

LES MÉCANISMES DE LA CRISE FINANCIÈRE INTERNATIONALE : PRÉSENTATION SCHÉMATIQUE

La crise financière internationale a touché les grands marchés occidentaux depuis la fin du mois d'août 1998, après l'annonce de la dévaluation du rouble et le défaut du gouvernement russe sur une partie de sa dette. La présente note retrace schématiquement la dynamique de la crise depuis l'été 1997, dans l'intention de faire apparaître la nature des interdépendances financières.

Le schéma joint décrit les trois grandes phases de la crise. Si le découpage retenu n'échappe naturellement pas à un reproche d'arbitraire, il cherche néanmoins à reproduire, aussi fidèlement que possible, les enchaînements que l'on a pu observer sur les marchés.

*Direction des Changes
Service d'Analyse des marchés internationaux (SAMI)*

Après une phase de plusieurs mois marquée par une sous-évaluation manifeste du risque par certains investisseurs internationaux, caractérisée notamment par des écarts anormalement faibles entre la rémunération des titres obligataires en dollars de certains pays émergents et les titres du Trésor américain de même nature, *la crise a débuté en Asie durant l'été 1997 pour des raisons aujourd'hui assez bien identifiées* : ancrages de change dont les modalités étaient inadaptées, et qui ont fini par conduire à des niveaux de taux de change réels insoutenables au regard des déficits des transactions courantes accumulés ; difficulté à absorber des afflux de capitaux considérables, attirés par des perspectives de rendement élevés en comparaison du faible coût de l'endettement dans certains pays de la zone (Japon en particulier), mais finançant des investissements à rentabilité de plus en plus précaire ; insuffisante maîtrise des risques bancaires dans un contexte de garanties implicites (ou ressenties comme telles) de la part des autorités de surveillance.

Cette première phase est marquée par la brutale dépréciation des taux de change de plusieurs monnaies de pays asiatiques émergents et l'ajustement non moins brutal des actifs financiers. Cette première série de tensions déclenche des rapatriements de capitaux vers les marchés occidentaux (début de la « fuite vers la qualité » — *flight to quality* —, quoique ponctuée par de brèves phases de correction des bourses occidentales, en particulier en octobre 1997, après une première tension sur le dollar de Hong-Kong), tout en aggravant simultanément la situation déjà dégradée des bilans des banques japonaises très engagées en Asie.

La deuxième phase de la crise correspond à l'extension de la crise financière au Japon. La fin du mois de mars 1998, avec la clôture des comptes au Japon, constitue une étape décisive dans la propagation de la crise. L'interaction entre le niveau du yen, celui du Nikkei et la situation financière des banques devient déterminante. La chute des cours boursiers à la fois explique et amplifie les difficultés bancaires japonaises, qui contribuent à accroître les anticipations de baisses de taux d'intérêt (pourtant déjà à des niveaux très faibles), lesquelles enfin pèsent sur le yen.

La chute du yen, à plusieurs reprises jugée excessive par les autorités nippones (au point de justifier des interventions sur les marchés de change), sans améliorer la situation du Japon, affaiblit celle des pays de la zone. Ainsi, à la fin du printemps 1998, l'attention se tourne sur deux économies considérées comme déterminantes pour la stabilité en Asie : la Chine, qui déclare vouloir résister à la dépréciation du yuan malgré une appréciation de son taux de change effectif nominal ; Hong-Kong, qui s'attache à réaffirmer l'intangibilité de son système de caisse d'émission (*currency board*).

L'aggravation de la crise de confiance en Asie et les fortes révisions en baisse des perspectives conjoncturelles de la zone, tout en alimentant le phénomène de fuite vers la qualité au point d'accentuer les valorisations très optimistes de certains marchés boursiers occidentaux, ont par ailleurs renforcé les pressions baissières sur les matières premières. Au mois d'août 1998, les devises de plusieurs économies dépendant largement (pour leurs exportations) de ces dernières ont subi des manifestations de défiance. La pression a été la plus forte sur la Russie (dépendance vis-à-vis des matières premières, contexte politique, incertitudes persistantes sur la réalité de l'ajustement budgétaire), alors qu'elle n'avait été que marginalement affectée par les premiers développements de la crise asiatique.

La troisième phase de la crise, qui marque sa généralisation au marché mondial des capitaux, commence avec la crise russe. Face à une amplification des pressions à la baisse sur le rouble, les autorités russes ont pris la décision de procéder à une dévaluation sensible de leur monnaie, dont la dépréciation a semblé un temps incontrôlée, assortie de mesures unilatérales de suspension (temporaire) des paiements d'une partie de leur dette.

L'abandon de ce qui constituait jusque-là le pilier de la stabilisation et de la réforme macro-économiques en Russie (*i.e.* l'ancrage glissant sur le dollar), mais plus encore le recours à la suspension unilatérale des paiements, ont joué un rôle catalytique dans l'extension de la crise. La concomitance de cet écart vis-à-vis de pratiques internationales fondées sur la négociation et la recherche de solutions coopératives, et de la perception par certains acteurs de marché, fût-elle erronée, du risque que le Fonds monétaire international (FMI) ne soit pas en mesure de rassembler les fonds nécessaires ont provoqué une nouvelle crise de confiance sur les marchés émergents.

Au risque de perte classique s'ajoutait le risque de défaut (l'intransférabilité des créances). Dès lors, les marges (*spreads*) sur les titres en dollars des pays émergents, en particulier pour les pays d'Amérique latine jusque-là relativement épargnés par la crise, ont temporairement atteint des niveaux leur fermant *de facto* l'accès au marché mondial des capitaux. Dans le même temps, l'exposition des systèmes bancaires américain et européen à des risques internationaux accrus a suscité de nouvelles inquiétudes, qui se sont manifestées notamment par des corrections brutales sur les marchés d'actions.

Dans ce contexte, au cours des mois de septembre et octobre, s'est engagée une réappréciation globale du risque par les acteurs de marché. La fuite vers la sécurité (*flight to safety*) a succédé à la fuite vers la qualité. D'amples mouvements de portefeuille ont privilégié les titres publics les plus liquides et bénéficiant des meilleures signatures (*flight to safe liquidity*), et délaissé les actions (temporairement) et les titres obligataires publics ou privés bénéficiant de moins bonnes signatures. Ce phénomène, particulièrement visible aux États-Unis, mais aussi, dans une moindre mesure, en Europe, a pris de revers certains acteurs s'appuyant sur de forts effets de leviers — cf. le fonds spéculatif LTCM —, et nourri le phénomène de « repli sur ses bases ».

À la fin octobre, dans un contexte de volatilité encore élevée, la situation sur les marchés financiers internationaux semblait s'améliorer quelque peu. L'amélioration était perceptible sur les marchés asiatiques émergents, les perspectives d'un programme ambitieux de réforme au Brésil, soutenu par la communauté internationale, se dégageaient, et les craintes d'un resserrement du crédit (*credit crunch*) aux États-Unis apparaissaient, à ce stade, exagérées. Le communiqué du G 7, publié le 30 octobre 1998, a rappelé néanmoins l'ampleur du travail à accomplir, par chacun des acteurs, pour restaurer durablement une situation ordonnée sur les marchés financiers internationaux.

