



INSTABILITÉ DES FLUX INTERNATIONAUX DE CAPITAUX ET CRISES FINANCIÈRES

ANDRÉ ICARD*

Les crises financières qui, depuis cinq années, ont touché nombre de pays émergents, souvent considérés auparavant comme porteurs d'un brillant avenir, ont mis à jour dans les économies concernées des faiblesses jusque-là mal appréhendées ou, en tout cas, mal évaluées : parités de change maintenues au-delà du raisonnable, déficits extérieurs ou budgétaires trop tardivement combattus, faiblesses structurelles touchant en particulier le Système financier local, manque de clarté sur l'ampleur du soutien que les autorités étaient prêtes ou capables d'apporter à celui-ci, endettement extérieur comportant une trop grande proportion d'échéances à court terme.

Mais elles ont fait ressortir aussi des dysfonctionnements du marché mondial de capitaux, liés à une volatilité excessive des flux de financement vers les pays émergents ; on a ainsi assisté, au gré des circonstances, à des phases d'euphorie exagérée, alternant avec des périodes de repli frileux, caractéristique de ce qu'il est convenu d'appeler un comportement grégaire des acteurs du marché. Cette volatilité des flux de capitaux a eu des conséquences coûteuses pour les pays débiteurs, mais aussi pour les systèmes financiers des pays créanciers. S'accompagnant bien souvent d'une insuffisante différenciation des ju-

gements portés sur les pays d'une même zone ou sur des économies présentant certaines similitudes, elle a pu également conduire à des effets de contagion.

La volatilité des flux transfrontières de capitaux a joué un rôle certes non exclusif mais déterminant dans le déclenchement et le déroulement des crises financières au Mexique (1995), en Asie (1997), en Russie et au Brésil (1998) ; elle constitue un phénomène complexe, qui se nourrit d'une bonne part des faiblesses diverses constatées du côté des prêteurs comme des emprunteurs. Les premiers ont pu invoquer des défauts ou des lacunes dans l'information disponible, mais ils échappent difficilement au reproche d'une piètre gestion de leurs risques. Faute de politiques macroéconomiques adaptées et de structures financières suffisamment solides et contrôlées, les seconds ont rarement fait un usage optimum des fonds que la communauté financière internationale leur a libéralement prêtés.

L'excès de financement durant les phases de haute conjoncture suivi, une fois la crise déclenchée, d'une baisse des encours de crédit d'autant plus forte que la phase précédente avait été exubérante, a provoqué, chez les pays emprunteurs, une accentuation du cycle économique et une aggravation de la phase d'ajustement.

* Directeur général adjoint de la Banque des règlements internationaux

Nous décrivons ces phénomènes dans la première partie de notre étude, et examinerons les voies qui sont ouvertes pour mieux adapter les flux de capitaux aux besoins des pays émergents.

INSTABILITÉ DES FLUX ET CONSÉQUENCES MACROÉCONOMIQUES

L'analyse des statistiques financières internationales des dernières années fait clairement ressortir en 1996 et début 1997 une hausse marquée des flux de capitaux vers les économies émergentes, sans commune mesure avec les tendances antérieures. A la suite des crises de 1997 et 1998, survenues en Asie puis en Russie, un reflux d'une ampleur tout aussi inusitée a été enregistré. Nous consacrerons quelques développements à la description des évolutions avant d'en analyser les conséquences macroéconomiques pour les pays touchés par la crise.

Evaluation du phénomène

Au cours des années 1990-95, les flux de capitaux vers les pays émergents, bien que sujets à de notables variations d'une année à l'autre, se sont établis à 60 milliards de dollars en moyenne, avec des écarts pouvant atteindre plus ou moins 30 % autour de ce chiffre.

En 1996 et jusqu'à l'été 1997, une brusque accélération s'est produite, les flux totaux ayant triplé par rapport à ceux constatés les années précédentes. Ce résultat, dû tout autant à un accroissement des émissions d'obligations internationales qu'à des crédits syndiqués en forte expansion, est allé de pair avec une baisse des primes de risque : dans un contexte de liquidités mondiales abondantes, les investisseurs ont recherché des placements plus rentables que

ceux en vigueur sur les marchés des pays développés et ont accepté des rémunérations insuffisantes par rapport aux risques pris. Cette expansion des crédits internationaux a en effet coïncidé avec une phase de forte croissance des liquidités dans les pays industrialisés : le taux de progression annuel des agrégats larges dans ces pays (Etats-Unis, Japon, Royaume-Uni et zone euro) qui était tombé à 2,5 % à la fin de 1994 avait dépassé 6 % au début de 1996, tandis que les taux d'intérêt à court terme perdaient 1 % sur la même période¹.

Ainsi qu'il ressort du tableau, un premier retournement s'est produit au deuxième semestre de 1997, dans le prolongement de la crise thaïlandaise, conduisant à une contraction des encours de prêts internationaux sur les marchés asiatiques. On observe toutefois que cette situation nouvelle n'a pas infléchi les tendances antérieures sur l'Amérique Latine et la Russie, où la contraction d'encours n'interviendra qu'un an plus tard, et que le flux d'émissions obligataires par les pays d'Asie ne s'est que faiblement ralenti. Ce contraste entre prêts internationaux, aptes à se retourner à la première alerte, et émissions obligataires sujettes à une plus grande inertie, ressort clairement du tableau. Plusieurs explications peuvent être avancées. Dans une large proportion, les prêts internationaux étaient à court terme (donc rapidement annulables), alors que les obligations sont à échéance nettement plus lointaine. De plus, le maintien des lignes de financement bancaire en temps de crise, qui était de règle lors de la gestion de la crise latino-américaine des années 80 et qui a fait partie du programme brésilien du printemps 1999, n'a été mis en force que tardivement lors de la crise asiatique. Enfin, les obligations internationales ont toujours été honorées dans la période récente et ce n'est que cette année que les autorités des pays créanciers - spécialement au sein du Club de Paris - ont clairement envisagé une restructuration de la dette obligataire dans le cas d'extrêmes

Financement international des économies émergentes (en milliards de dollars)

	Moyenne 1990-95 ¹	1996	1997		1998		1999
			1 ^{er} sem.	2 ^e sem.	1 ^{er} sem.	2 ^e sem.	1 ^{er} sem. ⁵
Prêts bancaires internationaux							
a) Asie ²	37	80	37	- 29	- 52	- 32	- 12
b) <i>dont 5 pays endettés</i> ³	28	58	25	- 34	- 48	- 26	- 6
c) Amérique Latine	0	28	13	21	17	- 15	- 4
d) <i>dont Brésil</i>	0	17	7	4	10	- 14	- 6
e) Russie ⁴	- 2	7	4	6	6	- 13	- 2
Emissions obligataires nettes							
f) Asie ²	13	35	16	9	4	- 5	2
g) <i>dont 5 pays endettés</i> ³	10	31	12	7	4	- 4	2
h) Amérique Latine	13	41	23	18	22	0	16
i) <i>dont Brésil</i>	4	12	6	3	8	- 3	- 1
j) Russie	0	0	4	1	6	6	0
Total pays émergents							
k) Prêts bancaires internationaux	31	117	59	14	- 22	- 39	- 30
l) Emissions obligataires nettes	29	80	45	34	35	3	22
Total	60	197	104	48	13	- 36	

¹ 1993 T4-1995 pour les émissions obligataires nettes. ² Hong Kong et Singapour exclus. ³ Corée, Indonésie, Malaisie, Philippines et Thaïlande. ⁴ 1994 et 1995 seulement. ⁵ Premier trimestre pour les prêts bancaires.
Source : BRI.

difficultés financières ; ceci a pu donner pendant longtemps l'impression d'une supériorité des prêts obligataires sur les prêts syndiqués, du point de vue des risques encourus, et a pu contribuer au rebond marqué des émissions latino-américaines au premier semestre de 1999.

Deux autres conclusions s'imposent à la lecture du tableau :

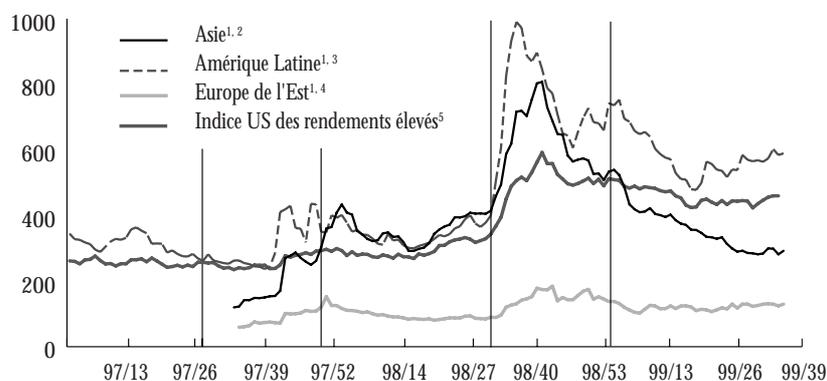
- la politique de réduction des encours de prêts par les banques internationales, entamée à l'été 1997 sur l'Asie, puis généralisée à l'ensemble des pays émergents un an plus tard, s'est poursuivie activement au premier trimestre de 1999, y compris en Asie où pourtant les signes de reprise économique sont encourageants ;

- en Asie comme en Amérique Latine, la crise survenue dans un pays a provoqué non seulement une contraction des financements dans celui-ci, mais aussi un arrêt des financements nets vers les autres

économies de la zone. La similitude des chiffres des lignes a-b et f-g à partir du deuxième semestre de 1997 et celle de la ligne c-d à partir de 1998 en témoignent : ceci contribue au risque de contagion régionale des crises, qui s'est matérialisé en Asie au deuxième semestre de 1997.

Au total, les prêts internationaux vers l'Asie se sont contractés entre le milieu de l'année 1997 et fin 1998 d'un montant voisin des financements, exceptionnellement élevés, mis en place au cours des trois semestres précédents. La contraction des encours s'est poursuivie au premier trimestre de 1999, à un rythme à peine ralenti. La prise en compte des émissions obligataires, dont l'encours a décliné plus lentement, fait ressortir un retournement du total des financements externes vers l'Asie moins spectaculaire mais tout aussi significatif (168 milliards de dollars de financements de janvier 1996 à juin 1997,

Marchés émergents : marges sur obligations



Notes : Les lignes verticales indiquent le début des crises en Thaïlande, Corée, Russie et Brésil respectivement. Les marges sont mesurées par rapport à l'emprunt-phare du Trésor US en points de base.

¹ Moyenne simple. ² Chine, Inde, Indonésie, Corée, Malaisie, Philippines et Thaïlande. ³ Argentine, Brésil, Chili, Colombie, Mexique, Pérou et Vénézuéla. ⁴ République Tchèque, Hongrie et Pologne. ⁵ Obligations d'entreprises de notation inférieure. Source : Datastream.

114 milliards de dollars de contraction au cours des sept trimestres suivants).

Cette forte amplitude des mouvements d'encours se double de très notables fluctuations sur les marges de risque prises sur les pays émergents. Le graphique ci-dessus en fournit une illustration.

Aux marges extrêmement basses et en déclin qui ont prévalu jusqu'au milieu de l'année 1997 a succédé, dans le prolongement de la crise asiatique, une remontée significative des conditions. Un pic très marqué a suivi la crise russe, qui explique sans doute les chiffres négatifs d'émissions obligataires nettes enregistrés au deuxième semestre de 1998. Depuis lors, un repli vers les niveaux du milieu de l'année 1998 s'est opéré sur l'Asie, tandis que les conditions demeuraient tendues et même repartaient à la hausse sur l'Amérique Latine, après une reprise rapide des émissions au premier semestre de 1999.

Conséquences macroéconomiques

La principale conséquence de l'instabilité des flux de capitaux vers les pays émer-

gents est clairement une amplification du cycle économique et sa soumission au cycle des capitaux dans des économies qui auraient surtout besoin d'une croissance régulière pour renforcer leurs structures et construire les bases de leur avenir par une politique d'investissements sans grands à-coups. Cette distorsion a pour corollaire une mauvaise allocation des ressources dans la phase montante ou haute du cycle et un renforcement, aux conséquences néfastes, sur le plan tant économique que social, de la phase d'ajustement.

La description qui suit² retient l'hypothèse d'une économie appliquant des taux de change fixes, comme ce fut le cas à l'occasion de la majorité des crises récentes. L'hypothèse de taux de change flottants sera examinée dans la troisième partie de l'étude.

La phase initiale du cycle est celle d'une économie en croissance qui, par les opportunités qu'elle présente, attire des flux importants de capitaux étrangers. En régime de parités fixes, les réserves de change augmentent en prévention d'une hausse du change.



A ce stade se pose la question de l'usage qui est fait des importations de capitaux. Au Mexique, comme plus tard au Brésil, les flux de capitaux ont contribué au financement du déficit public et de la consommation. En Asie, au contraire, les fonds d'origine extérieure sont venus s'ajouter à une épargne intérieure déjà abondante, conduisant à des taux d'investissement extrêmement élevés. Ce phénomène a souvent été amplifié par un crédit interne dynamique possiblement stimulé par des interventions de change mal stérilisées ou encore par un secteur bancaire hyperliquide, peu conduit à la rigueur dans l'allocation de ses prêts. La situation dans les pays du Sud-Est asiatique, avant le déclenchement de la crise, illustre bien ce phénomène avec des taux d'investissement de plus de 30 % et des rythmes de croissance annuelle du crédit de plus de 15 %. Dans un tel environnement, les prix des actifs sont projetés vers le haut : la bulle spéculative se construit. Il faut noter aussi que, face à cette situation, une politique monétaire trop fixiste à l'égard du change ne peut pleinement jouer son rôle : quand la surchauffe s'est manifestée en Asie au milieu des années 90, les banques centrales n'ont pu relever leurs taux pour freiner la demande interne de crainte d'attirer des flux supplémentaires de capitaux extérieurs.

Dans la phase ultérieure, des signes négatifs commencent à apparaître : creusement des déficits courants sous l'effet d'un excès de demande interne (consommation ou investissement), ralentissement de la croissance, mais la confiance demeure, compte tenu de réserves de change toujours confortables. Des réformes macroéconomiques seraient nécessaires ; toutefois, elles sont souvent éludées, car les financements extérieurs ne se tarissent pas. Peu à peu toutefois, des seuils critiques sont atteints, provoquant plus de méfiance de la part des investisseurs qui réagissent souvent plus par un raccourcissement des

échéances de prêts que par une plus grande sélectivité. Souvent les vrais choix sont reportés et les politiques d'ajustement s'avèrent insuffisamment volontaires. Le temps passant, la crise ne devient plus qu'une question d'occasion : choc social, événement politique, prise de conscience tardive par le marché de la gravité de la situation, effet de contagion en provenance d'un pays voisin ou présentant certaines similitudes.

Une fois le ralentissement conjoncturel enclenché, que ce soit avant la crise, sous l'effet des déficits extérieurs, ou après, la politique monétaire se trouve à nouveau confrontée à deux solutions contradictoires : baisser les taux pour relancer l'économie mais au risque d'affaiblir gravement le change, ou les augmenter pour protéger la monnaie en déprimant plus encore l'activité économique. Dans les faits, l'arrêt brutal des financements extérieurs, le dénouement des lignes à court terme, les fuites de capitaux des résidents comme des non résidents ont provoqué dans toutes les crises récentes un effondrement du change d'une ampleur inattendue. En Asie, comme précédemment au Mexique, la destruction d'une partie d'un système bancaire fragile et mal contrôlé, sous le poids des impayés et de positions de change inconsidérées, a été un facteur aggravant de la crise et un élément puissant de transmission des difficultés de la sphère financière vers la sphère réelle.

La chute des financements internationaux durant et après la crise constitue un autre facteur de renforcement et de prolongation de la phase d'ajustement. Même si les exportations mettent plus longtemps à réagir à une dépréciation du change que ce que les analystes souvent estiment ou espèrent et même si, dans le cas des pays asiatiques, la longue dépression du marché des semi-conducteurs a pesé sur les exportations, on ne peut qu'être frappé par la lenteur avec laquelle les ventes à l'étranger ont repris leur marche en

avant, une fois la dépréciation du change stabilisée.

L'absence de financements disponibles pour la relance de la production des biens entrant dans les exportations et les difficultés pour trouver les crédits à l'exportation adéquats ont été clairement identifiés parmi les causes du manque de dynamisme des ventes asiatiques à l'étranger, dont la tendance est restée négative en valeur en 1998³.

Au Brésil également, neuf mois après la dépréciation marquée du real, on ne recense encore aucun signe clair de reprise des exportations en dépit de la haute conjoncture prévalant en Amérique du Nord ; cette situation, qui tient sans doute plus à des problèmes réels que financiers, contraste avec ce qui avait pu être observé après la crise de 1982.

Un autre élément contribuant à la longueur et l'amplitude de la phase d'ajustement provient de la chute spectaculaire du prix des actifs, précédemment gonflé par une spéculation amplifiée par l'afflux des capitaux extérieurs. Exprimés en dollars, les cours des actions dans la majorité des pays en crise d'Asie étaient tombés, début septembre 1998, à moins de la moitié de leurs *maxima* de 1997, tandis qu'une correction tout aussi spectaculaire affectait les prix de l'immobilier.

L'instabilité des flux transfrontières de capitaux n'est certes pas la cause unique des crises qui ont secoué nombre de pays émergents au cours des années récentes, mais elle en a constitué à tout le moins un facteur aggravant par son influence sur le cycle économique des pays endettés et par l'effet dépressif supplémentaire exercé durant la phase d'ajustement.

QUELLES VOIES D'AMÉLIORATION ?

Les développements qui précèdent ont mis en évidence des dysfonctionnements

liés à une politique de change fixe trop rigide. La première question qui se pose est donc d'examiner dans quelle mesure un flottement des monnaies pourrait apporter une réponse adéquate. La démarche symétrique, conservant le principe d'une certaine fixité du change, consisterait à envisager un renforcement de ce type de politique monétaire par des contrôles des changes. D'autres voies de recherche consistent à examiner les conditions d'une meilleure gestion de leurs risques par les banques internationales et de leur dette par les pays emprunteurs.

Ces quatre thèmes retiendront successivement notre attention.

Le flottement des monnaies est-il une réponse adéquate ?

Imaginer le fonctionnement du cycle économique des pays endettés dans un environnement de flottement des monnaies ne peut que faire ressortir une moins grande influence des flux de capitaux extérieurs :

- dans la phase d'afflux de capitaux, le change s'appréciant, les investissements étrangers (directs ou de portefeuille) deviennent moins attractifs ; de plus, la banque centrale n'ayant plus à intervenir sur le marché des changes, peut plus commodément réguler la liquidité bancaire, évitant le risque de suralimenter le crédit par des achats de devises mal stérilisés ;

- dans la phase de moindre financement extérieur, le change se dépréciant, la compétitivité extérieure tend à se rétablir et l'économie se trouve stimulée par des exportations plus dynamiques ;

- le flottement des monnaies évite aussi les malentendus et fausses analyses sur la pérennité du taux de change, qui ont considérablement aggravé la crise en Asie (aléa moral du côté des prêteurs, non couverture des positions de change par les investisseurs résidents).



Faut-il pour autant en conclure que le flottement des monnaies serait la bonne solution ? Sans doute non, car les avantages et inconvénients de tel ou tel régime de change ne se résument pas à la bonne régulation des flux extérieurs de capitaux. L'ancrage du change constitue une stratégie monétaire commode, efficace, et aisément compréhensible par les agents économiques des pays émergents ou en développement. Nombreux sont les succès remportés dans la lutte contre l'inflation grâce à des politiques de ce type. En revanche, maintenir la stabilité des prix en régime de changes flottants est certainement beaucoup plus difficile pour les pays émergents à l'économie encore fragile que pour les pays économiquement avancés. L'ancrage sur un objectif d'inflation nécessite un appareil statistique et prévisionnel ainsi qu'un degré de réceptivité de la part du public beaucoup plus difficile à obtenir par les premiers que par les seconds.

Le fait que les pays touchés par la crise aient mal géré leur parité n'implique pas automatiquement que l'ancrage du change soit à bannir. La vraie réponse consiste plutôt à faire en sorte que les régimes de change fixe demeurent suffisamment ajustables ; l'usage de systèmes de paniers de monnaies constituerait sans doute une réponse appropriée au problème posé.

Une réglementation des mouvements de capitaux serait-elle envisageable ?

Le fait que des pays comme la Chine ou l'Inde, qui pratiquent encore un contrôle des changes, aient pu échapper sans grand dommage à la crise asiatique conduit à s'interroger sur l'opportunité de tels contrôles.

Ecartons d'entrée l'hypothèse d'une réglementation « globale » des marchés internationaux, comme par exemple au travers d'une irréalisable « taxe Tobin ».

Dès lors, seuls doivent être considérés les contrôles des changes que les pays peuvent individuellement mettre en place⁴.

Dans les pays qui n'ont pas encore libéralisé leurs mouvements de capitaux, une sage précaution consiste à ne lever les contrôles que progressivement, au fur et à mesure du renforcement des structures financières du pays.

À l'égard des pays qui n'ont libéralisé qu'en partie leurs opérations de capital, on rappellera les effets néfastes sur la structure de la dette des situations rencontrées dans certains pays d'Asie où les flux de capitaux à court terme étaient libéralisés, à l'inverse des flux à long terme, en particulier les investissements directs.

Enfin, dans les pays qui ont déjà libéralisé leurs marchés de capitaux, deux hypothèses aux conséquences inégales viennent à l'esprit : rétablir un contrôle à la sortie des capitaux lors de la crise, à l'instar de la politique suivie par la Malaisie, ou agir préventivement en limitant les entrées de capitaux tout en les laissant libres de sortir.

La première hypothèse présente le sérieux inconvénient de revenir arbitrairement sur une liberté octroyée. La chose est aussi difficile à accepter pour les marchés, dans le domaine financier, qu'elle l'est pour les individus dans leur vie privée ou de citoyen. Un tel retour, surtout s'il devait être envisagé par plusieurs pays emprunteurs de taille significative, ne pourrait que créer de graves incertitudes pour le fonctionnement des marchés internationaux de capitaux et l'on comprend la réaction très négative des investisseurs étrangers lors de l'annonce du plan malaisien. Il est positif que ce pays ait pu annuler les mesures de contrôle à la date prévue et retrouver l'accès aux emprunts extérieurs dans des conditions favorables, mais ceci témoigne aussi que les marchés et leurs acteurs ont la mémoire courte. Il faut espérer, à tout le moins, que cet épisode ne servira pas de précédent commode

pour d'autres pays tentés par des expériences similaires.

La seconde hypothèse, en revanche, est tout à fait acceptable, car la protection *ex ante* contre des entrées indésirables de capitaux est légitime, surtout si, comme le Chili en montre l'exemple, les techniques mises en oeuvre (par exemple des réserves obligatoires) respectent les principes de fonctionnement du marché.

L'indispensable amélioration de l'évaluation des risques par les organismes prêteurs

L'importance des comportements moutonniers décrits dans la première partie de cette étude conduit à s'interroger sur les causes de ce qu'il faut bien appeler un phénomène de myopie collective de la part des prêteurs : l'information disponible était-elle à ce point insuffisante ? Y a-t-il eu une défaillance du système d'analyse des risques dans un grand nombre d'établissements ? Un phénomène d'aléa moral a-t-il conduit à une minimisation des risques encourus ?

Une bonne information est une des conditions de l'autonomie de jugement des acteurs, qui est elle-même nécessaire pour réduire ou limiter les comportements grégaires. La crise asiatique a révélé certaines faiblesses de ce point de vue. Du côté du secteur débiteur - bancaire en particulier - des insuffisances sont apparues dans les procédures comptables et d'analyse des risques et la qualité des informations fournies aux créanciers a souvent laissé à désirer. De même, les *Special Data Dissemination Standards*, établis par le FMI pour les pays engagés à l'égard des marchés internationaux de capitaux, ont révélé quelques insuffisances, en particulier dans le domaine des réserves de change et de la dette extérieure. Enfin, certaines demandes d'améliorations ont été exprimées au sujet des statistiques bancaires internationales de la BRI et de la

diffusion des évaluations d'ordre macroéconomique du FMI.

Des progrès rapides ont été accomplis dans ces divers domaines par l'établissement ou la révision de standards et par des efforts dans les domaines des statistiques et des analyses publiées, mais il serait illusoire d'en attendre une rupture dans les comportements moutonniers. Ceux-ci ont d'autres causes, car l'information disponible en 1996 et 1997 était déjà large et ne pouvait laisser de doute sur le caractère excessif de l'endettement de certains pays.

La réalité est donc plutôt celle d'une défaillance dans l'appréhension du risque. Dans certains cas, les services de risques des banques internationales n'ont pas vu la montée des périls ; dans d'autres, ils ont été clairvoyants, mais leurs arguments n'ont pas été pris en considération par les Directions, plus sensibles aux critères financiers ou stratégiques qu'aux analyses économiques. Elles ont pu en cela être influencées par le sentiment que les institutions internationales feraient en sorte que les dettes soient honorées. L'intensité du débat actuel sur la nécessité d'impliquer plus complètement le secteur privé dans les programmes de gestion de crises ne doit laisser aucun doute quant au fait qu'en cas de besoin, celui-ci sera plus qu'autrefois conduit à supporter une partie du fardeau. Ceci rend d'autant plus évidente la nécessité de renforcer la qualité des analyses de risques et l'influence que les services qui en sont chargés doivent avoir dans les processus décisionnels. Une plus grande autonomie de jugement des organismes prêteurs est sans doute une des conditions premières pour des comportements plus diversifiés et plus rationnels.

Pour une amélioration de la gestion de la dette par les pays débiteurs

A l'instabilité des mouvements de capitaux, pris dans leur ensemble, s'est ajouté



un mauvais partage des flux entre court terme et long terme. Dans tous les cas, des difficultés de trésorerie immédiate ont été les premiers symptômes de la crise, les réserves disponibles apparaissant insuffisantes, au regard des échéances à court terme et du déficit des échanges extérieurs.

Par contraste, les économies asiatiques dotées d'importantes réserves de change ont été à même de conserver leur parité de change (Chine, Hong Kong) ou n'ont eu à supporter qu'une dépréciation modérée (Singapour, Taiwan).

Face à ce constat, une règle simple est souvent proposée : faire en sorte que les réserves de change nettes d'un pays soient en permanence maintenues à un niveau tel qu'elles couvrent une année de déficit courant et de service de la dette (capital et intérêts). Ceci a conduit certains pays à constituer des réserves beaucoup plus abondantes que précédemment. Ainsi, la Corée, la Malaisie et la Thaïlande dont le total des réserves extérieures avoisinait 100 milliards de dollars avant la crise et 50 milliards à la fin de 1997, détenaient 150 milliards de dollars en juillet 1999. Les conditions de cette politique sont des parités de change fixées à un niveau relativement bas et la permanence d'excédents courants importants, dont le maintien en longue période pourrait peser sur les échanges mondiaux, sans pour autant répondre aux besoins réels d'économies en sortie de crise.

Une autre approche, plus délicate à mettre en oeuvre, car plus sophistiquée, consisterait à appliquer aux Etats les techniques de gestion Actif-Passif et de gestion de liquidité dérivées de celles en usage dans les institutions financières privées. Cette orientation peut s'avérer nécessaire en tout état de cause tant la distinction entre court terme et long terme, du point de vue de la liquidité, est devenue très imprécise dans les marchés modernes dont

les Etats constituent des acteurs parmi d'autres : une dette à court terme ne constitue pas nécessairement un risque si elle peut être couverte ou donner lieu à une transformation d'échéance ; à l'inverse, des investissements de portefeuille étrangers peuvent aisément se liquider en vue d'un rapatriement.

Des réflexions ont cours sur ces thèmes en vue de permettre aux pays endettés de mieux gérer leurs engagements et leur trésorerie au moyen de techniques financières évoluées.

L'instabilité des flux de capitaux est incontestablement un phénomène majeur qui puise ses racines dans des causes multiples mais dont l'effet sur les pays émergents s'est avéré fortement déstabilisant. Les excès de financement ont finalement gêné certains pays, les conduisant à un environnement macroéconomique peu approprié et ont conduit nombre d'institutions financières prêteuses à des risques inconsidérés. Une fois la crise enclenchée, l'arrêt brutal des financements, et même leur recul, pour des pays qui avaient pris l'habitude d'un financement aisé par endettement extérieur, a été très pénalisant et a amplifié le choc.

La stabilité du système financier international passe par une plus grande régularité des flux de capitaux vers les pays émergents, associée à une meilleure approche des risques par les organismes prêteurs, et à une meilleure gestion de la dette par les débiteurs. Il est symptomatique de constater que cette importante question ait fait l'objet des premiers travaux du Forum de stabilité financière, tout récemment créé, parallèlement à deux autres sujets tout aussi brûlants : la place des centres *offshore* dans le fonctionnement des marchés mondiaux de capitaux et le rôle joué par les institutions faisant un large usage de l'« effet de levier ».

NOTES

1. Voir 68^{ème} rapport annuel de la BRI, juin 1998, pages 129 et suivantes.
2. Voir « La crise financière en Asie : risques de marché et risques de politique économique » par Philip Turner, *Economie internationale* n° 76, 4^e trimestre 1998.
3. Voir 69^{ème} rapport annuel de la BRI, juin 1999, chapitre III.
4. Voir « Rééquilibrer le système financier international » par André Icard, *Revue Sociétal* No. 25, juin 1999.