décennie précédente, quand le vocable « pays en développement » avait laissé la place à de plus prometteurs « marchés émergents ». On voit aujourd'hui que des pays ne peuvent se réduire à des seuls marchés, financiers en particulier, et que le processus de développement implique des modalités de financement plus complexes qu'une simple « émergence » vers des structures proches de celles des pays développés.

Malgré les fortes différences de structures économiques et de situations conjoncturelles des pays ayant connu ces crises financières récentes, une logique de déroulement identique y est présente: partout, les pressions sur le taux de change imposent des mesures correctrices de politique économique, en particulier des hausses très substantielles de taux d'intérêt et des compressions budgétaires ; ces mesures, « jugées » insuffisantes ne parviennent pas à éviter un décrochage à la fois brutal et ample du taux de change ; la demande intérieure se contracte violemment sous l'effet des mesures restrictives, de la hausse des prix entraînée par la dévaluation, des pertes patrimoniales liées à l'effondrement des valeurs boursières ; simultanément, les entreprises sont étranglées par la concomitance de l'affaiblissement de la demande, de la hausse des dettes libellées en devises, et des difficultés systémiques des secteurs bancaires incapables d'autre chose que de restaurer leur liquidité.

Il est donc légitime de s'interroger sur les racines de cette logique partagée. Ceci amène aujourd'hui à brûler certaines des idoles auxquelles étaient vouée une adoration aveugle, soutenue par une solide dose d'idéologie libérale sans doute un peu trop simple. Trois d'entre elles paraissent être destinées, sinon au bûcher, au moins à une profonde remise en cause :

- La libéralisation accélérée des mouvements de capitaux internationaux devait permettre aux entreprises (comme aux Etats) de puiser dans un vaste réservoir mondial d'épargne, induisant un financement plus facile de l'investissement et donc une accélération de la croissance. On avait oublié que cet accès plus facile à des ressources financières allait inéluctablement réduire le coût du capital pour les emprunteurs, et donc en toute logique amener à un surinvestissement : capacités de production excédentaires en Corée, bulles immobilières en Asie du Sud Est, ou fuites de capitaux comme en Russie. Simultanément, cette ouverture rendait difficile le contrôle monétaire domestique de la conjoncture, les hausses de taux d'intérêt dans les pays en développement entraînant, pendant les phases d'euphorie financière, de fortes entrées de capitaux à court terme, alimentant en liquidité une économie qu'on essayait justement de ralentir. Mais lorsque la défiance succède à l'euphorie, on passe en quelques mois, voire quelques semaines, de « l'aveuglement au désastre » à la « panique collective », ce qui crée une volatilité extrême de l'environnement financier de ces pays ... toujours dans un processus de développement qui suppose précisément une certaine stabilité des ressources financières.

La probabilité est désormais forte de voir plusieurs pays en développement mettre en oeuvre des mécanismes de régulation (à l'instar de la Malaisie : que se passera-t-il si le pays réussit

son pari ?), portant en particulier sur les capitaux à court terme, et s'appuyant sur des outils divers allant d'une imposition forfaitaire à l'entrée de ces capitaux, à un contrôle des changes pour toutes les transactions hors échanges de biens et services, en passant par des réserves obligatoires ou des systèmes de change duaux.

- La stabilité des taux de change devait, pour des économies en développement de taille moyenne et ouvertes sur l'extérieur, conduire à une croissance plus rapide, l'ancrage nominal (avec un taux de change soit fixe, soit « annoncé ») réduisant les anticipations inflationnistes et améliorant les prises de décisions d'investissement. Mais, avec la libéralisation des mouvements de capitaux, ceci a massivement encouragé les mouvements de capitaux spéculatifs et amplifié les difficultés de régulation conjoncturelle. Dès lors que l'environnement global des marchés émergents devient plus incertain, cette « stabilité » apportée par la politique de change se traduit par une instabilité plus forte des taux d'intérêt et l'apparition de problèmes de liquidité micro-économique (en Asie notamment) ou de solde budgétaire (Russie, Brésil). Dans tous les cas, les secteurs bancaires - dont on peut naïvement regretter qu'ils n'aient pas acquis en quelques années la même qualité de supervision que les pays développés ... après un siècle de succession de crises bancaires !- sont fortement affectés. Enfin, lorsque la « stabilité » du change n'est plus supportable, la crise est d'autant plus violente qu'il n'y a plus proprement parler de marché : on ne trouve alors que des vendeurs de devises locales, et les plus faibles transactions suffisent à entraîner des décrochages considérables.

Là également, il ne fait guère de doute que le système international de change devra être repensé, faute de quoi l'intégration commerciale mondiale ne pourra se poursuivre, dans un environnement qui serait alors dominé par des successions de dévaluations compétitives entre grands pays en développement.

- Enfin, la question de l'aléa de moralité a repris une place centrale dans les discussions qu'ont aujourd'hui les économistes comme les régulateurs. Ne nous trompons pas, la plupart des intervenants sur les marchés émergents n'ont pas profité d'un tel aléa de moralité : les banques commerciales qui se sont trompées sur le risque de leurs crédits classiques vont devoir faire des provisions substantielles ; les investisseurs, y compris les « spéculateurs », ont eux aussi enregistré des pertes considérables sur leurs actifs émergents, sans doute à la hauteur des risques réels qui étaient pris.

Le problème se concentre aujourd'hui sur deux types d'intervenants ou d'opérations, dont on peut dire qu'ils ont massivement contribué aux crises récentes sans avoir, jusqu'à présent, à supporter le coût d'une mauvaise mesure du risque : d'un côté, on trouve les banques dans leurs opérations interbancaires, celles-ci étant systématiquement garanties, explicitement ou implicitement par les pouvoirs publics sous le prétexte que « toute rupture condamnerait les banques domestiques à l'isolement international ». Comment alors assurer que les banques ne développent pas ces opérations (pour mémoire, 37 mds de \$ de crédits interbancaires ont été consentis aux 5 pays asiatiques en crise au cours du seul 1<sup>er</sup> semestre 1997 !) sans aucune considération sérieuse de la qualité intrinsèque des contreparties. De l'autre côté, on trouve les banques d'investissement dominant les opérations de marché primaire de titres émis par les pays en développement. D'un point de vue conceptuel, ces institutions jouent le même rôle que les banques commerciales classiques, en réduisant ce que les économistes appellent l'asymétrie d'information entre prêteurs et emprunteurs : l'investisseur achètera du papier coréen ou thaïlandais sur la base de ce que la banque amenant l'opération sur le marché lui

aura présenté en matière d'analyse de risque. Ce n'est d'ailleurs pas un hasard si la concurrence entre ces grands établissements se fait largement sur la qualité (supposée) de leur recherche. La différence essentielle avec les banques commerciales est que la banque d'investissement ne conserve pour elle aucun risque, qui est entièrement transmis à l'investisseur. Dans un contexte où une petite dizaine de grandes institutions (américaines pour l'essentiel) dominant très largement ce métier d'émissions de titres « émergents », on peut légitimement se demander si la « réduction de l'asymétrie » n'est pas plutôt une « manipulation » de l'information : car enfin, quelle « belle histoire » la banque d'affaires américaine qui a dirigé l'émission souveraine de la Thaïlande en mai 1997 (600 mn de \$ avec une marge de seulement 0.7% par rapport aux titres du trésor américain) a-t-elle pu raconter à ses clients investisseurs, alors qu'il y avait déjà plus que de simples coups de semonce sur le marché ? L'argument selon lequel le risque pour ces banques n'est pas financier, mais de réputation, supposerait, pour être valide, une structure moins concentrée des intervenants. D'ailleurs, ce sont ces mêmes banques qui aujourd'hui conseillent les gouvernements sur les restructurations de leurs engagements... Il faudra donc bien trouver, dans ces deux types d'opérations financières, un mécanisme qui associe la prise de risque avec son coût