

La dette à court terme et les récentes crises financières

Uri Dadush, Dipak Dasgupta et Dilip Ratha

Dans les pays en développement, la dette à court terme envers les banques étrangères est passée de 176 à 454 milliards de dollars entre 1990 et 1997. Sa montée en flèche a joué un grand rôle dans les crises financières qui ont secoué le Mexique en 1994–95, l'Asie de l'Est en 1997–98 et la Russie et le Brésil en 1998–99.

DANS LES ANNÉES 90, les prêts à court terme des banques internationales aux pays en développement ont accusé une très forte progression jusqu'à ce que la crise financière asiatique éclate en 1997 (tableau 1). À ce moment-là, près de 60 % de l'encours total des créances bancaires internationales sur ces pays avaient une échéance résiduelle inférieure à un an, et 50 % environ de tous les nouveaux prêts des banques internationales arrivaient à échéance dans un an au maximum, proportion beaucoup plus forte qu'au début de la décennie (graphique 1). Pour la rapidité de la progression de la dette à court terme, l'Asie de l'Est arrive en tête, devant l'Amérique latine. Le Brésil, la Corée, le Mexique, la Russie et la Thaïlande comptent parmi les dix pays ayant reçu le plus de prêts à court terme de 1990 à 1996. Dans chacun d'eux, la dette à court terme dépassait les réserves internationales durant la période précédant le reflux de grandes quantités de capitaux privés et les crises financières (graphiques 2 et 3).

Les prêts à court terme des banques internationales se sont accrus rapidement en dépit de la baisse de la part des prêts bancaires dans le total des apports privés au titre de la dette aux pays en développement et de la stagnation ou du recul de l'endettement de ces pays rapporté à leurs recettes d'exportation ou à leur PIB. Par conséquent, l'expansion de la dette à court

terme des pays en développement observée dans les années 90 a tenu au fait que les banques internationales accordaient davantage de prêts courts, alors même qu'elles réduisaient le total de leurs prêts aux pays en développement ainsi que leur exposition exprimée par leur capital à risques.

Une autre évolution financière marquante des années 90 a été l'augmentation substantielle de la part des emprunts du secteur privé — en particulier des banques — dans l'emprunt total. L'examen des transactions relatives aux prêts consortiaux montre qu'au cours des dernières années plus de 42 % des prêts consortiaux à court terme aux économies de marché émergentes sont allés aux institutions financières. Presque un tiers de la dette consortiale à court terme a été contractée par les banques commerciales. Les parts de la dette à court terme contractée par les sociétés du secteur des hydrocarbures et les institutions publiques ont fléchi sensiblement par rapport à la décennie précédente, tandis que celle des institutions financières a augmenté.

Des échéances plus courtes

L'accroissement de la dette à court terme observé dans les années 90 semble s'être accompagné dans les pays emprunteurs par une augmentation des revenus, une plus forte croissance du PIB et une ouverture plus grande au commerce extérieur. Cependant, ces fac-

Tableau 1
L'expansion de la dette à court terme dans les années 90

	1990	1997	1998
Dette à court terme sur la base (GDF) de l'échéance initiale, milliards de dollars	244,6	469,3	411,9
Créances à court terme des banques BRI sur la base de l'échéance résiduelle, milliards de dollars	175,6	454,1	369,1
Dette à court terme (définition de la BRI) en pourcentage des réserves internationales	119	91	68
Asie de l'Est et Pacifique	124	214	92
Amérique latine et Caraïbes	143	91	93

Sources : Banque mondiale, *Global Development Finance 2000 (GDF)*; Banque des règlements internationaux (BRI). GDF définit la dette à court terme sur la base de l'échéance initiale, la BRI sur celle de l'échéance résiduelle. GDF inclut les crédits-fournisseurs dans la dette à court terme.

Graphique 1
La part des prêts à court terme a augmenté dans les années 90



Sources : Banque des règlements internationaux; Banque mondiale, Système de notification de la dette

teurs n'expliquent qu'en partie la forte progression de l'emprunt à court terme. Ainsi, pendant la période considérée, les banques et les institutions financières asiatiques recouraient massivement à l'emprunt, et leur dette à court terme s'accumulait rapidement — ce qui a alimenté simultanément, en Asie notamment, une forte hausse spéculative des actifs. La réorientation des politiques internes, en particulier l'accélération de la déréglementation financière, une libéralisation des mouvements de capitaux ne s'accompagnant pas du renforcement des dispositions prudentielles et, parfois — par exemple en Thaïlande avec la Bangkok International Borrowing Facility (BIBF) —, des mesures fiscales destinées à attirer des capitaux à court terme ont contribué à la réduction des échéances et, comme on peut le constater avec le recul du temps, aux emprunts excessifs des banques et des institutions financières. L'emprunt à court terme à l'étranger a été aussi encouragé par les pouvoirs publics qui s'efforçaient de soutenir des taux de change arrimés en stérilisant les capitaux entrés, ce qui a maintenu les coûts d'emprunt intérieur à des niveaux élevés.

En outre, l'emprunt à court terme a été stimulé par des facteurs extérieurs. Les taux d'intérêt, en particulier les taux courts, ont baissé dans les années 90 dans les pays industrialisés, entraînant une expansion de la liquidité mondiale qui a parfois eu pour effet d'encourager les prêts à court terme aux pays en développement. Le renflouement de banques en période de crise (par exemple en Suède et au Mexique, où les prêts à court terme ont été renfloués les premiers) pourrait avoir eu un effet pervers (l'«aléa moral»), car il a incité les banques internationales à prêter à court terme, en particulier aux banques des pays en développement. Il est possible aussi que les échéances aient été influencées par les normes minimums de fonds propres fixées par la Banque des règlements internationaux (BRI) pour les prêts des banques internationales aux pays ne faisant pas partie de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) — le minimum n'est que de 20 % pour les prêts à court terme, alors qu'il est de 100 % pour les prêts à échéance supérieure à un an (tableau 2).

Chocs économiques

La mondialisation financière pourrait avoir entre autres avantages de faciliter l'accès des pays aux marchés de capitaux internationaux, leur permettant ainsi d'emprunter pour lisser les variations de la consommation en présence de chocs économiques défavorables. Mais les avantages de l'emprunt à court

Qu'est-ce que la dette à court terme?

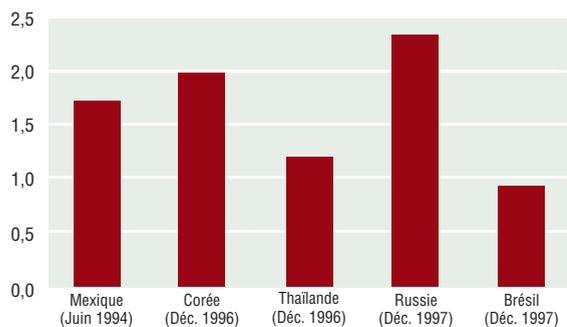
On définit la dette internationale à court terme comme la dette extérieure à échéance maximale d'un an. Le terme reçoit à l'heure actuelle deux acceptions. Pour la Banque des règlements internationaux, il s'agit de la dette résiduelle (parfois appelée «dette restant à courir»), concept qui recouvre la totalité de la dette extérieure arrivant à échéance dans un délai d'un an, quelle que soit l'échéance initiale. Pour la Banque mondiale (dans sa publication *Global Development Finance* — GDF), la dette à court terme ne comprend que les engagements extérieurs à échéance initiale d'un an au plus, mais elle inclut les crédits commerciaux officiels accordés aux pays en développement et communiqués par l'OCDE.

terme contracté à des fins anticonjoncturelles peuvent être annulés si les décisions des prêteurs, l'évolution de l'appréciation du risque et d'autres facteurs donnent un caractère proconjoncturel à l'accès à ces capitaux à court terme. Des chocs favorables peuvent provoquer un afflux de capitaux et encourager la consommation et l'investissement, qui sont portés à des niveaux insoutenables à long terme, ce qui contraint parfois les pays à opérer un surajustement aux chocs défavorables lorsque les capitaux s'enfuient.

Les flux de capitaux à court terme semblent jouer un rôle proconjoncturel dans les pays en développement — ils augmentent pendant le cycle d'accélération de la croissance et ils fléchissent lorsque la croissance diminue. Des données portant sur 33 pays en développement et sur la période 1986–98 montrent que l'élasticité de la dette à court terme par rapport au PIB est d'environ 0,9 lorsque le PIB subit un choc positif (défini comme un taux de croissance supérieur d'un demi-écart type ou plus à la croissance moyenne), mais qu'elle est égale à 1,8 lorsqu'un choc négatif se produit, c'est-à-dire lorsque la croissance du PIB est inférieure d'un demi-écart type ou plus à la moyenne. Autrement dit, la dette à court terme baisse deux fois plus vite en période de choc défavorable qu'elle n'augmente en période de choc positif. Par contre, l'analyse tend à indiquer que la dette à moyen et à long terme pourrait présenter une faible réaction anticyclique aux chocs subis par le PIB.

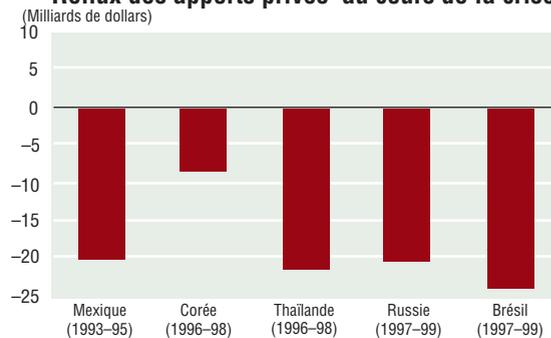
Ce caractère procyclique n'est pas intrinsèquement préoccupant, car il peut être une réaction à l'évolution de la propre de-

Graphique 2
Ratio dette à court terme/réserves



Sources : Banque des règlements internationaux; FMI, *Statistiques financières internationales* (divers numéros)

Graphique 3
Reflux des apports privés¹ au cours de la crise



Source : FMI, *Statistiques financières internationales* (divers numéros)

¹ Autres que les investissements directs étrangers.

Tableau 2

Pourquoi les échéances des prêts bancaires aux pays en développement ont été plus courtes dans les années 90 Distorsions dues à la politique économique et influences conjoncturelles ou facteurs structurels

	Facteurs structurels	Facteurs cycliques	Facteurs institutionnels ou relatifs à la politique
Facteurs intérieurs	<p>L'ouverture plus grande au commerce extérieur a accru le volume du commerce et des crédits commerciaux.</p> <p>La déréglementation intérieure permettant l'entrée d'investissements étrangers a renforcé les normes de financement des fonds de roulement à court terme.</p> <p>La hausse du revenu par habitant et la baisse de la dette ont facilité l'accès aux marchés.</p> <p>Le développement financier a entraîné l'approfondissement du marché de la dette intérieure.</p>	<p>Des taux d'intérêt élevés et une croissance rapide dans les économies de marché émergentes, souvent accompagnés d'une forte rentabilité due à l'envolée des actifs, ont attiré des capitaux à court terme.</p> <p>Les entreprises et les institutions financières ont remplacé l'emprunt intérieur par l'emprunt extérieur afin de tirer parti de taux d'intérêt inférieurs.</p>	<p>Des mesures, notamment fiscales, ont favorisé l'emprunt à court terme.</p> <p>Déréglementation des banques du pays, mais absence de réglementation prudentielle appropriée.</p> <p>La libéralisation rapide des mouvements de capitaux a permis aux emprunteurs intérieurs d'accéder aux marchés internationaux.</p> <p>La stérilisation des apports de capitaux a maintenu des écarts de taux d'intérêt élevés tout en empêchant une appréciation nominale de la monnaie du pays.</p> <p>Le sauvetage des banques par la banque centrale a eu des effets pervers.</p>
Facteurs extérieurs	<p>L'innovation en matière de technologie et de télécommunications a amélioré le partage de l'information, réduit le coût des transactions et facilité les investissements à court terme et la fréquence des transactions.</p> <p>L'innovation technique, notamment les nouveaux produits financiers, a permis de surveiller les risques, de gérer des portefeuilles complexes et de multiplier les transactions.</p>	<p>La faiblesse des taux d'intérêt et de croissance des pays industrialisés a encouragé l'investissement dans les pays en développement.</p>	<p>La réglementation de la BRI relative aux normes de fonds propres a encouragé l'exposition à court terme.</p> <p>Les opérations de sauvetage international ont visé d'abord les prêts à court terme, d'où des effets pervers.</p>

Tableau 3

Les entrées de crédit à court terme ont fait place à des sorties en 1998

(Milliards de dollars)

	1997	1998
Ensemble des pays en développement	43,5	-85,0
Asie de l'Est et Pacifique	0,8	-68,0
Corée	-8,0	-29,9
Indonésie	1,1	-11,8
Malaisie	3,4	-5,3
Thaïlande	-6,9	-15,1
Amérique latine et Caraïbes	24,1	-5,7

Source : Banque des règlements internationaux

mande des pays en développement. Cependant, lorsqu'il résulte de facteurs extérieurs relevant du volet offre, tels que des modifications soudaines des termes de l'échange, il peut accentuer fortement l'impact d'un choc. La réaction proconjoncturelle est, rappelons-le, deux fois plus forte lorsqu'un pays en développement est confronté à un choc de termes de l'échange défavorable que lorsqu'il est en présence d'un choc favorable.

Enfin, on peut observer des preuves d'une relation non linéaire entre l'appréciation du risque par les créanciers et les chocs économiques dans les pays en développement. Cette relation explique en grande partie le caractère plus marqué de la réaction procyclique de la dette à court terme en cas de choc défavorable. Le risque ressenti augmente parfois davantage en période de fort choc défavorable qu'il ne diminue en période de choc défavorable limité ou de choc favorable.

Deux facteurs pourraient expliquer le comportement proconjoncturel des flux de capitaux à court terme. En premier lieu, les chocs économiques tendent à être plus forts et plus fréquents dans les pays en développement, en raison des moindres dimensions de la base économique de ces pays et de leur dépendance plus grande à l'égard de l'exportation des produits primaires. Du fait de ces chocs, la cote de crédit des pays est abaissée. De telles révisions en baisse et les modifications du risque ressenti peuvent entraîner un rationnement du crédit accordé aux emprunteurs dont la cote est marginale, et ces modifications peuvent compliquer, et non faciliter, leur ajustement économique. En second lieu, ces effets négatifs sont aggravés par l'inégalité de l'accès à l'information des emprunteurs et des prêteurs, ce qui peut déclencher un comportement grégaire, la panique poussant les investisseurs à retirer leurs fonds en cas de chocs défavorables.

La vulnérabilité aux crises

Les prêts à court terme sont les apports de capitaux privés qui risquent le plus d'être retirés en période difficile. Le coût du retrait est minime pour les prêteurs à court terme. Par contre, la liquidation de l'investissement direct étranger (IDE) peut impliquer la vente d'installations et d'équipement, et la vente d'actions ou d'obligations en période de crise se fait généralement à perte. De nombreux pays ont souffert durant les récentes crises financières de reflux considérables de capitaux à court terme qui ont déclenché de graves crises de liquidité extérieure. Les pays en développement qui avaient reçu des prêts à court terme des «banques BRI» (banques communiquant des données à la BRI) pour un montant total de 43,5 milliards de dollars en 1997

ont essayé des sorties d'un montant total de 85 milliards de dollars en 1998 (tableau 3). Selon des données trimestrielles, le revirement aurait été encore plus spectaculaire.

Le lien entre une progression excessive de la dette bancaire à court terme et les crises financières ultérieures n'est pas un phénomène nouveau — on l'a déjà constaté vers la fin des années 70. Aussi bien dans les années 70 que dans les années 90, les crises ont été précédées d'un raccourcissement rapide des échéances des prêts bancaires internationaux aux pays en développement (graphique 4).

Le fait que les montants prêtés à court terme peuvent refluer expose les emprunteurs aux «ruées sur la liquidité». Plus la dette à court terme représente une forte proportion des réserves internationales du pays emprunteur, plus grand sera le risque de telles ruées, qui augmentent la probabilité de voir les pires craintes des prêteurs se réaliser — leurs chances d'être remboursés diminuent rapidement à partir du moment où la ruée s'est amorcée. Des engagements à court terme d'un niveau élevé qui impliquent le système financier font aussi courir le risque d'une ruée sur les guichets des banques et de crise systémique. Par conséquent, le risque de crise financière grandit lorsque le ratio dette à court terme/réserves est excessif et que le système bancaire est lourdement impliqué dans les flux de dette au titre de l'intermédiation. Comme les résidents peuvent choisir de retirer leurs actifs à court terme du système bancaire pour les transférer à l'étranger si le risque augmente, le ratio monnaie au sens large/réserves constitue un autre indicateur de vulnérabilité.

Conclusion

Dans les pays en développement, l'expansion de l'emprunt à court terme observée dans les années 90 a été liée, ce qui est naturel, à l'augmentation des revenus, à l'accélération de la croissance et à une ouverture plus grande au commerce extérieur. Mais la progression rapide de ces emprunts s'explique aussi par la très forte hausse spéculative des actifs observée dans certains pays. En outre, les modifications de la politique économique — par exemple la déréglementation financière et la libéralisation des mouvements de capitaux dans les pays en développement, combinées aux distorsions des normes internationales de fonds propres, ont favorisé les prêts à court terme. La vulnérabilité de nombreux pays, notamment d'Asie de l'Est, aux crises de



De gauche à droite : Dilip Ratha, économiste principal au groupe de la politique et des perspectives économique (GPPE) de la Banque mondiale, Dipak Dasgupta, chef sectoriel, politique économique, au Bureau régional Moyen-Orient et Afrique du Nord, de la Banque mondiale, et Uri Dadush, Directeur du GPPE.

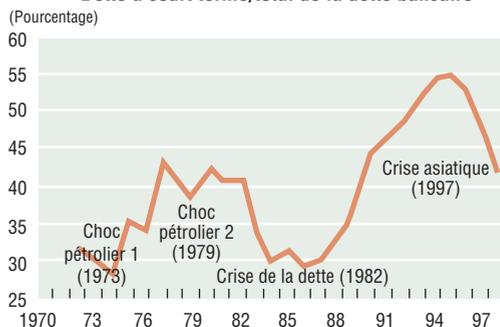
liquidité, s'en est trouvée accrue d'autant plus que l'emprunt à court terme avait tendance à s'inverser rapidement en cas de chocs économiques défavorables.

Étant donné les risques que des montants excessifs de dette à court terme font courir aux économies en développement, il est indispensable qu'elles suivent de près l'évolution de cet endettement — et en particulier la dette passant par l'intermédiaire des banques du pays — de manière à éviter les crises de devises et de liquidité. Les politiques intérieures qui favorisent l'emprunt à court terme, que ce soit directement grâce aux avantages fiscaux ou à de faibles coefficients de réserve, ou indirectement par l'intermédiaire de l'arrimage du taux de change et de la stérilisation des rentrées, doivent être évitées. Les réserves obligatoires du type chilien — dispositif en vertu duquel un certain pourcentage de toutes les entrées est placé à la banque centrale pendant un an au maximum — peuvent allonger les échéances des prêts reçus, mais elles peuvent aussi entraîner une hausse des coûts d'emprunt. Des emprunts à court terme excessifs destinés à financer l'investissement à long terme (par exemple les prêts au secteur immobilier) doivent être eux aussi découragés. Pour résumer, les pays en développement doivent assujettir l'emprunt extérieur à un contrôle prudentiel renforcé.

Malheureusement, il n'est pas facile d'y parvenir, car les dispositifs de déclaration actuels ne permettent pas d'identifier une partie notable des composantes à court terme des apports de capitaux qui risquent de refluer. Les apports omis incluent notamment les montants investis en actifs des pays en développement par les fonds communs de placement internationaux et les banques ne communiquant pas de données à la BRI, les dépôts de non-résidents et les flux extérieurs interentreprises. Une équipe spéciale interinstitutions chargée des statistiques des finances, qui rassemble la Banque mondiale, la BRI, le FMI et l'OCDE, a été créée récemment et chargée d'améliorer la qualité, la fréquence et la portée des renseignements relatifs à la dette. **F&D**

Le présent article s'appuie sur une analyse plus détaillée parue dans l'étude de la Banque mondiale Global Development Finance 2000 (Washington).

Graphique 4
Le raccourcissement des échéances et les crises dans les pays en développement
Dette à court terme/total de la dette bancaire



Source : Banque mondiale, Système de notification de la dette
Note : On entend par chocs pétroliers les crises consécutives aux relèvements des prix du pétrole décidés par l'Organisation des pays exportateurs de pétrole en 1973 et en 1979.