

PRÉSENTATION

JÉRÔME SGARD¹

LES CRISES EN ASIE

Considérée initialement comme un épisode d'instabilité régionale, confiné à la périphérie de l'économie mondiale, la crise en Asie est devenue progressivement une crise majeure, qui a appauvri de nombreux pays, détruit en grande partie leurs systèmes bancaires et créer des tensions sociales très vives. Elle a aussi déstabilisé de proche en proche l'ensemble des marchés de capitaux internationaux, atteignant en plusieurs occasions les marchés des pays les plus développés. Depuis la fin de 1997, et surtout au second semestre 1998, ceci a contraint les autorités monétaires américaines, et dans une moindre mesure européennes, à prendre en compte explicitement les désordres financiers internationaux dans l'ajustement de leurs politiques de taux d'intérêt.

Si l'on essaie de résumer les principales étapes de cette crise, un trait frappant est la succession de phases de rupture et d'instabilité très forte, porteuses d'effets de contagion quasi-immédiats, puis de phases plus lentes. Souvent interprétées à chaud comme l'amorce d'une stabilisation, celles-ci apparaîtront ultérieurement comme des périodes intermédiaires : la stabilité du "domino" suivant aura été érodée pendant plusieurs mois, jusqu'à ce qu'il tombe finalement, relançant un nouvel cycle d'instabilité internationale qui, à son tour, affaiblit un peu plus des économies jusque là épargnées. On peut identifier au moins quatre cycles de ce type dans les dix-huit mois qui ont suivi le décrochage du Baht thaïlandais, le 2 juillet 1997.

Juillet-octobre 1997 : L'Asie du sud-est

L'attaque contre le régime de change thaïlandais, soumis à de fortes pressions depuis la fin 1996, a entraîné, dès la fin juin 1997, des pressions fortes sur la plupart des devises de l'Asie du sud-est : les premières mesures de relâchement des

1. JÉRÔME SGARD est économiste senior au CEPII et rédacteur en chef d'*Economie internationale* (e-mail : sgard@cepii.fr).

ancrages du change interviennent le 11 juillet aux Philippines, le 14 juillet en Malaisie, et le 14 août en Indonésie.

Centré sur la question des crises de change, l'article d'ANDRÉ CARTAPANIS, VINCENT DROPSY et SOPHIE MAMETZ s'inscrit dans le prolongement des travaux sur les déterminants des crises de change, analysés alternativement en termes de vulnérabilité ou de soutenabilité. Plus spécifiquement, il s'agit de différencier les caractères spécifiques des récentes crises asiatiques par opposition aux crises latino-américaines des années soixante-dix et quatre-vingt. Les conclusions sont nuancées. D'une part, les déterminants de ces deux séries de crises sont relativement proches et sont principalement au nombre de trois : la surévaluation du taux de change par rapport à un taux de change réel tendanciel, un solde courant non soutenable par rapport à un critère de moyen terme, enfin un choc sur les taux d'intérêt américains. Les critères d'endettement, de déficit budgétaire ou d'expansion monétaires ne sont pas significatifs. D'autre part, les différents modèles testés fonctionnent mieux sur les cas latino-américains que sur les exemples pris en Asie, où leur capacité prédictive est faible, en particulier pour l'année 1997.

Un pays n'est pas abordé par CARTAPANIS *et al.*, la Chine, dont la politique de change a fait l'objet d'au moins deux controverses importantes, sur lesquelles l'article d'ERIC GIRARDIN apporte des éclairages précis. D'abord, la dépréciation réelle du yuan, notamment lors de l'unification des taux de change chinois en 1994, n'apparaît pas suffisante pour imposer un choc de compétitivité important aux autres économies de la région : le glissement a été limité, surtout si l'on prend en compte l'inflation toujours forte en Chine, au cours de la première moitié des années quatre-vingt-dix. Ensuite, est posée la question de l'opportunité, depuis l'été 1997, d'une dépréciation du yuan pour pallier les gains de compétitivité-change des mêmes concurrents régionaux de la Chine. Cette hypothèse a été au centre de spéculations intenses, en 1997 et 1998, en raison du nouveau choc qu'une telle décision créerait, mais aussi de son impact éventuel sur le *Currency Board* de Hongkong. Là également, les conclusions sont réservées : outre que le coût du travail chinois resterait comparativement bas, la part du commerce de transformation, reposant sur un contenu élevé en importations, réduirait nettement les gains d'une dévaluation. Ceci se traduirait donc par une incitation faible à dévaluer, décision qui reste en outre politique, compte tenu du contrôle des changes étendu toujours appliqué en Chine.

Au-delà des premières attaques spéculatives de l'été 1997 contre les régimes de change rigides, il est devenu toutefois plus difficile de rendre compte de l'évolution de ces marchés. À partir du mois d'août 1997, la crise ne s'étend plus, au moins géographiquement, et des politiques économiques plus restrictives se mettent en place, notamment en Thaïlande après la signature d'un accord avec le Fond Monétaire International (FMI), le 20 août (17 milliards de dollars). Cependant, on n'observe pas le scénario classique où la sur-correction relative du change est suivie d'une stabilisation nominale ouvrant la voie à un ajustement progressif de l'économie réelle. Les devises et les bourses régionales sont toujours très volatiles, avec une forte tendance à la baisse. Alors que le débat international était centré, à ce moment là, sur les marchés de change, il apparaît que cette

période a correspondu aussi à l'amorce des crises financières internes. À partir du début de juillet, des banques et des institutions financières qui s'étaient massivement endettées en devises, pariant sur le maintien d'un taux de change fixe, ont subi de très grosses pertes en capital ; celle-ci ont été accrues ensuite par le ralentissement de la croissance et l'insolvabilité de nombreuses firmes, atteintes, selon un dosage variable, par la dépréciation du change et la remontée des taux d'intérêt intérieurs. On observe donc, dès cette époque, des signes clairs de "détresse financière" : opérations de soutien par la banque centrale à des banques en difficultés, segmentation puis blocage du marché inter-bancaire, réallocation de la base de dépôts au profit notamment des banques étrangères, enfin apparition de paniques de déposants plus ou moins vives.

Ceci explique que, dès l'été 1997, s'engage de fait une des controverses les plus durables des mois suivants : le FMI a-t-il eu raison d'imposer des taux d'intérêt élevés pour tenter de stabiliser les taux de change ? Ou bien a-t-il fait un mauvais arbitrage, obtenant peu de résultats sur ce plan, au prix de tensions très fortes sur la liquidité des systèmes financiers nationaux qui ont entraîné des crises bancaires de nature systémique et causé la faillite injustifiée de milliers d'entreprises ? L'analyse du cas de la Thaïlande, présentée par JOEL GUGLIETTA et JÉRÔME SGARD, souligne les responsabilités des pouvoirs publics dans l'accentuation de la crise, mais sous un angle différent : après avoir dépensé sans résultat la plus grande partie de ses réserves de change, la banque centrale a été incapable, après le décrochage du change, d'intervenir efficacement comme prêteur en dernier ressort. Loin d'être contrainte dans ses capacités d'action, elle a dépensé des sommes considérables en pure perte : les principaux établissements bénéficiaires de ces injections de liquidité ont été fermés quelques mois plus tard. Le blocage du système de crédit, à la fin de 1997, a alors imposé un choc d'offre violent qui se traduira par une récession profonde en 1998.

Cette expérience suggère que le dilemme de politique monétaire soulevé par les crises asiatiques présente sans doute une variante, moins attentivement analysée que la question du niveau des taux d'intérêt : jusqu'à quel moment les pouvoirs publics indonésiens ou thaïlandais, par exemple, ont-ils conservé les moyens de répondre efficacement à la crise ? Peut-être, après tout, la dynamique d'effondrement du système bancaire a-t-elle pris très tôt un caractère nettement déterministe, compte-tenu de la fragilité initiale des institutions financières, mais aussi du contexte institutionnel et politique dans lequel on a tenté, assez confusément, de répondre à la crise ? L'économie politique de la stabilisation, dans le très court terme, est un élément décisif pour rendre compte de son déroulement, mais aussi de son coût social *ex post*, qui ne paraît pas toujours proportionnel aux déséquilibres initiaux. Ainsi, le débat sur le bon *policy mix* à adopter face à la crise des banques a souvent fait, sans réserve, l'hypothèse que les canaux de transmission des instruments macroéconomiques continueraient de fonctionner normalement, malgré la crise de plus en plus vive sur les marchés intérieurs.

Octobre 1997-mai 1998 : du krach de Hongkong aux crises coréenne et indonésienne

Le *krach* de Hongkong, le 23 octobre 1997, marque la véritable internationalisation de la crise. À la différence des marchés de capitaux d'Asie du sud-est, limités à des économies nationales de petites tailles, Hongkong est une place boursière de taille internationale. L'indice boursier de référence chute de 22 % en cinq jours ouvrables, le Dow Jones de 6,7 %, ceci allant avec un durcissement immédiat des conditions de financement de l'ensemble des économies émergentes. Dans toute l'Asie, mais aussi en Europe de l'Est et en Amérique latine, les cours boursiers baissent fortement dans les jours suivants, tandis que les primes de risques sur toutes leurs émissions obligataires augmentent brutalement. Au-delà d'une détente provisoire, la remontée de l'aversion au risque s'accéléra dans les mois suivants, marquant ainsi la fin du long cycle d'investissements privés dans les "marchés émergents". Amorcé au début de la décennie, par le succès des plans Brady et l'ouverture en Europe de l'Est, ce cycle avait été brièvement interrompu par la crise mexicaine de 1994-95 : rétrospectivement, celle-ci apparaît comme une "répétition générale" de la crise de 1997-98, plutôt que comme un écho attardé de celle des années quatre-vingt.

Dès la fin de 1997, les conditions de financement plus difficiles pour les économies émergentes ont donc imposé alternativement un ajustement rapide des politiques macroéconomiques, ou bien l'amorce d'une détérioration qui ira en s'accéléralant, en particulier sur le plan des finances publiques. Ainsi, les crises russe (août 1998) et brésilienne (janvier 1999) se sont engagées dans les derniers mois de 1997, comme une réponse insuffisante au choc initié à Hongkong. En Asie, de manière plus immédiate, cette période marque le point creux de la crise, que celle-ci soit mesurée par l'effondrement des taux de change et des marchés boursiers, ou bien par l'extension des paniques bancaires ; de même, dans l'ensemble de la région, la production chute à partir de novembre, notamment en raison de crises bancaires qui gèlent le fond de roulement de nombreuses entreprises.

Deux épisodes majeurs se développent alors, qui contribuent puissamment à l'instabilité régionale – les crises coréenne et indonésienne. La panique sur le won coréen commence au début de novembre, quelque jours après le *krach* de Hongkong, et s'achève avec l'accord sur la restructuration de la dette privée à court terme de la Corée, le 29 janvier 1998. Si cette crise de liquidité internationale rappelle assez bien le scénario mexicain de 1994-1995, l'article de GONGPIL CHOI montre que des tensions importantes étaient apparues au cours des années précédentes, qui ont créé une situation de très grande vulnérabilité, à la fois dans l'économie réelle et dans le système financier. Pour partie, ces dérèglements renvoient à des traits structurels anciens de l'économie coréenne, tels le poids et l'opacité des grands conglomérats industriels (les *chaebols*), le haut niveau d'endettement du secteur privé ou la faiblesse du système bancaire. Mais des évolutions plus récentes ont aussi pesé, notamment l'ouverture aux capitaux à court terme, avant l'entrée dans l'OCDE : jointe à une croissance forte du crédit intérieur et à des profits très élevés dans l'industrie (notamment les semi-

conducteurs), ceci a conduit à un excès d'investissements, entre 1994 et 1996. Le ralentissement du commerce international, cette dernière année, et la baisse des prix à l'exportation due aux excédents de capacités, ont créé alors des tensions de liquidité très fortes dans la grande industrie, puis dans les banques elles-mêmes. Ce terrain fragile explique que les sorties de capitaux et les problèmes de refinancement de certaines banques coréennes aient été observés dès le début de 1997 ; c'est dans ce contexte que s'engagera, au début de novembre, la crise de liquidité qui conduira le pays à faire appel au FMI un mois après le *krack* de Hongkong, un accord étant signé le 4 décembre (57 milliards de dollars).

Au début de novembre 1997, commence aussi la crise indonésienne. Contrairement au cas précédent, celle-ci prend surtout la forme d'une panique bancaire interne à très grande échelle, amorcée peu après l'annonce par le FMI d'un programme de soutien important (le 5 novembre, 42 milliards de dollars). Elle a débouché, en janvier 1998, sur un effondrement complet du système financier et des phénomènes de fuite généralisée devant la monnaie. Ce n'est qu'à partir du mois d'avril qu'une politique monétaire très stricte a permis de restaurer une certaine stabilité du change et des prix, qui ne sera pas remise en question par les graves émeutes anti-chinoises, puis par le départ du Président Suharto, en mai. Toutefois, à ce moment-là, les bases d'une consolidation durable de l'économie étaient beaucoup plus détériorées que dans le reste de la région : le système bancaire était largement détruit, la quasi-totalité du secteur privé en cessation de paiements et les relations financières avec le reste du monde étaient largement interrompues. Les éléments d'une stratégie de réforme ne seront mis en place que progressivement, à partir du second semestre 1998, les résultats obtenus en fin d'année étant nettement plus limités qu'en Thaïlande et surtout qu'en Corée.

Au-delà de questions d'économie politique, le désastre indonésien suggère que la capacité de réponse aux crises financières dépend fortement de la résistance des institutions et de l'autorité publique, face à la panique des agents et au blocage des régulations décentralisées. La contribution de SOEDRADJAD DJIVANDONO, gouverneur de la banque centrale jusqu'en février 1997, est assez explicite quant à la paralysie qui a frappé les institutions économiques indonésiennes, quelques semaines après les premières paniques bancaires. Alors que depuis le début des années quatre-vingt-dix, de nombreux auteurs ont souligné le rôle des institutions dans la croissance asiatique, la crise de 1997-98 a montré que ceci est allé de pair avec une très faible *résilience* face à une panique décentralisée. Une hypothèse est que les relations étroites et bénéfiques entre secteurs privé et public, dans la gestion de la croissance, ont laissé à l'état une autonomie insuffisante pour défendre l'ordre des marchés, face à une rupture de la coordination privée.

L'article de PHILIP P. TURNER, qui ouvre ce numéro, présente les principaux mécanismes financiers qui ont établi le lien déstabilisateur entre, d'une part, des règles micro-économiques fragiles dans l'économie réelle puis dans le système financier, et d'autre part le potentiel de déstabilisation portés par les marchés de capitaux internationaux - mauvaise mesure et mauvais suivi des risques d'investissement, fluctuations amples des marges de risque moyennes, tendance moutonnière des investisseurs, etc. Convergeant bien avec les contributions sur la Corée

et la Thaïlande, PHILIP TURNER indique que l'origine de la crise est surtout, au cours de la première moitié des années quatre-vingt-dix, dans la dégradation des conditions de la croissance dont les effets se sont accentués avec l'ouverture aux capitaux à court terme, à partir des années 1993-94. Cette ouverture est intervenue, en outre, dans un environnement international marqué par un relâchement net des politiques monétaires dans les économies développées, associé à une baisse des rendements obligataires moyens. Ceci a accru les flux de capitaux privés à court terme vers les systèmes bancaires (et les bourses) asiatiques, dont on réalisera ensuite que leurs structure, comme la qualité de l'information qu'elles produisaient, étaient remarquablement faibles. Orientés massivement vers des investissements immobiliers spéculatifs et vers le développement de nouvelles capacités de production, pour laquelle la demande fera défaut, ces capitaux ne trouveront qu'un rendement faible, qui sera la cause principale de la vague de faillite de 1997 et 1998.

Ce constat, ainsi schématisé, explique qu'en Corée, comme en Asie du sud-est, l'enjeu des réformes actuelles, au-delà du nettoyage des bilans financiers, sera la définition progressive d'une nouvelle règle du jeu micro-économique, qui sanctionnera la faillite du régime antérieur de garantie diffuse de l'investissement. Comme après d'autres crises graves, survenues dans d'autres régions du monde, la crise asiatique pourrait ainsi conduire à l'adoption d'une règle du jeu capitaliste plus transparente, sans doute plus dure, et certainement plus proche des normes internationales des décennies quatre-vingt et quatre-vingt-dix : moindre socialisation des pertes, contraintes de solvabilité plus fortes et décentralisation accrue des règles d'allocation des ressources.

Mai-août 1998 : de la crise russe à la quasi-faillite de LTCM

Touchée avec un léger retard par le *krach* de Hongkong, la Russie est entrée, à partir de mai 1998, dans un scénario de crise nettement dominé par des variables internes. L'affaiblissement de l'économie réelle, l'incertitude politique, le déclin rapide des entrées de capitaux et des taux d'intérêt réels de l'ordre de 40 % ont achevé de déstabiliser à la fois la dette publique et le système bancaire. Un ultime programme de stabilisation négocié en juillet avec le FMI (22 milliards de dollars) a échoué dès le début du mois d'août : alors que l'ensemble du système financier évoluait rapidement vers un blocage complet, un début de panique de change, dans le grand public, a précipité les décisions annoncées le 17 août – défaut sur la dette domestique de l'état, moratoire sur la dette en devises des banques et décrochage du "corridor" dans lequel évoluait le taux de change depuis 1996.

Depuis ce jour, la Russie est totalement exclue des marchés de capitaux internationaux et doit faire face à une destruction profonde de son système financier et monétaire. Sur le plan international, les décisions du 17 août ont causé un choc financier qui a largement dépassé, par son ampleur, le *krach* de Hongkong, en octobre 1997. Alors qu'on avait observé jusque là un reflux de capitaux des marchés émergents vers la quasi-totalité des marchés centraux, les bénéficiaires

de la remontée de l'aversion au risque ont été cette fois-ci beaucoup moins nombreux : toutes les bourses ont connu plusieurs semaines de fortes baisses et les taux obligataires se sont tendus dans l'ensemble de l'économie mondiale, à l'exception des marchés de dette publique des pays les plus riches.

Ce retournement brutal d'un grand nombre de marchés internationaux, en août et septembre 1998, a pris de nombreux investisseurs à contre-pied : beaucoup d'entre eux ont subi des moins-values en capital importantes, qui ont été d'autant plus dangereuses que ces agents opéraient avec un fort effet de levier. Ainsi, l'inversion de la convergence des taux obligataires en Europe, pendant quelques semaines, a été avancée comme une des causes principales de la quasi-faillite du fond d'arbitrage LTCM (*Long Term Capital Management*), à la fin septembre ; celui-ci a du être renfloué dans les jours suivants par ses principaux créditeurs, après une intervention (non monétaire) de la Réserve Fédérale de New York. Cet épisode exceptionnel, sans lien direct avec la crise sur les marchés émergents, a été suivi de trois semaines de très forte volatilité, sur l'ensemble des marchés de capitaux. Dans un environnement déstabilisé par des rumeurs permanentes sur la stabilité d'intermédiaires de premier plan, la remontée de l'aversion au risque et le resserrement de la liquidité ont atteint le cœur du système financier international, entraînant la dévalorisation d'une part toujours croissante d'actifs financiers. Les banques centrales se sont mobilisées massivement, soit pour détendre leur politique monétaire, soit pour être prêtes, le cas échéant, à contrer un risque systémique.

Si cette phase ultime de la crise n'a pas laissé finalement de traces très profondes dans les bilans des agents (contrairement aux phases précédentes), elle marque bien, du point de vue des marchés de capitaux, le point culminant de la crise initiée en Thaïlande. On a observé, par exemple, le gel de la plus grande partie des émissions primaires de titres privés, ou bien l'apparition de *spreads* entre des émissions de bons du Trésor américains de même maturité, mais de liquidité inégale ; des signes d'un rationnement du crédit bancaire envers les entreprises les plus risquées ont aussi été relevés aux Etats-Unis. Si les marchés et leurs principaux opérateurs se sont rapidement consolidés, au cours des semaines suivantes, l'étape ultérieure d'un scénario noir de crise était donc très claire : le repli massif des investisseurs sur la seule liquidité des banques centrales aurait imposé une déflation généralisée de tous les prix d'actifs et, vraisemblablement, une vague de faillites financières dans l'ensemble des économies du G7.

Novembre 1998-janvier 1999 : la crise brésilienne

Par comparaison, la crise de change brésilienne, entre novembre 1998 et janvier 1999, apparaît relativement bénigne, au moins par ses conséquences externes. Elle se présente comme une attaque de change classique, à cela près que, contrairement à la Thaïlande, la Corée et le Mexique, le Brésil n'a pas épuisé ses réserves officielles à défendre en vain son régime de *crawling peg* et il s'est donc trouvé moins démuné après la rupture, le 16 janvier. Ceci est une donnée

importante pour éviter que la crise de change se transforme immédiatement en crise de liquidité internationale, c'est-à-dire en une ruée sur les réserves résiduelles de la banque centrale. Autre élément important, la crise brésilienne n'a pas été nourrie par la fragilité du système bancaire, mais surtout par des faiblesses d'ordre macroéconomique, proches de celles identifiées par CARTAPANIS *et al.* : appréciation du change réel au cours des années précédentes, déficit courant et, surtout, impact de quinze mois de taux d'intérêt réels très élevés sur une dette publique libellée, soit en taux variables, soit en titres à très courte maturité.

Toutefois, en arrière-plan, la fragilité de la monnaie nationale, sortie seulement en 1994 de vingt-cinq ans de forte inflation, a joué un rôle important : le risque d'un dérapage inflationniste, dans la foulée d'une dévaluation, a été un argument décisif du refus exprimé par les autorités brésiliennes et le FMI de déprécier le change, lors de l'annonce du programme de 42 milliards de dollars, au début de novembre 1998. Par des voies différentes, la dynamique de la crise, comme la réponse des pouvoirs publics, ont donc été influencées par un problème finalement assez proche de celui rencontré dans toute l'Asie : la capacité limitée des institutions *monétaires* nationales (banques centrales et banques de dépôts) à absorber un choc violent sur le taux de change, les termes de l'échanges internes ou le prix des actifs. Dans les deux régions, la difficulté à apporter une réponse crédible à la dépréciation de la monnaie nationale reflète ainsi l'émergence de situations de crise monétaire, pouvant occasionner des effets de dislocation graves, d'abord dans le système financier et le système de paiement, puis dans l'économie réelle.

Dix-huit mois de crise : quelle contagion ?

Ce résumé bref des principales étapes de la crise asiatique souligne son caractère erratique, la force de certaines dynamiques nationales très « auto-centrées » mais aussi la difficulté à définir la notion centrale de contagion. Généralement, l'analyse commence par identifier une contagion de nature financière : celle-ci est portée par un durcissement global des conditions de financement international et touche des économies inégalement vulnérables à ce choc externe ; ces fragilités peuvent être antérieures à la crise, mais peuvent aussi se développer en réponse aux premières secousses internationales. En revanche, des économies comme Singapour, Taïwan ou même les Philippines n'ont pas connu de rupture aiguë, malgré leur proximité des foyers initiaux de contagion ; elles ont subi surtout un second type de contagion de nature commerciale, par des effets conjugués sur le volume et les prix de leurs échanges extérieurs. Le Chili en est un autre exemple : comme en 1995, son système financier a très bien absorbé les chocs externes, mais l'économie a souffert lourdement en 1998 de sa double exposition au commerce asiatique (40 % des échanges) et à la baisse du prix des matières premières (cuivre et produits agricoles).

L'article de STÉPHANE GUIMBERT permet de mieux mesurer cet impact commercial de la crise asiatique. Il souligne notamment qu'au cours de l'année qui a suivi les premières crises de change, l'ajustement des flux s'est réalisé surtout à travers une baisse forte des importations de pays touchés par la crise, alors

que les recettes d'exportations sont restées, au mieux, stables. Cette asymétrie s'explique par la conjonction d'un effet de valorisation - la baisse des prix des exportations - et d'un effet de volume. Celui-ci renvoie à son tour à la chute de la demande régionale, mais aussi à la crise bancaire dans la plupart des économies régionales, qui, pendant une grande partie de l'année 1998, a perturbé le financement de leurs échanges extérieurs.

Il est toutefois impossible de résumer les dynamiques internationales observées depuis juillet 1997 à ces deux seuls volets - contrainte de financement et commerce. Ceci conduirait à négliger l'impact spécifique des dynamiques de marché qui se développent sur le très court terme mais qui, en plusieurs occasions, ont eu un impact durable sur les institutions comme sur les agents. Les paniques coréenne et indonésienne sont de bons exemples où la dimension systémique comme l'élément auto-réalisateur ont été très présents. Autre cas d'espèce, le *krach* de Hongkong et le double défaut russe ont imposé un choc brutal à l'ensemble des marchés de capitaux internationaux, et ainsi à nombre d'économies et d'intermédiaires financiers de premier plan. Ces phases de contagion directe renvoient au caractère peu linéaire de la dynamique de la crise : contrairement à ce que pourrait suggérer une lecture chronologique de la série des événements, elle s'est développée de proche en proche, mais sans qu'aucune interaction *directe* forte ne lie, par exemple, le cas de la Thaïlande à celui de la Corée, ou bien celle-ci à la Russie ou à LTCM.

Clairement, un critère décisif, pour apprécier le caractère plus ou moins déstabilisateur de chaque choc ponctuel, est la capacité des marchés à les anticiper. Ceci n'a pas été le cas pour les deux ruptures majeures d'octobre 1997 (Hongkong) et d'août 1998 (Russie), contrairement au défaut de paiement généralisé du secteur privé indonésien, en janvier 1998, et au choc brésilien, un an plus tard : anticipés depuis plusieurs jours, sinon plusieurs semaines, ceux-ci ont eu un impact limité sur les marchés internationaux. Il convient donc de revenir sur une distinction de fond : une cessation de paiements peut avoir à terme des coûts extrêmement élevés pour le pays qui y est contraint, comme pour les investisseurs directement atteints ; mais, à brève échéance, l'essentiel est qu'une telle décision n'impose pas *aussi* un choc de liquidité international qui se répercute entre intermédiaires financiers. L'ajustement *ex post* des portefeuilles peut alors précipiter les appels de marges et les liquidations d'actifs, alternativement très liquides ou bien porteurs de plus-values positives, qui sont le principal canal de transmission de ces chocs entre marchés : tel est le mécanisme de contagion qui a fonctionné, à grande échelle, entre le défaut russe, la crise de LTCM et les trois semaines de très forte volatilité qui ont suivi.

Pourquoi l'assèchement d'un nombre croissant de marchés, en septembre et en octobre 1998 s'est-il interrompu, permettant une résorption progressive de la crise ? Epuisement spontané des chocs antérieurs, très grande profondeur financière des marchés américains, baisse opportune des taux directeurs de la Réserve Fédérale ? Cet épisode exceptionnel, dominé par les contraintes de liquidité directes, a posé le plus directement la question de la régulation de marchés de capitaux internationaux et, en particulier, de l'action d'un prêteur en dernier ressort international.

Un argument de référence a été donné par Stanley Fischer (FMI) qui a proposé de conférer un tel rôle au Fonds monétaire, selon une règle d'intervention toujours fondée sur la négociation et la surveillance de *conditionalités*, en contrepartie du déboursement échelonné d'un volume limité de crédits². Un élément nouveau est la recherche d'un durcissement de la dimension inter-temporelle portée par un tel contrat, qui le rapprocherait d'une assurance contre un risque aléatoire, par opposition à une négociation à chaud, face à un risque réalisé. Le FMI s'engagerait ainsi à soutenir un pays auquel il offrirait une telle police, en échange d'engagements vérifiables en permanence sur la conduite de sa politique économique

On peut se demander si cette proposition ne revient pas surtout à formaliser, sur le plan de la doctrine, la généralisation des programmes massifs inaugurés par le plan mexicain de 1995. Rappelons qu'au cours des années quatre-vingt, les programmes de stabilisation les plus lourds, en Amérique latine, mobilisaient rarement plus de trois ou quatre milliards de dollars. Qui plus est, les expériences récentes ont eu souvent des résultats décevants : les déboires du FMI en Russie, depuis plusieurs années, présentent une encyclopédie des voies et moyens par lesquels le contrôle des conditionnalités peut être largement vidé de tout contenu. En Asie, l'analyse détaillée de chaque crise nationale montre aussi le poids très lourd dont ont pesé les variables institutionnelles, mais aussi l'économie politique de la crise et de la stabilisation. Le FMI aurait-il eu plus de prise sur la panique indonésienne si le Président Suharto avait signé la police d'assurance que propose aujourd'hui Stanley Fischer ? Il est intéressant de souligner à cet égard que la crise de liquidité coréenne n'a été bloquée ni par l'action monétaire d'un prêteur en dernier ressort, ni même par un renflouement pur et simple, mais au moyen d'une coordination hors marché des acteurs privés, mise en place à l'initiative des autorités américaines.

Cette question est posée aussi par la définition plus stricte du prêteur en dernier ressort défendue dans l'article de MICHEL AGLIETTA. Soulignant la spécificité du risque systémique, il définit l'action d'un tel agent, au niveau national et international, comme étant à la fois unilatérale, non contractuelle et en principe illimitée dans ces moyens. Ces principes tranchent avec les règles de fonctionnement du FMI, qui sont de nature contractuelle et séquentielle, et ne sauraient donc être liés à une fonction de prêteur en dernier ressort : il serait plus logique de transférer celle-ci à la Banque des Règlements Internationaux, appuyée à la fois sur le réseau des banques centrales qu'elle coordonne et sur un renforcement de ses propres moyens.

On n'échappe pas, dans ce cadre, à la question de l'articulation entre deux prêteurs en dernier ressort, au niveau international et national. L'action du premier a-t-elle pour condition que son équivalent, au niveau national, fonctionne correctement ? On a vu que celui-ci peut être bloqué par une économie politique défailante, ou bien par une *insolvabilité* très large des agents privés, auquel cas

2. S. Fischer (1999), *On the Need for an International Lender of Last Resort*, FMI, miméo, janvier.

une action orientée vers la contrainte de *liquidité* risque de ne pas atteindre son objectif. Qu'aurait pu faire un prêteur en dernier ressort international, en Thaïlande, tant que la banque centrale refinançait de manière indiscriminée tous les intermédiaires qui se présentaient à son guichet, alimentant du même coup les sorties de capitaux ? Apparemment, une intervention coordonnée par deux prêteurs en dernier ressort, national et international, aurait supposé que deux conditions soient vérifiées par l'agent national : l'accès à une information minimale sur les institutions devant être soutenues, puis une capacité politique à sortir du marché les institutions condamnées. Or, c'est précisément sur ces questions – l'information privée et les lois sur les faillites – que les programmes internationaux ont rencontré les plus grosses résistances, tant en Asie qu'en Russie.

On peut alors se demander à quelles options alternatives l'hypothèse d'un prêteur en dernier ressort international peut être opposée ? Si sa fonction est bien de contrôler le risque de liquidité internationale, deux directions peuvent être envisagées, qui, de fait, ont été évoquées à plusieurs reprises depuis juillet 1997. La première est le *Currency Board* ou bien la dollarisation complète, dont l'effet est de supprimer le prêteur en dernier ressort, au moins sur le plan interne : la logique de ces régimes conduit à transférer l'essentiel du système bancaire sous le contrôle de grandes banques internationale, ce qui privatise la gestion du risque de liquidité, interne comme externe ; seul le prêteur en dernier ressort du pays d'origine de chaque banque commerciale reste potentiellement dans le jeu. Ainsi, en Argentine, la vente récente de la plus grande partie des banques à des investisseurs étrangers est une raison importante du moindre impact de la crise brésilienne, comparée à celle de 1995 (Mexique). La seconde option est le contrôle des mouvements de capitaux à court terme qui a pour effet de réduire le lien entre liquidités intérieure et internationale. Ceci accroît les marges de manœuvre des autorités nationales sur le plan tant de la politique économique que de l'action du prêteur en dernier ressort. Outre que la gestion d'un tel mécanisme demande un vrai savoir-faire et des institutions solides, il se traduit par de moindres entrées de capitaux et suppose que les marges de manœuvre ainsi acquises soient utilisées à bon escient par les autorités. Ceci a sans doute été le cas au Chili, qui présente sur ce plan l'expérience de référence, mais des doutes persistent dans le cas de la Malaisie.

On peut faire l'hypothèse que le débat sur la régulation des marchés de capitaux internationaux, et donc sur les futurs régimes de change des économies émergentes, s'en tiendra à ces trois options de nature *monétaire*. Ou bien une régulation publique des marchés globalisés, ou bien la réduction *a priori* des risques de liquidité internationaux : soit par la limitation radicale des marges de manœuvre monétaire des économies périphériques, notamment à travers un *Currency Board*, soit au contraire par leur restauration, au moyen d'un contrôle des capitaux à court terme. Si tel est bien le dilemme actuel, il n'est pas sûr qu'il permette l'émergence d'un nouveau régime monétaire international, relativement stable, par opposition à la succession de paniques et de décisions unilatérales observée depuis juillet 1997.

