
QUELQUES REMARQUES À PROPOS DES CRISES FINANCIÈRES RÉCENTES

FRANÇOIS LEROUX

OCTOBRE 2000

La décennie 90 a connu de très nombreuses crises financières.

I. CRISES ET CRISES

- Évolution et enrichissement du vocabulaire :
 - Accidents, crises, chocs,
 - Attaques, pressions, « épisodes »...
- Éléments constitutifs :
 - Surprise,
 - Anormalité,
 - Éléments de danger (risque systémique).
- Ce qui caractérise la crise :
 - Le grippage (au sens mécanique du terme),
 - L'ampleur du dysfonctionnement,
 - L'incapacité de l'autocorrection,
 - L'échec de mécanismes de marché,
 - La nécessité d'un changement structurel,
 - Le coût de résolution, en % du PIB, est important.
- Les quatre types de crises, objet d'analyse et de préoccupation :
 - Les crises monétaires (*currency crises*),
 - Les crises financières,
 - Les crises bancaires,
 - Les crises jumelles.

- Les crises dans un contexte d'événements perturbants des années 1990 :
 - Les séquelles de la crise de l'endettement,
 - Les *Savings and Loan* aux U.S.A.,
 - Les difficultés majeures des institutions financières japonaises,
 - L'épisode de la Barring's,
 - La crise mexicaine,
 - Les difficultés du plus grand Hedge Fund américain : Long Term Capital Management,
 - Des signes précurseurs de difficultés majeures : le marché des euro-obligations souveraines (le Pakistan, le Pérou, la Russie et autres).

II. LES CRISES DE CHANGE (dites aussi « monétaires », *currency crisis*)

- Au cours des années 1990, il y a eu quatre épisodes majeurs de crises de change :
 - La crise du SME (1991-1992),
 - La crise mexicaine (1994-1995),
 - La crise asiatique (1997-1998),
 - La crise russe (1998).

- Un élément nouveau : dans toutes ces crises, les difficultés rencontrées se sont répandues d'une économie à une autre dans une même région ou même dans certains cas d'une région à une autre. La contagion aura été le thème dominant des études de ces dernières années.

- Un contexte de fractures :
 - La globalisation,
 - La circulation instantanée de l'information,
 - La capacité de renverser rapidement une position,

- La croissance des marchés internationaux de capitaux,
 - Le développement des fonds mutuels internationaux,
 - L'incroyable succès des produits dérivés,
 - La déréglementation,
 - La renaissance des Hedge Funds, etc.
- Caractéristiques classiques :
 - Les pressions sur les changes,
 - La hausse des taux d'intérêt,
 - Les défenses souvent vaines des parités,
 - La perte d'influence des banques centrales,
 - Le « marché » contre les autorités publiques.
- Éléments nouveaux :
 - Contaminations des marchés financiers locaux,
 - La croissance vertigineuse des *spreads* sur les obligations internationales,
 - La contagion,
 - La remise en cause des modèles théoriques de crise de change.

III. LE PHÉNOMÈNE DE LA CONTAGION

- Contagion, Propagation et Contamination,
- Effet de débordement (*spill-over*),
- Effet de « mousson »,
- La fréquence et l'intensité des crises dans les économies émergentes au cours de la deuxième partie des années 1990 est l'objet d'interrogation par les responsables de la politique économique :
 - Quelle est la nature de ces crises nouvelles ?

- Quels sont les facteurs responsables de leur expansion ?
- Quelles politiques faut-il adopter pour prévenir ces crises ou en limiter les débordements ?

IV. L'ÉTUDE GÉNÉRALE DU FMI À L'OCCASION DES QUATRE CRISES DES ANNÉES 1990

- L'étude du FMI :
 - Une longue étude du FMI dans le *World Economic Outlook* de mai 1999.
 - Les observations portent sur 60 pays industrialisés et en émergence.
 - Les observations portent sur la période 1990-1998,
 - Les monnaies de 16 pays ont subi des pressions durant l'épisode de crise du SME.
 - Les monnaies de 9 pays ont été affectées durant la crise mexicaine.
 - Les monnaies de 10 pays ont été affectées durant la crise asiatique.
 - Les monnaies de 13 pays ont été affectées durant la crise russe.
- Les conclusions de l'étude quant à la contagion : quelles sont les caractéristiques communes des pays vulnérables à la contagion ?
- Y-a-t-il des différences entre les pays qui ont été affectés et ceux qui ne l'ont pas été ?

A. LES PAYS DONT LA MONNAIE A SUBI DES PRESSIONS AU COURS DES QUATRE CRISES PRÉSENTAIENT DES SIGNES DE DÉSÉQUILIBRES EXTÉRIEURS

- Les indicateurs de dette montrent que les pays qui allaient être touchés étaient dans une situation plus précaire (mais c'est seulement la dette exigible à court terme qui est déterminante).
- On constate aussi des mésalignements du taux de change, des pertes de compétitivité.
- Dans les pays émergents touchés, les pays avaient connu au cours des 3 années précédant la crise une appréciation plus rapide du taux de change réel.
- Dans les pays industriels, dans les pays émergents, le déficit des transactions courantes était plus élevé.

B. LES PAYS AFFECTÉS PAR LES CRISES MONTRAIENT DES SIGNES DE DÉSÉQUILIBRES INTERNES OU DE FAIBLESSES MACROÉCONOMIQUES

- La croissance du PIB était en moyenne plus faible.
- Dans les pays en émergence, le ratio M2/réserve était sensiblement plus élevé que dans les autres pays dans l'année qui a précédé la crise.
- Les taux d'intérêt étaient élevés dans les pays qui allaient être affectés.
- Une expérience antérieure de crise bancaire (mais on ne peut généraliser).

C. EN REVANCHE D'AUTRES VARIABLES NE PRÉSENTENT PAS DE DIFFÉRENCES ENTRE PAYS AFFECTÉS ET PAYS NON AFFECTÉS

Quatre variables macroéconomiques n'ont pas joué de rôle :

- Le déficit budgétaire,
- La dette publique,
- L'inflation,
- La croissance de la masse monétaire.

D. LE RÔLE DES LIENS COMMERCIAUX POUR EXPLIQUER PARTIELLEMENT LA CONTAGION

On constate un effet de contagion par le biais des liens commerciaux : une fois la crise déclenchée dans un pays, cela a eu un effet sur le taux de change implicite réel et sur le potentiel d'exportation des autres pays.

E. LE RÔLE DES LIAISONS INDIRECTES PAR LES MARCHÉS FINANCIERS

Pour les pays en émergence, l'existence d'un créancier commun joue un rôle majeur si le créancier commun est le pays ayant le plus prêté à la première économie en crise.

V. COMPRENDRE LES CRISES : L'APPORT DES ÉTUDES SUR LES COMPORTEMENTS MICRO ÉCONOMIQUES ET MICRO FINANCIERS

- Les imperfections de marché,
- Les inégalités d'information,
- Le mimétisme et le panurgisme,
- Les prédictions auto-réalisatrices,
- Les anticipations et les comportements irrationnels,

- Les bulles spéculatives,
- L'effet de levier et les produits dérivés,
- L'illusion de la pérennité de la liquidité,
- Les *Opinion-Makers* et les gurus,
- La contagion d'opinion,
- La réduction de l'horizon temporel,
- Le comportement chartiste,
- Le pouvoir des *asset-mix managers*,
- L'évaluation de la performance et le *benchmarking*.

VI. LES CRISES BANCAIRES

- Les crises bancaires ne représentent pas un phénomène nouveau.
- Les crises bancaires ne sont pas l'apanage des économies en transition et des économies en développement (« ils ne mourraient pas tous mais tous étaient atteints »).
- L'attention particulière portée à ces crises vient du fait que l'industrie bancaire n'est pas une industrie comme une autre.
- La vulnérabilité au risque systémique intra-industriel et interindustriel.
- Les crises peuvent être longues et coûter cher.
- Les crises bancaires sont paralysantes.
- Les crises bancaires ont des conséquences sociales (ou politiques) qui peuvent être majeures (au même titre que l'hyperinflation).

- Les crises bancaires et le phénomène de la confiance.
- Il n'y a pas a priori de vainqueur évident qui profite d'une crise bancaire.
- La crise bancaire n'est pas le résultat de comportements spéculatifs se comparant à ceux que l'on observe dans une crise de change.
- Les comportements des agents sont surtout défensifs mais le changement brusque et généralisé peut être dévastateur.

VII. LONGUEUR ET COÛT DES CRISES BANCAIRES

Pays	Période	Longueur (années)	Coût (% PIB)
Argentine	1980-82	3	55,3
Bénin	1988-90	3	17,0
Brésil	1994-95	2	7,5
Chili	1981-83	3	41,2
Colombie	1982-87	6	5,0
Côte d'Ivoire	1988-91	4	25,0
Espagne	1977-85	9	16,8
Estonie	1992	1	1,4
États-Unis	1984-91	8	3,2
Finlande	1991-93	3	8,0
Ghana	1982-89	8	6,0
Guinée	1985	1	3,0
Hongrie	1991-95	5	10,0
Indonésie	1994	1	1,8
Israël	1977-83	7	30,0
Malaisie	1985-88	4	4,7
Mauritanie	1984-93	10	15,0
Mexique	1995	1	13,5
Norvège	1987-89	3	4,0
Philippines	1981-87	7	3,0
Sénégal	1988-91	4	17,0
Sri Lanka	1989-93	5	5,0
Suède	1991	1	6,4
Tanzanie	1987	1	10,0
Thaïlande	1983-87	5	1,5
Turquie	1982-85	4	2,5
Uruguay	1981-84	4	31,2
Vénézuela	1994-95	2	18,0
Zambie	1995	1	1,4

Source : Fryd Edward J. : « *The Length and Cost of Banking Crises* », (1999).

VIII. MULTIPLICATION DES ÉTUDES SUR LES CRISES BANCAIRES AU COURS DES DERNIÈRES ANNÉES

- Les différents types d'études :
 - Les études analytico-descriptives,
 - Les études empiriques.

- Deux exemples d'études analytico-descriptives centrées sur les économies en transition et sur les économies en développement : l'étude Goldstein-Turner (1998) et celle d'Honohan (1997).

- Les huit causes majeures de crise bancaire dans l'analyse de Goldstein-Turner :
 - La volatilité macro-économique externe et domestique,
 - La croissance très rapide des prêts, l'effondrement du prix des actifs, l'entrée massive de capitaux,
 - L'accroissement des passifs sans possibilité de protection,
 - La préparation insuffisante à la libération financière,
 - L'omniprésence de l'État et le contrôle inadéquat des prêts reliés,
 - Les faiblesses du cadre légal, du système comptable et des mécanismes de divulgation,
 - La mauvaise gestion et les erreurs microéconomiques,
 - Des incitations mal conçues,
 - Le régime de change.

- Les trois « symptômes » dans l'étude d'Honohan :
 - Les épidémies d'origine macroéconomique,
 - La mauvaise gestion et les erreurs microéconomiques,
 - Les crises liées à l'omniprésence de l'État.

IX. LES EFFORTS DE DÉFINITION DES CRISES BANCAIRES DANS LES ÉTUDES EMPIRIQUES

- On peut considérer qu'il y a cinq études majeures sur les crises bancaires :
 - Caprio et Klingebiel (1996),
 - Demirguc-Kunt et Detragiache (1998),
 - Dzobiek et Pazarbasioglu (1997),
 - Kaminski et Reinhart (1996),
 - Lindgren, Garcia et Saal (1996).
- La définition retenue de la crise dépend de l'objet de l'étude et l'on utilise toute une gamme de nuance en parlant d'épisodes, de difficultés bancaires...jusqu'à la crise majeure.

1. Caprio – Klingebiel :

Il n'y a pas vraiment de définition de ce que l'on entend par épisode de difficultés bancaires. L'énumération des périodes de difficultés a été faite sur la base d'avis d'experts locaux et internationaux. Un élément commun : il y a eu des dommages importants au fonctionnement du système bancaire. Un épisode de difficulté bancaire est donc en partie subjectif.

2. Demirguc-Kunt – Detragiache :

Effort le plus sérieux d'objectiver la définition de la crise : il ya eu crise si 4 facteurs ont été réunis :

- Le ratio actifs non performants/total des actifs du système bancaire > 10 %.
- Le coût de l'opération de secours au système bancaire > 2 % du PIB.
- Les problèmes du secteur bancaire ont amené a une nationalisation importante de banques.

- Il y a eu des phénomènes de retraits massifs des banques et des mesures exceptionnelles : dépôts gelés, vacances bancaires prolongées, forme de garantie ex. post des dépôts par le gouvernement en réponse à la crise.

3. Dzobiek – Pazarbiasioglu :

« Les problèmes bancaires ont été considérés comme systémiques lorsque les problèmes ont affectés des banques qui globalement contrôlaient au moins 20 % des dépôts de tout le système bancaire. »

4. Kaminski – Reinhart :

- « Nous considérons qu'une crise bancaire débute quand :
- Il y a un mouvement de retrait massif d'une banque qui entraîne sa fermeture, sa fusion forcée ou sa prise de contrôle par les autorités gouvernementales.
 - Ou quand, même sans un épisode de retrait massif, il y a malgré tout fusion forcée, fermeture ou prise de contrôle qui entraîne un mouvement de restructuration pour les autres institutions. »

5. Lindgren, Garcia – Saal :

La liste a été établie après consultation d'économistes et d'études spécifiques. Ils font une distinction parmi les épisodes retenus entre les crises et les « problèmes significatifs ».

Il y a crise s'il y a eu des retraits massifs, des déplacements majeurs de portefeuilles, l'effondrement de certaines institutions financières importantes et des interventions majeures du gouvernement.

X. LES RÉSULTATS EMPIRIQUES DE L'ÉTUDE DE DEMIRGUC-KUNT ET DETRAGIACHE

- L'importance de cette étude.
- L'approche économétrique retenue.
- Les variables significatives :
 - La croissance (signe négatif et très significatif),
 - Le taux d'intérêt réel (signe positif et très significatif),
 - L'inflation (signe positif et très significatif),
 - Le ratio M2/réserve (signe positif et significatif),
 - Le taux de croissance réel du crédit (signe positif et significatif),
 - L'existence d'un système d'assurance dépôt (signe positif et significatif),
 - La durée des crises passées (signe positif et assez significatif).

XI. CRISES JUMELLES ET DILEMME DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE

- Contagion vs contamination.
- Le principe : un instrument pour un objectif.
- Les instruments indirects et l'action sur les taux à court terme.

- Les objectifs peuvent être contradictoires.
- La *yield curve* et le métier de banquier (rappel : la Réserve Fédérale Américaine au début des années 90).
- Le *credit crunch*.
- Des crises simultanées ou en séquences ?
- Le sens de la causalité.
- Les dimensions institutionnelles.
- L'étude de Kaminski et Reinhart (1996).

BIBLIOGRAPHIE

- FRYDL, Edward (1999). « The Length and Cost of Banking Crises », *IMF Working Paper*, 99/30.
- DEMIRGÜC-KUNT, Asli et Enrica DETRAGIACHE (Mars 1998). « The Determinants of Banking Crises in Developing and Developed Countries », *IMF Staff Papers*.
- HONOHAN, Patrick (1997). « Banking System Failures in developing and transition Countries : Diagnosis and Prediction », *BIS Working Papers*, n° 39.
- GOLDSTEIN, Morris et Philip TURNER (1998). *The Asian Financial Crisis: Causes, Cures, and Systemic Implications*, Institute for International Economics.
- CAPRIO, Gérard et Daniela KLINGEBIEL (1996). « Bank Insolvencies: Cross-country Experience », *World Bank Policy Research Working Paper*, n° 1620.
- IMF (Mai 1999). *World Economic Outlook, International Contagion*.
- DZIOBEK, Claudia et Ceyla PAZARBASIOGLU (1997). « Lessons from Systemic Bank Restructuring: A Survey of 24 Countries », *IMF Working Paper*, n° 161.
- DREES, Burkhard et Ceyla PAZARBASIOGLU (1995). « The Nordic Banking Crisis: Pitfalls in Financial Liberalization », *IMF Working Paper*, 95/61.
- EICHENGREEN, Barry, Andrew K. ROSE et Charles WYPLOSZ (1996). « Contagious Currency Crises », *NBER Working Paper*, n° 5681.
- KAMINSKY, Graciela et Carmen REINHART (1996). «The twin crises: the causes of banking and balance-of-payments problems », *Board of Governors of the Federal Reserve System*.
- LINDGREN, Carl-Johan, Gillian GARCIA et Matthew SAAL (1996). « Bank Soundness and Macroeconomic Policy », *IMF*.