

LES CRISES financières les plus destructrices de ces dernières années ont entraîné des renversements de flux de capitaux brusques et prononcés qui ont mis sens dessus dessous les pays à marché émergent touchés. Pour éviter de telles crises à l'avenir, le FMI cherche à évaluer la vulnérabilité de ses pays membres aux variations des circonstances extérieures. Son objectif est d'aider les pays à mieux résister aux chocs externes, notamment en les encourageant à renforcer leur système financier au sens le plus large et en améliorant leur système d'alerte afin de pouvoir prendre des mesures préventives.

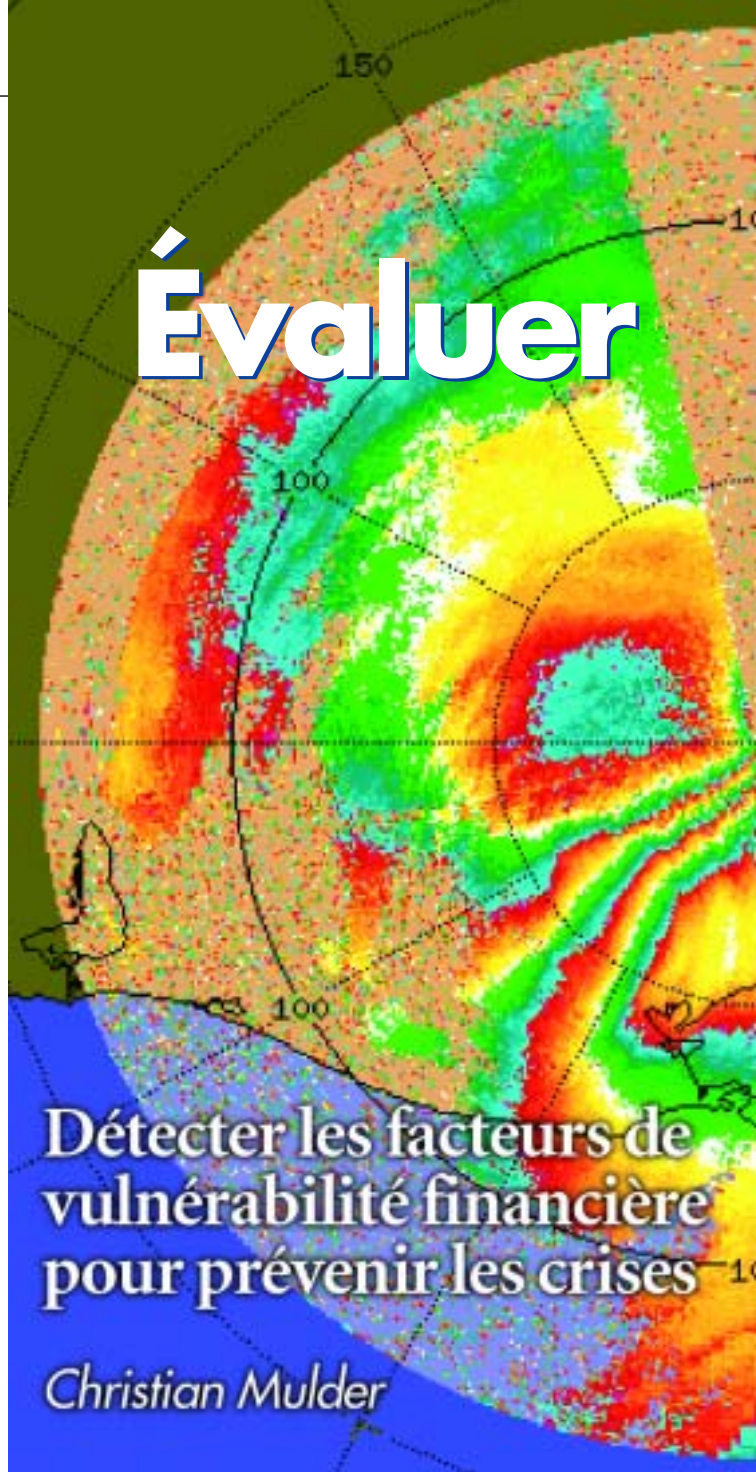
Le FMI évalue depuis longtemps la vulnérabilité de tous ses membres dans le cadre de son examen permanent de leur situation et de leur politique économiques. Pour renforcer l'évaluation du risque dans le système financier, le FMI et la Banque mondiale ont commencé à effectuer des bilans de santé du secteur financier des pays membres avec l'aide d'experts nationaux. Ces examens font partie du programme d'évaluation du secteur financier. Par ailleurs, le FMI évalue l'observation par les pays membres de normes et codes internationaux, notamment concernant le gouvernement d'entreprise, les pratiques comptables, la diffusion des données et la transparence des politiques budgétaires et monétaires. L'observation de ces normes par les pays assure l'existence de données utiles qui permettent aux autorités de corriger leurs faiblesses et aide les marchés à évaluer les risques plus précisément.

Les crises deviennent plus fréquentes, plus complexes et plus rapides — plus de pays étant exposés à de brusques sorties de capitaux — et le risque de contagion plus élevé : c'est pourquoi un système a été mis en place ces deux dernières années pour renforcer la capacité du FMI à identifier les pays à marché émergent vulnérables. Ce système est centré sur les pays engagés sur les marchés de capitaux internationaux et les pays dont les propres vulnérabilités pourraient avoir un impact sur d'autres pays. Il devrait permettre au FMI de mieux conseiller ces pays pour qu'ils évitent la crise et d'avertir d'autres pays afin qu'ils puissent se protéger si la crise finit par se produire — parce que même lorsque des faiblesses sont identifiées et qu'un risque de crise élevé est annoncé, les pays ne peuvent pas toujours prendre, ou ne prennent pas toujours, toutes les mesures nécessaires pour éviter la crise.

Pour identifier les faiblesses, les économistes du FMI utilisent plusieurs outils analytiques, parmi lesquels les systèmes d'alerte avancée, l'analyse des besoins de financement et de l'adéquation des réserves, et l'information des marchés.

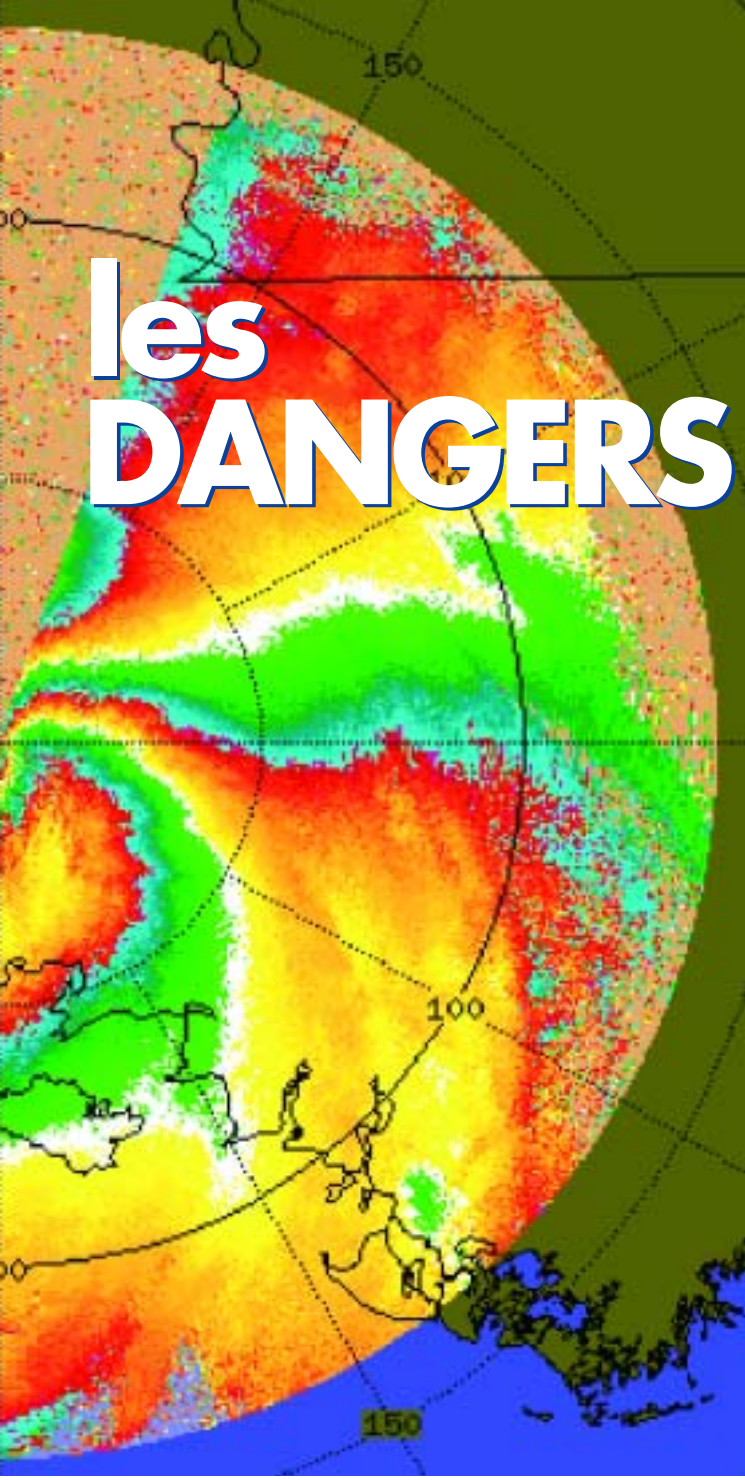
Systèmes d'alerte avancée

Le FMI utilise des modèles économétriques appelés systèmes d'alerte avancée pour prévoir les crises monétaires — définies comme étant une nette dépréciation de la monnaie ou une perte de réserves de change, ou les deux. Ces modèles sont axés sur la volatilité extérieure et exploitent les relations systématiques qui apparaissent dans les données chronologiques entre des variables liées à l'apparition de crises et la fréquence effective des crises. Parmi ces variables figurent le ratio de la dette à court terme aux réserves de change, l'ampleur de l'appréciation du taux de change en valeur réelle par rapport à la tendance et le déficit du compte des transactions courantes. Tant la théorie que la pratique semblent indiquer que plus la



valeur de chacune de ces variables est élevée, plus la probabilité d'une crise est élevée. Des tests approfondis ont été effectués pour déterminer lequel de ces modèles empiriques est le mieux adapté aux données et le plus robuste.

Les systèmes d'alerte avancée du FMI ont un horizon temporel relativement long de 12 à 24 mois afin de donner aux pays suffisamment de temps pour adopter des mesures correctives. Après tout, l'accent est mis sur la prévention. Le FMI s'intéresse aussi à d'autres modèles du même type établis par le secteur privé, ainsi qu'à des variations de son modèle principal. Les modèles du secteur privé, produits essentiellement par des banques d'investissement, ont un horizon temporel plus court, parce que leur objectif est d'orienter des décisions d'investissement à court terme. Parmi les autres



les DANGERS

modèles du FMI, l'un met l'accent sur des variables du bilan, notamment pour le secteur des entreprises financières et non financières, et un autre (fondé sur des données annuelles) sur des variables budgétaires.

Évidemment, ces systèmes d'alerte avancée sont imparfaits. Souvent, ils prévoient des crises qui ne se produisent pas et ratent des crises qui se produisent. Cependant, ils fournissent des informations utiles. Il ressort d'une évaluation *a posteriori* du pouvoir prédictif du principal système d'alerte avancée du FMI que, lorsqu'il a annoncé une crise (c'est-à-dire lorsque la probabilité estimée d'une crise était supérieure au seuil correspondant à une crise), une crise s'est produite dans 22 % des cas; lorsque la probabilité était inférieure au seuil, une crise ne s'est produite que dans 8 % des cas.

L'avantage de ces modèles est qu'ils décrivent systématiquement et objectivement la relation historique entre des variables liées à l'apparition de crises et les crises elles-mêmes. C'est aussi leur inconvénient : ils cherchent à placer tous les pays et toutes les crises dans un seul moule, tout en ignorant l'énorme quantité d'informations qui ne peuvent pas être mesurées facilement. Une autre de leurs faiblesses est que ces modèles mettent avant tout l'accent sur la prévision des crises et n'offrent pas beaucoup de solutions aux pays vulnérables.

Le FMI utilise ces modèles comme une indication d'un problème parmi d'autres, non seulement parce que les fausses alertes sont fréquentes, mais aussi parce que différents outils fournissent différents signaux, et les solutions dépendent de l'analyse de la vulnérabilité. Les solutions varient dans une large mesure en fonction du diagnostic exact des problèmes d'un pays. Par exemple, un pays exposé à une volatilité extérieure de plus en plus prononcée ne risque pas nécessairement la défaillance. En raison des limites du modèle, il convient d'examiner soigneusement aussi d'autres diagnostics du risque de crise.

Surveillance de la liquidité

L'absence d'un volant de liquidités est une variable explicative fondamentale de la probabilité et de la gravité d'une crise monétaire. Dans un environnement où les capitaux circulent librement, les réserves officielles, principal volant de liquidités pour les pays à marché émergent, peuvent diminuer brusquement en raison de la détérioration de l'accès d'un pays aux marchés de capitaux internationaux et d'une fuite des capitaux. Cette détérioration peut être provoquée par les doutes des investisseurs quant à la validité de la politique économique intérieure (la viabilité budgétaire, entre autres), ou par leur plus grande aversion pour les risques des marchés émergents en général, par exemple à cause d'une crise qui se produit ailleurs.

Dans ces conditions, il est important de pouvoir estimer :

- les besoins de financement extérieur du pays, y compris le déficit des transactions courantes et les obligations de la dette arrivant à échéance dans la période à venir, ainsi que le montant des capitaux que les résidents transféreront probablement à l'étranger;
- les sources de financement qui sont plus ou moins sûres, y compris l'investissement direct étranger, les emprunts sur le marché sous forme d'obligations et de prêts déjà obtenus, et les concours officiels;
- le besoin de financement résiduel.

Ces données sont systématiquement collectées et résumées dans des tableaux, qui permettent aussi de procéder à une vérification croisée des besoins de financement mondiaux et d'évaluer le volume de la demande éventuelle de ressources du FMI.

Pour évaluer le risque qu'une pénurie de liquidités déclenche une crise — et savoir si le volant de réserves est suffisant pour éviter de telles crises —, l'analyse est axée, pour les pays à marché émergent, sur le ratio de la dette à court terme aux réserves. Des études ont montré que, pour ces pays, ce ratio permet bien mieux que d'autres ratios des réserves (par exemple les ratios des réserves aux importations

ou à la monnaie au sens large) de prévoir la probabilité et la gravité d'une crise monétaire. Par ailleurs, selon des études empiriques, un ratio de la dette à court terme aux réserves de 1 (c'est-à-dire un volant de réserves équivalant plus ou moins à un an de remboursement de la dette) est un repère important que les pays doivent surveiller de près. Ce repère est donc devenu un point de départ pour une bonne partie des analyses de liquidités. Mais bien d'autres facteurs doivent être pris en considération aussi (notamment grâce à des tests de résistance), par exemple le déficit des transactions courantes, la qualité de la gestion de la dette du secteur privé, une monnaie surévaluée, des concours financiers assurés et des risques supplémentaires, tels que des engagements de la banque centrale sous forme de dérivés et de grosses opérations de refinancement de la dette publique intérieure en perspective.

Cette analyse de l'adéquation des réserves, qui est centrée sur les risques d'illiquidité, complète l'analyse de viabilité de la dette, qui, elle, est axée sur les risques d'insolvabilité ou de non-remboursement (voir l'article intitulé «La dette : quand est-elle excessive?» dans ce numéro).

«Selon des études empiriques, un ratio de la dette à court terme aux réserves de 1 est un repère important.»

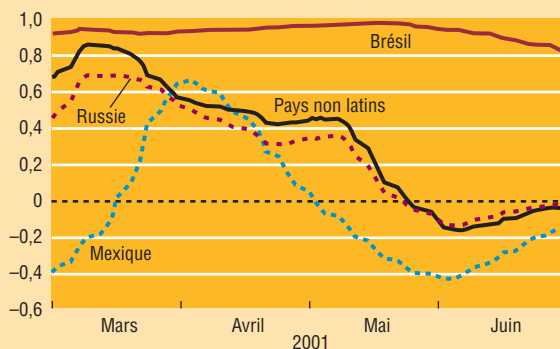
Ces analyses ont un élément fondamental en commun : comme bien d'autres outils d'évaluation de la vulnérabilité et de la viabilité, elles peuvent être résumées dans des indicateurs utiles et universels, tels que le ratio des réserves à la dette à court terme, de la dette aux exportations et de la dette au PIB. En fait, une solide analyse des vulnérabilités d'un pays doit inclure un large éventail d'indicateurs de vulnérabilité et fournir des données chronologiques et des projections. Les indicateurs choisis pour décrire la situation d'un pays sont fondés sur 1) des méthodes analytiques (y compris l'analyse de bilan décrite dans l'article intitulé «Tout est dans le bilan») et 2) des modèles empiriques (tels que les modèles des crises monétaires) qui mettent l'accent sur différents aspects de la vulnérabilité. Dans cette optique, les rapports des services du FMI sur les pays dont l'accès aux marchés des capitaux est incertain contiennent plusieurs pages d'indicateurs, parmi lesquels une série standard d'indicateurs de vulnérabilité.

Le pouls du marché

Un autre type d'évaluation de la vulnérabilité est fondé sur les informations des marchés financiers. Les institutions financières du secteur privé investissent énormément pour rendre leurs évaluations de la vulnérabilité des pays à marché émergent aussi exactes que possible. Ces évaluations sont axées sur les *risques de non-remboursement*, et non sur les *risques de crise monétaire* ou de *volatilité extérieure*, au centre

Une crise qui s'étend

Comment la crise argentine a pesé sur les marges dans les autres pays. (Corrélations entre les marges de marchés émergents et de l'Argentine¹)



¹Corrélations mobiles à 80 jours.

Sources : Morgan Stanley Capital International; estimations des services du FMI.

des systèmes d'alerte avancée ou des évaluations de la liquidité et de la viabilité de la dette, davantage orientées vers la politique des pouvoirs publics. En fait, les marges obligataires (c'est-à-dire les écarts entre les rendements obligataires sur un marché émergent donné et les rendements correspondants sur un marché mature de référence) et les cotes de crédit rendent compte des risques de non-remboursement.

L'attribution de plus en plus courante de cotes de la dette souveraine et l'émission croissante d'obligations dans les pays à marché émergent depuis le début des années 90 ont permis non seulement de surveiller de près ces informations, mais aussi d'analyser les caractéristiques des économies auxquelles les marchés accordent le plus d'importance et de développer des techniques qui prévoient les réactions des marchés. Par exemple, il se peut que des marges élevées, surtout si elles sont combinées avec des courbes de rendement inversées, indiquent que les marchés anticipent une défaillance imminente. L'analyse du comportement des marchés aide les pays à évaluer s'ils peuvent recourir à une politique budgétaire expansionniste pour compenser en partie les effets négatifs d'une crise sur la demande, comme l'ont fait certains des pays asiatiques les mieux cotés en 1998-99, ou si cela ne ferait qu'aggraver la crise.

Un autre exemple d'information utile provenant des marchés est la corrélation internationale des marges, qui peut signaler des tendances à la contagion. Les marges peuvent permettre de voir si les marchés sont en mesure de distinguer les risques liés aux caractéristiques particulières des différents pays à marché émergent. Par exemple, dans la période qui a précédé la crise en Argentine, les marchés ont commencé à différencier davantage les pays : la corrélation entre les marges sur les instruments de la dette en Argentine et les marges dans la plupart des autres pays à marché émergent a diminué rapidement; en d'autres termes, ces pays étaient de plus en plus évalués différemment (voir graphique). Par contre, la persistance d'une corrélation élevée avec le Brésil porte à croire que les marchés se sont vite attendus à ce que les problèmes de l'Argentine aient des retombées sur le Brésil.

À terme

Comme l'a fait remarquer le spécialiste du nucléaire, Niels Bohr, «il est difficile de prévoir, surtout l'avenir». Il n'est pas surprenant de constater que les crises restent, par nature, difficiles à prévoir avec certitude. Une raison en est que les autorités peuvent prendre des mesures pour les éviter une fois les risques apparents; une autre, que les crises sont souvent provoquées par des chocs imprévus qui peuvent aussi faire dérailler les efforts de prévention. Par ailleurs, les anticipations des opérateurs des marchés peuvent déterminer si un pays vulnérable «s'écroule», et ces anticipations sont elles-mêmes difficiles à prévoir. En utilisant les outils analytiques décrits ci-dessus — en plus de l'analyse spécifique à chaque pays qui se trouve au centre de ses travaux, du suivi de la santé du secteur financier et de l'observation des normes internationales et des outils décrits dans les autres articles du présent numéro —, le FMI examine les vulnérabilités et les solutions sous plusieurs angles et cherche à améliorer sa capacité de prévision et de prévention des crises. **F&D**

Christian Mulder est économiste principal au Département de l'élaboration et de l'examen des politiques du FMI.

Annual Report • Annual Meetings • Article IV Consultations • Articles of Agreement • Asian Crisis Response • Balance of Payments • Bookstores • By-Laws, Resolutions and Regulations • Calendar of Events • Communications • Conditionality • Commodity Prices • Country Assessments • Country Information • DSBB • Data Standards • Debt Relief • Directory of Economic Commodity and Development Organizations • Employment Opportunities • EMU • ESAF • Exchange Rates • Executive Directors • External Evaluation of ESAF • Finance & Development • Financial Statements • Frequently Asked Questions • Gold • Governors • Heavily Indebted Poor Countries (HIPC) • How to apply for employment • How to order publications • IMF Contacts • IMF Institute • IMF Survey • Internships • Investments • Joint Vienna Institute • Joint World Bank-International Monetary Fund Library • Lending • Letters of Intent • Library • Management and Senior Staff • Memoranda of Understanding • Publications • Memoranda of Economic and Financial Policies • News • News Briefs • Officers of the IMF • Order Information, Publications • Organization Chart • Photographs • Policy Framework Papers • Press

Pour en savoir plus sur le FMI

www.imf.org

Abonnez-vous à **Finances & Développement**

Pour comprendre en profondeur les tendances de l'économie mondiale, les décideurs du monde des affaires, de la finance et du secteur public de plus de 180 pays lisent *Finances & Développement*, qui paraît en mars, juin, septembre et décembre.

Formulaire de demande d'abonnement à compléter et à nous renvoyer

Nom _____
(Prénom) (Nom de famille)

Organisation _____ Titre _____

Rue ou boîte postale _____

Ville _____ État/Province _____

Pays _____ Code postal _____

Voie de surface (gratuit) Voie aérienne (20 \$ par an)

Mode de paiement (le règlement se fait à la commande)

Chèque ou mandat en dollars EU ci-joint
(chèque en dollars EU à l'ordre de IMF Publication Services)

Veuillez débiter de _____ \$ ma carte

American Express MasterCard VISA Date d'expiration ____ / ____
Mois Année

Numéro _____ - _____ - _____

Signature _____ Télécopie _____
(Obligatoire)

Catégorie professionnelle

- 1 Étudiant
- 2 Banque centrale
- 3 Ministère des finances
- 4 Banque commerciale
- 5 Autre établissement financier
- 6 Organisme de planification
- 7 Organisme international ou régional
- 8 Bibliothèque publique
- 9 Enseignant (enseignement supérieur)
- 10 Autre organisme gouvernemental
- 11 Organisation non gouvernementale
- 12 Presse
- 13 Entreprise privée
- 99 Autre _____

International Monetary Fund

Publication Services
Box FD-402
Washington, DC 20431 (U.S.A.)
Téléphone : (202) 623-7430
Fax : (202) 623-7201
E-mail : publications@imf.org

Édition choisie

Anglais Arabe Chinois Espagnol Français