



# COMPRENDRE LES CRISES FINANCIÈRES INTERNATIONALES

OLIVIER JEANNE \*

Les crises financières internationales qui ont touché un certain nombre de pays émergents à partir du milieu des années 1990 sont parfois vues comme une pathologie associée à la globalisation financière. Il s'agirait alors d'une pathologie contagieuse, quand on considère la rapidité avec laquelle la crise s'est propagée d'un pays à l'autre. Au niveau d'un pays donné, les symptômes en sont les suivants :

- 1) une crise de change ;
- 2) une crise bancaire ;
- 3) une crise de la dette souveraine ;
- 4) une crise de la balance des paiements (fuite des capitaux).

Ces symptômes sont parfois présents tous les quatre (comme dans la crise argentine en cours), mais ce n'est pas toujours le cas, comme le montre le tableau n°1. Les pays d'Asie du Sud-Est par exemple n'eurent pas de crise de la dette souveraine, et le Brésil n'avait pas de crise bancaire déclarée en 1998. Le seul dénominateur vraiment commun des crises financières internationales est la concomitance d'une crise de change et d'une fuite des capitaux dans plusieurs pays.

**Tableau n°1**  
**Différents aspects des crises des années 1990**

	Brésil	Indonésie	Corée	Mexique	Thaïlande	Russie
Crise de change	oui	oui	oui	oui	oui	oui
Crise bancaire	non	oui	oui	oui	oui	oui
Crise de la dette souveraine	oui	non	non	oui	non	oui
Fuite des capitaux	oui	oui	oui	oui	oui	oui

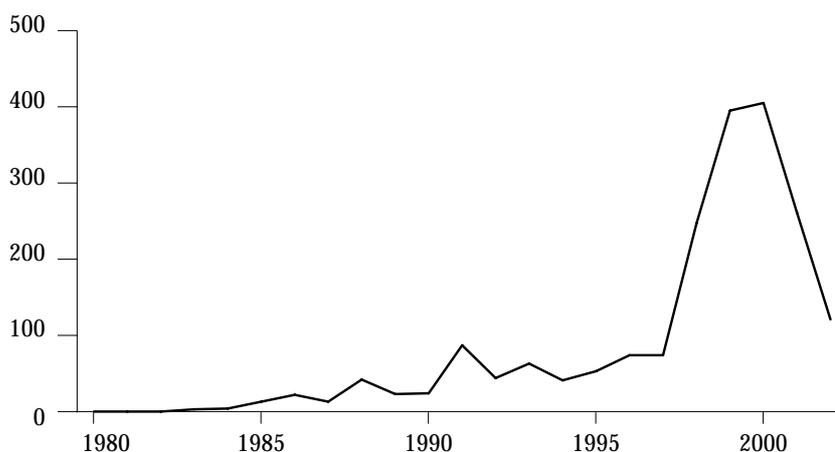
Adapté de Summers (2000).

\* Fonds monétaire international et CEPR.

Cet article reflète les vues de son auteur et non celles du Fonds monétaire international.

Les crises financières internationales ont inspiré une littérature abondante. On le voit sur le graphique n°1, qui montre le nombre d'articles identifiés par *EconLit* comme ayant *international*, *financial* et *crisis* comme mots-clés. On observe une première poussée de littérature dans la foulée de la crise mexicaine de 1994-1995, suivie par une véritable explosion à partir de 1998, au moment de la crise en Asie du Sud-Est. L'objet de cet article est de donner un aperçu des thèmes principaux développés dans la partie théorique de cette littérature. Comme l'illustrent sans doute les contributions à ce numéro spécial, les crises financières internationales ont donné lieu à des interprétations divergentes, qui ont parfois des implications très différentes en termes de politique économiques et de réforme du système financier international.

**Graphique n°1**  
**Nombre d'articles se référant**  
**aux crises financières internationales**

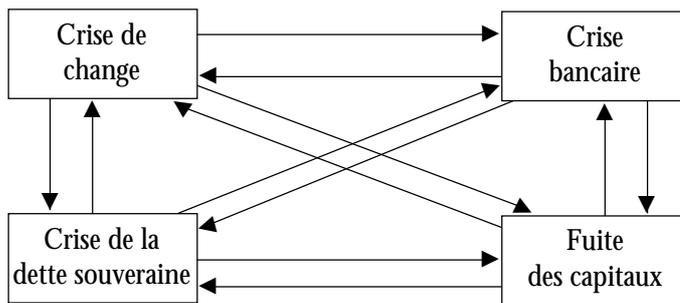


Cet article présente un bref aperçu personnel de ce que la recherche théorique sur les crises financières internationales nous a appris, et des directions qu'elle pourrait suivre dans l'avenir. Ce n'est pas une revue de littérature exhaustive. En particulier, j'ometts de mentionner des contributions parfois importantes, mais qui ne se rattachent pas aisément aux thèmes que j'ai choisi de discuter. Le lecteur trouvera des revues de littérature plus complètes par exemple dans Cartapanis (2002) ou Allen *et al* (2002).

### CONTAGION DOMESTIQUE

Le concept de « contagion » est généralement utilisé en référence à la propagation internationale des crises. Mais ce concept peut aussi être utile pour réfléchir à la généralisation de la crise au niveau domestique comme quand, par exemple, une crise de la dette souveraine dégénère en une crise bancaire dans un pays donné. Les mécanismes de contagion domestique expliquent la généralisation de la crise au niveau d'un pays plutôt que sa propagation d'un pays à un autre. La contagion domestique explique pourquoi des crises de différente nature tendent à surgir ensemble au niveau d'un pays donné, dans une crise financière internationale.

**Graphique n°2**  
**Quatre aspects des crises financières internationales**



Le graphique n°2 montre les quatre symptômes des crises financières internationales et toutes les interactions possibles entre eux. Chacune des douze flèches correspond à un canal de contagion par lequel une crise d'une nature donnée peut dégénérer en une autre. L'observation des crises récentes suggère un certain nombre de canaux de contagion, et la littérature théorique nous propose plusieurs manières de les modéliser. Je passe en revue quelques-uns de ces mécanismes ci-dessous.

#### *Crise de change*

Une crise de change a des effets différents selon que l'on se place avant la dévaluation, quand les autorités résistent encore à la spéculation, ou après la dévaluation. Avant la dévaluation, la hausse du taux d'intérêt fragilise les banques, et accroît le service de la dette publique (Obstfeld, 1994). La dévaluation cause à son tour des problèmes si les agents domestiques (banques, entreprises, État) sont endettés en monnaie étrangère et n'ont pas couvert leur risque de change, un problème de *currency mismatch* qui est endémique dans les économies émergentes<sup>1</sup>.

La dévaluation réduit la richesse nette de l'agent endetté, conduisant à une crise de renouvellement de la dette (*debt rollover*) si, de plus, sa dette est à court terme, comme dans les modèles de crise bancaire de Burnside *et al* (2001, 2002) ou Jeanne et Wyplosz (2001). L'érosion de la richesse nette peut aussi conduire à un rationnement du crédit pour les entreprises domestiques ou l'État, comme dans les modèles de Aghion *et al* (2000, 2001), Céspedes *et al* (2002), Jeanne et Zettelmeyer (2002), Krugman (1999).

D'une manière générale, le pouvoir stabilisateur de la politique monétaire est réduit quand les agents domestiques sont endettés en monnaie étrangère (Aghion *et al*, 2000 ; Bacchetta, 2000; Jeanne et Wyplosz, 2001). Les autorités sont prises dans un dilemme entre hausser les taux d'intérêt élevés et laisser la monnaie se déprécier, deux options qui sont toutes deux dommageables pour l'économie.

### *Crise bancaire*

Comme le montrent Kaminsky et Reinhart (1999) dans leur étude des « crises jumelles », l'association entre crise de change et crise bancaire ne date pas de la crise asiatique. Les liens entre crise bancaire et crise de change sont modélisés dans un certain nombre d'articles récents. Chez Chang et Velasco (2000), par exemple, une ruée sur les dépôts en dollar dans les banques domestiques épuise les réserves de la Banque centrale qui prête en dernier ressort, ce qui provoque une crise de change. Les autorités peuvent aussi vouloir dévaluer pour limiter les conséquences réelles de la crise financière et stimuler l'économie, (Jeanne et Wyplosz, 2001). Par ailleurs, la perte de production provoquée par la crise bancaire peut impliquer une dépréciation du taux de change réel d'équilibre, qui résulte en une crise de change dans la mesure où personne n'anticipe que l'ajustement nécessaire prendra la forme d'une déflation domestique.

La crise bancaire peut aussi dégénérer en crise de la dette souveraine dans la mesure où le coût (souvent très élevé) du sauvetage des banques est financé par des emprunts d'État. Chez Burnside *et al* (2002), par exemple, la crise bancaire augmente la dette publique à un niveau insoutenable, d'où une crise de la dette souveraine qui se résout en monétisation.

### *Crise de la dette souveraine*

Les autorités peuvent être tentées de résoudre la crise de la dette publique par la monétisation, ce qui crée des pressions sur le change (Obstfeld, 1994 ; Burnside *et al*, 2002). Par ailleurs, la baisse du prix des obligations d'État fragilise le système bancaire si les banques domestiques détiennent beaucoup de dette publique à leur actif (comme c'était



le cas en Argentine). Le défaut souverain donne mauvaise réputation au pays (Cole et Kehoe, 1998) ; elle peut ainsi susciter la crainte d'une expropriation et une fuite des capitaux.

### *Fuite des capitaux*

Il semble aller de soi qu'une crise de change, une crise bancaire ou de la dette souveraine provoque une fuite des capitaux. Cela ne doit pas faire oublier qu'inversement, la fuite des capitaux est en soi une source de problèmes. En particulier, une fuite des capitaux réduit la demande domestique, ce qui fragilise tous les agents domestiques à la fois - les entreprises et les ménages, les banques qui leur ont prêté et l'État qui voit ses recettes fiscales diminuer<sup>2</sup>. Paradoxalement, l'impact négatif d'une fuite des capitaux sur la demande domestique est une question qui a été relativement négligée dans la littérature théorique. Une théorie keynésienne des crises financières internationales (par opposition aux modèles plus fischériens dont on trouve de nombreux exemples dans la littérature récente) reste à développer (Calvo, 1998).

La multiplicité et la réciprocity des causalités représentées sur le graphique n°2 a deux conséquences. Premièrement, ces mécanismes de propagation amplifient l'impact des chocs exogènes. Un choc localisé peut provoquer une crise généralisée après avoir réverbéré dans toute l'économie. Dans un environnement de grande mobilité internationale du capital, les économies émergentes sont fragilisées par des facteurs de vulnérabilité qui leur sont propres, notamment des structures financières souvent marquées par de la dette à court terme et en monnaie étrangère ainsi que des politiques macroéconomiques qui souffrent d'un déficit chronique de crédibilité.

Deuxièmement, les pays émergents peuvent être vulnérables à des chocs d'anticipation purs. Les nouveaux modèles de crises financières internationales ont génériquement des équilibres multiples à cause des circularités multiples qui apparaissent sur le graphique n° 2 (c'est le cas par exemple de Burnside *et al.*, 2002 ; Jeanne et Wyplosz, 2001 ; Schneider et Tornell, 2001). Par exemple, un accès de spéculation contre la monnaie domestique peut déclencher une réaction en chaîne qui justifie *a posteriori* l'inquiétude des investisseurs et la poursuite de la spéculation. On peut aussi imaginer un scénario où les investisseurs, pris de panique, retirent leur capital et créent ainsi eux-mêmes les problèmes qu'ils redoutaient. Ce type de circularité peut rendre les pays émergents vulnérables à des changements d'humeur du marché sans véritables fondements économiques. La mobilité des capitaux contribue à ce problème, dans la mesure où elle rend les flux de capitaux très sensibles aux changements d'anticipation.



### CONTAGION INTERNATIONALE

Les crises touchant les pays émergents ont tendance à se propager rapidement d'un pays à l'autre, parfois entre des pays ayant très peu en commun, comme dans le cas de la contagion de la Russie au Brésil en 1998<sup>3</sup>. Ce type de contagion semble difficile à expliquer purement par des liens commerciaux ou par une analogie objective entre les pays touchés par la crise. Elle semble impliquer une fragilité systémique.

La contagion internationale peut tout d'abord être interprétée à partir des fragilités domestiques dont j'ai parlées précédemment, qui sont aussi systémiques dans la mesure où elles sont rendues possibles par un système financier international caractérisé par une grande mobilité des capitaux. Dans la mesure où les économies des pays émergents sont vulnérables à de petits chocs, la crise peut se propager de l'un à l'autre sans qu'il y ait nécessairement de lien mécanique très fort entre elles. La limite de ce raisonnement est atteinte avec les modèles d'équilibres multiples. La contagion peut alors s'expliquer comme le passage simultané du bon équilibre au mauvais équilibre dans plusieurs pays qui n'auraient rien d'autre en commun que d'être vulnérable à la spéculation autoréalisatrice (Masson, 1999).

6

Une autre approche, proposée notamment par Guillermo Calvo, tente d'expliquer la contagion internationale par des canaux plus financiers. Selon cette approche, les centres financiers internationaux peuvent propager la crise entre les pays à la périphérie du système, ou même être une source autonome de chocs. Les investisseurs étrangers ont tendance à grouper les pays émergents dans une même classe de risque, et ne se livrent pas nécessairement à une analyse détaillée du risque pays par pays (Calvo et Mendoza, 2000). Dans ce contexte, une mauvaise nouvelle sur un pays peut rejaillir négativement sur les autres pays appartenant à la même classe, même s'ils ont en fait peu en commun. Calvo (1999) présente un modèle de la contagion de la crise russe au Brésil qui repose sur un mécanisme différent. Les investisseurs doivent vendre des obligations brésiliennes, suite à des pertes sur leurs obligations russes. Cela fait baisser le prix des obligations brésiliennes, provoquant une crise au Brésil<sup>4</sup>.

Wall Street pourrait être, non seulement un vecteur de propagation, mais aussi une source de chocs. Les flux de capitaux vers les pays émergents sont caractérisés par des dynamiques de *boom* et *bust* qui sont difficiles à justifier en termes de fondamentaux économiques, un phénomène dont on voit des exemples dans bien d'autres marchés financiers. Ainsi Wall Street pourrait être une source de chocs corrélés entre des pays n'ayant pour point commun que d'appartenir à la même classe de risque. D'où viennent ces dynamiques de *boom* et *bust*, et



comment les politiques économiques devraient y répondre, sont des questions encore assez mal comprises.

### *QUESTIONS EN GUISE DE CONCLUSION*

Les économistes comprennent-ils les crises financières internationales ? Cet article a pu suggérer que les théoriciens ne manquent pas d'hypothèses sur les facteurs de vulnérabilité, les chocs à l'origine des crises, et les mécanismes en jeu dans leur propagation. Certaines hypothèses ont reçu une attention toute spéciale dans les efforts de modélisation récents (le lien entre crise de change et crise bancaire, en particulier). D'autres mécanismes mériteraient plus d'attention dans la recherche future (je pense, en particulier, au lien entre fuite de capitaux et demande domestique, et au phénomène de *boom-bust* dans les flux de capitaux vers les pays émergents).

Comprendre l'essence des crises financières internationales suppose, cependant, de dépasser le stade des conjectures. Tout d'abord, on peut se demander, dans l'ensemble des causalités possibles décrites sur le graphique n°2, lesquelles sont vraiment essentielles, au sens où ce seraient elles, beaucoup plus que les autres, qui détermineraient la forme des crises financières internationales que nous observons. Une autre question est de savoir quelle est la responsabilité relative du centre et de la périphérie du système financier international dans la genèse des crises. La littérature empirique sur les crises financières internationales est riche d'enseignements sur nombre d'aspects des crises, mais elle n'établit pas de consensus en réponse à ces questions<sup>5</sup>. Ces questions sont pourtant déterminantes quand il s'agit de penser à la gestion des crises ou à la réforme de « l'architecture financière internationale ».

Il existe évidemment une certaine correspondance entre le diagnostic des crises et les remèdes préconisés. Si l'on pense que la spéculation contre les régimes de change fixe est un élément déterminant dans le déclenchement des crises financières internationales, il est naturel de faire reposer ses espoirs sur l'adoption de régimes de change plus flexibles par les pays émergents. C'est d'ailleurs le sens dans lequel a évolué le discours des Institutions financières internationales (Fischer, 2001). Si, en revanche, l'origine des crises est attribuée à des déséquilibres budgétaires ou des fragilités bancaires, on recommandera aux pays émergents une rigueur accrue dans leur politique budgétaire et leur régulation bancaire. Finalement, si l'on croit à une instabilité intrinsèque des flux internationaux de capitaux, l'application, même rigoureuse, des recommandations précédentes pourrait ne pas suffire à protéger les pays émergents des crises financières internationales - et il serait alors difficile d'éviter de chercher la solution du côté de restrictions dans la mobilité des capitaux. La manière correcte d'envisager le problème est



peut-être une combinaison des approches précédentes, mais la question se pose alors de savoir comment établir les priorités. On peut espérer que la recherche sur les crises financières internationales progressera de manière à faire reposer l'étude de ces questions sur une base empirique plus solide.

### NOTES

1. Selon Eichengreen et Hausmann (1999) la dette en monnaie étrangère constitue le « péché originel » de la finance internationale. Une question importante est de savoir pourquoi les pays émergents présentent ce type de vulnérabilité ; sur ce point voir Jeanne (2002) et Tirole (2002).
2. Martin et Rey (2002) présentent un modèle dans lequel une sortie de capitaux peut devenir auto-réalisatrice parce qu'elle réduit la demande pour les actifs financiers domestiques.
3. Le thème de la contagion n'était pas absent de la littérature antérieure ; voir par exemple Buitier *et al* (1998) sur la crise du SME de 1992-1993.
4. Chez Calvo (1999), les investisseurs vendent pour faire face à des appels de marges, et l'impact sur le prix est magnifié par une asymétrie d'information. Chez Kodres et Pritzker (2002), cet effet vient d'un rééquilibrage de portefeuille.
5. Cartapanis (2002) passe en revue la littérature empirique.

### BIBLIOGRAPHIE

- AGHION P., BACCHETTA P. et BANERJEE A. (2000), « A Simple Model of Monetary Policy and Currency Crises » *European Economic Review* 44, pp. 728-738.
- AGHION P., BACCHETTA P. et BANERJEE A. (2001), « Currency Crises and Monetary Policy in an Economy with Credit Constraints » *European Economic Review* 45 N° 7, pp. 1121-1150.
- ALLEN M., ROSENBERG C., KELLER C., SETSER B. et ROUBINI N. (2002), « A Balance Sheet Approach to Financial Crisis », IMF Working Paper 02/210.
- BACCHETTA P., (2000), « Monetary Policy with Foreign Currency Debt » mimeo, Study Center Gerzensee, February.
- BUITIER W., CORSETTI G. et PESENTI P. (1998), « Interpreting The ERM Crisis: Country-Specific and Systemic Issues », *Princeton Studies In International Finance* N° 84.
- BURNSIDE C., EICHENBAUM M. et REBELO S. (2001), « Prospective Deficits and the Asian Currency Crisis » *Journal of Political Economy* vol. 109(6), pp. 1155-97.
- BURNSIDE C., EICHENBAUM M. et REBELO S. 2001, « Hedging and Financial Fragility in Fixed Exchange Rate Regimes » *European Economic Review* Vol. 45, N° 7, pp. 1151-93.
- CALVO G., (1998), « Capital Flows and Capital-Market Crises: the Simple Economics of Sudden Stops », *Journal of Applied Economics*, vol.I, N°1, pp. 35-54.

- CALVO G., (1999), « Contagion in Emerging Markets: when Wall Street is a carrier », mimo, Université du Maryland, Département d'économie.
- CALVO G., et MENDOZA E. (2000), « Rational Contagion and the Globalization of Securities Markets », *Journal of International Economics*, 79-113.
- CARTAPANIS A., (2002), « Le déclenchement des crises de change: qu'avons-nous appris depuis dix ans ? », à paraître dans *Économie Internationale*.
- CESPEDES L. F., CHANG R., et VELASCO A. (2002), « Dollarization of Liabilities, Net Worth Effects and Optimal Monetary Policy » in Sebastian Edwards et Jeffrey A. Frankel (eds.), *Preventing Currency Crises in Emerging Markets*, NBER Conference Report, Chicago: The University of Chicago Press, pp. 559-600.
- CHANG R. et VELASCO A. (2000), « Liquidity Crises in Emerging Markets: Theory and Policy » in *NBER Macroeconomics Annual 1999*, Ben S. Bernanke et Julio Rotemberg (eds.), Cambridge, Massachusetts: MIT Press.
- COLE H. R. et KEHOE P. J. (1998), « Models of Sovereign Debt: Partial versus General Reputation », *International Economic Review* vol. 39 (1), 55-70.
- EICHENGREEN B. et HAUSMANN R. (1999), « Exchange Rates and Financial Fragility » NBER Working Paper N° 7418.
- FISCHER S., (2001), « Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct ? », *Journal of Economic Perspectives* vol. 15, N° 2.
- JEANNE O., (2002), « Why Do Emerging Economies Borrow in Foreign Currency ? », présenté à la conférence « Currency and Maturity Mismatching: Redeeming Debt From Original Sin », Banque interaméricaine de développement (Washington D.C.)
- JEANNE O., et WYPOLOSZ C. (2001), « The International Lender of Last Resort: How Large is Large Enough? », NBER Working Paper N° 8381, à paraître dans Michael P. Dooley et Jeffrey A. Frankel, eds., *Managing Currency Crises in Emerging Markets*, The University of Chicago Press.
- JEANNE O., et ZETTELMAYER J. (2002), « Original Sin, Balance Sheet Crise and the Role of International Lending », IMF Working Paper 02/234.
- KAMINSKY G.L. et REINHART C.M. (1999), « The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems », *American Economic Review* vol.89 N° 3, 473-500.
- KODRES L. et PRITSKER M. (2002), « A Rational Expectations Model of Financial Contagion », *Journal of Finance* vol. 57 N° 2, 768-99.
- KRUGMAN R., (1999), « Balance Sheets, The Transfer Problem, and Financial Crises » in Peter Isard, Assaf Razin, et Andrew K. Rose (eds.), *International Finance and Financial Crises: Essays in Honor of Robert P. Flood, Jr.*, Washington D.C.: International Monetary Fund, pp. 31-44.
- MARTIN P., et REY H. (2002), « Financial Globalization and Emerging Markets: With or Without Crash? », NBER Working Paper N° 9288.
- MASSON P., (1999), « Contagion: Macroeconomic Models with Multiple Equilibria », *Journal of International Money and Finance* vol. 18(4), pp. 587-602.
- OBSTFELD M., (1994), « The Logic of Currency Crises », *Cahiers Économiques et Monétaires*, N° 43, pp. 189-213.
- SCHNEIDER M. et TORNELL A. (2001), « Boom Bust Cycles and the Balance Sheet Effect » mimeo (revised version of « Balance Sheet Effects, Bailout Guarantees, and Financial Crises » NBER Working Paper N° 8060).
- SUMMERS L., (2000), « International Financial Crises: Causes, Prevention, and Cures », *American Economic Review*, Papers and Proceedings of the 112th Annual Meeting of the American Economic Association, 1-16.
- TIROLE J., (2002) *Financial Crises, Liquidity, and the International Monetary System*, Princeton University Press.

