

Prêts bancaires internationaux aux économies émergentes: l'évolution irrégulière des années 90¹

Dans les années 90, l'activité des marchés financiers mondiaux s'est notamment distinguée par l'essor remarquable des prêts bancaires internationaux aux pays en développement, puis par leur brusque contraction après la crise financière asiatique du deuxième semestre 1997. L'ampleur des flux de capitaux et leur inversion ont inspiré une multitude de travaux depuis le début du mouvement, mais relativement peu d'auteurs ont examiné les déterminants du crédit bancaire international, une des composantes majeures de ces flux². La présente étude analyse de manière approfondie les éléments qui ont influencé l'évolution des créances des banques déclarantes sur les principales économies émergentes d'Amérique latine et d'Asie. Elle se fonde sur l'hypothèse que les flux de prêts sont généralement induits par les données économiques fondamentales, mais que, parfois, d'autres facteurs peuvent aussi intervenir. Les résultats préliminaires confirment la validité de la méthodologie réputée distinguant influences externes (effets d'incitation) et internes (effets d'attraction). Un examen plus poussé laisse penser que le régime de change a pu jouer un rôle.

Toute hausse peut s'inverser

Les prêts bancaires internationaux aux pays en développement ont fortement progressé entre fin 1990 et fin 1997, en particulier pour l'Asie, mais aussi pour l'Amérique latine et l'Europe orientale (graphique 1). Les concours à l'Afrique et au Moyen-Orient (absents du graphique) ont, en revanche, pratiquement stagné³.

Forte progression
du crédit
bancaire ...

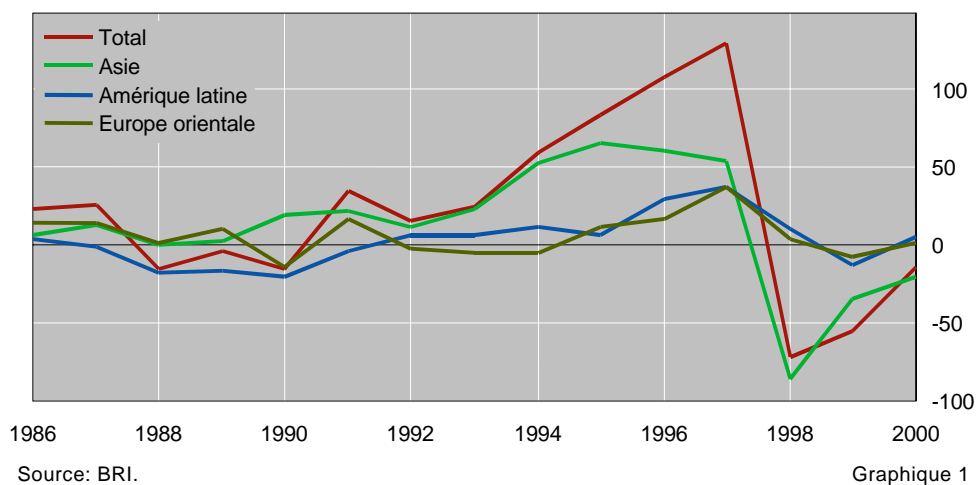
¹ Les auteurs remercient Florence Béranger et Philippe Hainaut pour leur aide dans la collecte et la préparation des données. Les points de vue exprimés dans la présente étude sont ceux des auteurs et ne reflètent pas nécessairement ceux de la BRI.

² Deux exceptions notables: Buch (2000) et Goldberg (2001).

³ Le thème général de la mondialisation de l'activité bancaire est traité dans l'étude précédente.

Prêts bancaires aux économies émergentes

Variation d'encours, en milliards de dollars EU



... surtout à court terme

L'augmentation des prêts a principalement porté sur le court terme (graphique 2), ce qui a été imputé à plusieurs éléments: essor des crédits commerciaux; libéralisation des secteurs financiers; ouverture de places franches; avantage du compartiment court pour la surveillance et la gestion des expositions internationales; possibilités d'«arbitrage» créées localement par la conjugaison de taux d'intérêt nominaux élevés et de cours de change (pratiquement) fixes⁴. La nature du dispositif de réglementation a également été citée comme facteur favorable⁵.

Prédominance des crédits courts pour l'Asie

C'est pour l'Asie que la part des prêts à court terme a été la plus importante, en raison de l'expansion rapide des systèmes bancaires locaux et extraterritoriaux ainsi que, peut-être, de l'«arbitrage» sur taux d'intérêt pratiqué par les banques internationales. En Amérique latine, elle a aussi augmenté, mais à partir d'un niveau initial moins élevé: la proportion de prêts à long terme y était supérieure du fait des concours au secteur public et des accords de rééchelonnement de dette.

Expansion notable de l'activité des prêteurs européens ...

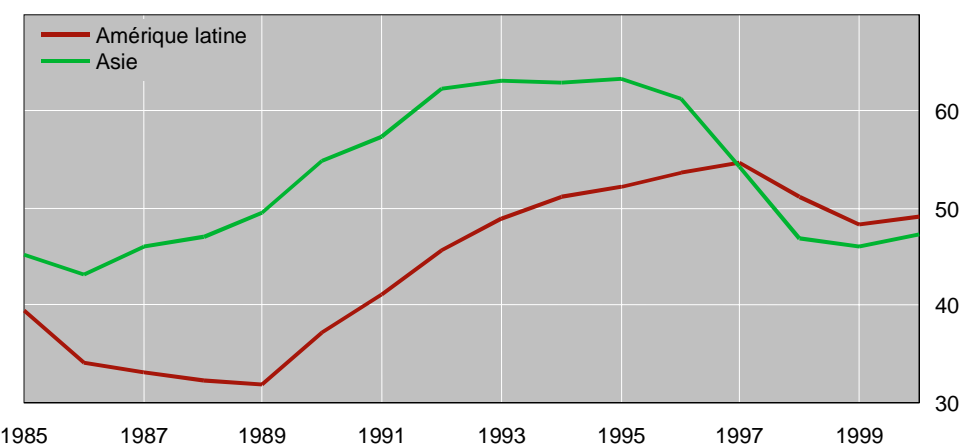
Il convient également de noter la vive progression des prêts des banques européennes (graphique 3), attribuée, en particulier pour l'Amérique latine et l'Asie, à leur désir d'élargir leurs marchés hors de leurs zones d'influence habituelles (Afrique, Europe orientale et Moyen-Orient), à la faible rentabilité de leurs activités bancaires traditionnelles dans une conjoncture morose et au

⁴ Bien que désignées sous le terme d'«arbitrage», les stratégies spéculatives sur taux d'intérêt sont, par définition, dénuées de risque. Pour un examen approfondi de cette question, voir Moreno *et al.* (1998).

⁵ L'accord de Bâle sur les fonds propres de 1988 aurait encouragé les prêts à court terme aux pays en développement, puisque, pour le calcul de l'adéquation des fonds propres, les créances bancaires internationales jusqu'à un an sur les pays hors OCDE sont assorties d'une pondération de risque égale à 20%, tandis que celle des prêts à moyen terme est de 100%. Un groupe de travail du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (1999) n'a pas trouvé d'éléments confirmant cette hypothèse.

Prêts bancaires aux économies émergentes: répartition par échéance

Prêts à court terme¹, en % du total



¹ Échéance résiduelle inférieure ou égale à 1 an.

Source: BRI.

Graphique 2

fait que les entreprises de la région ont intensifié leurs investissements directs étrangers et leurs échanges extérieurs⁶. Fin 1997, ces banques affichaient les plus fortes expositions envers les marchés émergents et la plus large diversification géographique.

Par comparaison, les banques nord-américaines n'ont guère prêté davantage, leur prudence découlant sans doute de la détérioration radicale de leurs bilans par leurs créances douteuses sur l'Amérique latine, au début des années 80. Après avoir renforcé leurs crédits à cette région entre 1992 et 1994, elles les ont à nouveau réduits lorsque la crise mexicaine de fin 1994 a entraîné des cessions massives de titres du Trésor mexicain à court terme et à haut rendement («effet tequila»). Par la suite, les banques des États-Unis ont accordé peu de fonds à l'Amérique latine, privilégiant des régions jusque-là négligées (Afrique, Asie, Europe orientale et Moyen-Orient).

Les banques japonaises ont eu un comportement tout à fait différent. Leur part des créances mondiales, initialement élevée et en hausse au début des années 90, n'a cessé de diminuer par la suite. Des pertes croissantes sur prêts internes conjuguées à l'exigence d'un renforcement de leurs ratios de fonds propres les avaient rendues plus réticentes à l'égard des crédits internationaux. Après un retour en 1994-95 (essentiellement au profit de l'Asie), elles se sont à nouveau détournées de cette activité lors de l'apparition d'une prime significative sur leurs ressources - liée aux préoccupations grandissantes sur la solidité du système financier nippon. Octroyant près de

... plus modeste pour les banques nord-américaines ...

... mais repli pour les prêteurs japonais

⁶ S'agissant des banques allemandes, leur faible rentabilité pourrait également s'expliquer par l'âpre concurrence des établissements du secteur public qui, soutenus par l'État, ont bénéficié d'une bonne notation et accédé ainsi à des financements plus avantageux.

80% de leurs prêts transfrontières aux résidents d'Asie, elles sont plus exposées que tout autre groupe national à l'égard de cette région.

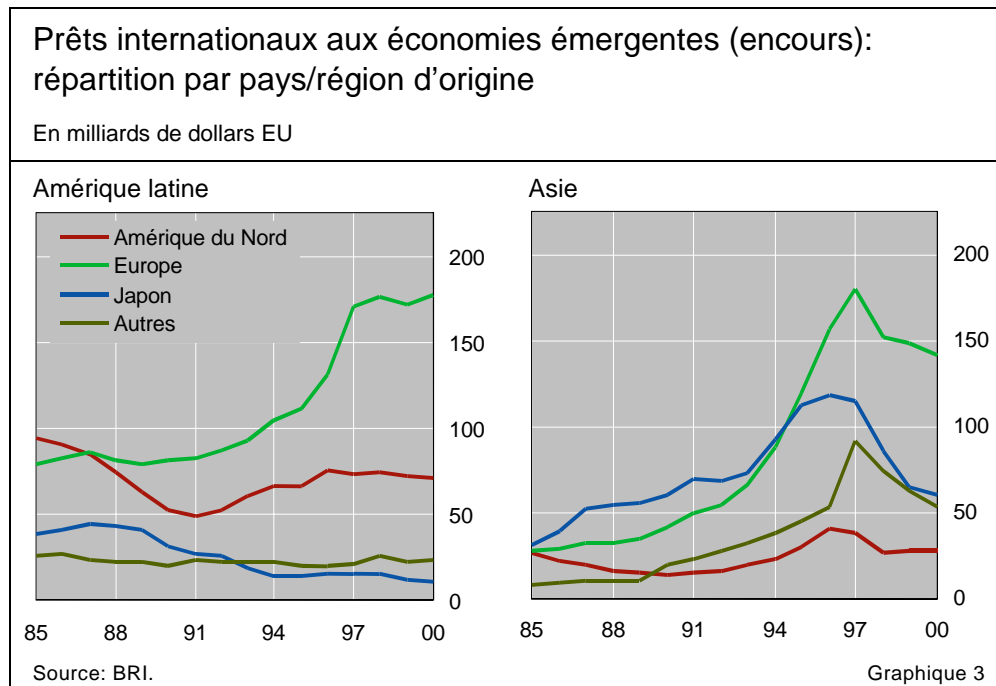
Réduction
des prêts à l'Asie
d'abord, fin 1997 ...

La crise asiatique de juillet 1997 a entraîné une dégradation des conditions internationales. Malgré le niveau record des encours de crédits aux économies émergentes en fin d'année, le repli avait déjà commencé. Dès le deuxième semestre, les banques se sont empressées de réduire leurs créances sur l'Asie (essentiellement par le refus de renouveler les prêts à court terme), continuant néanmoins de renforcer leur exposition à l'égard de l'Amérique latine et de l'Europe orientale au premier semestre 1998. À partir du second, en revanche, elles se sont désengagées de toutes les régions (Afrique et Moyen-Orient exceptés) après le moratoire russe. Ce retrait résultait à la fois d'une réticence accrue des prêteurs et d'une diminution de la demande, en particulier en Asie, où la présence d'excédents courants, le désendettement des entreprises et les investissements sous forme de participations atténuaient les besoins de financements extérieurs. Globalement, le crédit bancaire international s'est sensiblement contracté à partir de fin 1997; l'Asie en a le plus souffert, mais les prêts aux autres régions ont stagné. Cette activité n'a pas redémarré depuis.

... puis
désengagement
plus général

Les crises récentes
soulignent la
volatilité du
crédit bancaire

Les crises financières récentes ont ébranlé les opinions acquises sur la stabilité relative de divers flux de capitaux. Longtemps, les prêts bancaires ont été réputés plus stables que les financements par émission de titres, puisqu'ils s'y substituent en période de crise (Banque mondiale (2000, 2001)): les banques prêteuses, ne pouvant aisément revendre ces créances sur le marché secondaire (Sarno et Taylor (1999)), accordent davantage d'importance aux données économiques fondamentales. Pourtant, la part croissante des prêts



Flux de capitaux privés nets vers les économies émergentes											
	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Total	42,8	97,4	107,0	128,6	142,3	211,4	224,7	115,2	66,2	67,4	36,4
<i>dont:</i>											
Investissement direct	19,0	32,2	35,7	57,9	81,0	95,8	119,5	141,3	151,6	154,6	141,9
Investissement de portefeuille	-0,9	25,1	62,7	76,8	105,0	41,4	79,6	39,4	0,3	4,8	17,3
Autres ¹	24,6	40,1	8,5	-6,1	-43,7	74,2	25,6	-65,6	-85,6	-91,9	-122,8

¹ Y compris prêts bancaires.

Source: FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*. Tableau 1

bancaires à court terme dans la première moitié des années 90 a sérieusement mis en doute cette stabilité présumée, car elle a permis aux banques de réduire rapidement leur exposition (tableau 1). Ces fermetures de lignes de crédit ont contribué à accentuer la volatilité des marchés durant la crise asiatique, créant de graves difficultés pour les pays de la région.

Cadre d'analyse

L'ampleur des flux de capitaux vers les économies émergentes depuis le début des années 90 et l'importance de leur repli après 1997 ont suscité de nombreuses analyses sur les déterminants de ces flux. Les deux tendances ont été attribuées aux interactions entre divers facteurs: a) modification de la conjoncture mondiale; b) évolution des données fondamentales dans les pays destinataires; c) comportement grégaire des prêteurs; d) place croissante des opérations de titrisation et des investisseurs institutionnels; e) libéralisation des mouvements de capitaux et du secteur financier dans les économies émergentes; f) sous-évaluation du risque, liée aux garanties officielles implicites ou explicites⁷.

Les études théoriques ont envisagé une large gamme de déterminants possibles. Pour leur part, les travaux empiriques ont le plus souvent adopté un cadre d'analyse distinguant influences externes (facteurs d'incitation) et internes/régionales (facteurs d'attraction) (Calvo *et al.* (1993), Chuhan *et al.* (1998), Fernandez-Arias (1996), Montiel et Reinhart (1999)).

Les facteurs externes échappent au contrôle du pays emprunteur. Ils recouvrent des éléments structurels et conjoncturels incitant les prêteurs et investisseurs des principaux marchés financiers à pratiquer une diversification internationale de leurs portefeuilles. Ils agissent surtout en atténuant temporairement l'attrait des actifs des pays industriels (baisse de la rentabilité du capital ou dégradation de l'économie). L'aléa moral intervient également, puisque les garanties implicites ou explicites fournies par l'État dans le pays

Abondance des travaux sur les déterminants des flux de capitaux ...

... distinguant facteurs externes et internes

Les facteurs externes sont indépendants des pays emprunteurs

⁷ La présente étude s'intéresse principalement aux deux premiers éléments.

Les facteurs internes relèvent des politiques et résultats

prêteur ou par une institution financière internationale peuvent conduire à sous-évaluer le risque associé aux emprunteurs des économies émergentes⁸.

Les facteurs internes, généralement liés aux politiques et résultats économiques dans les pays en développement, agissent en laissant anticiper une amélioration durable de la relation risque-rendement (augmentation du rendement ou diminution du risque) pour les projets d'investissement. Ils correspondent, par exemple, à une orientation globale plus favorable de l'action macroéconomique (stabilisation de l'inflation conjuguée à un ajustement budgétaire, mesures stimulant à court terme la rentabilité escomptée des actifs financiers, réformes institutionnelles destinées à accroître l'ouverture des marchés des capitaux, etc.).

Si, en majorité, les analyses de la première moitié des années 90 concluent à l'influence déterminante des taux d'intérêt et de la conjoncture aux États-Unis, les études ultérieures ne parviennent généralement pas à confirmer cette relation (par exemple, Banque mondiale (1997)).

Les études soulignent la complémentarité de ces facteurs

Les travaux récents soulignent plutôt la complémentarité des facteurs d'incitation et d'attraction, les premiers conditionnant le déclenchement et l'ampleur des flux et les seconds leur direction (Montiel et Reinhart (1999), Dasgupta et Ratha (2000)). Certains chercheurs comme Eichengreen et Mody (1998) ont cependant émis des réserves, observant qu'une étude des déterminants devait envisager l'incidence des facteurs externes sous l'angle de la tarification et des volumes.

Quelques études ont utilisé d'autres méthodologies, notamment le modèle gravitationnel (Gosh et Wolf (2000), Portes *et al.* (2001)) postulant généralement que les flux financiers, tout comme les courants d'échanges, sont fortement conditionnés par la distance et l'importance économique relative, paramètres représentatifs respectivement des asymétries d'information et du niveau de développement.

Pour résumer, l'opinion dominante au début des années 90 voulait que les flux de capitaux vers les marchés émergents dépendent de facteurs conjoncturels, tandis que les travaux de la fin de la décennie y ajoutent l'action de forces structurelles (intégration financière mondiale, par exemple) et décrivent une dynamique plus complexe.

Incitation ou attraction?

Action simultanée des facteurs d'incitation et d'attraction

Comme l'indique l'encadré ci-après, l'équation de base montre que les deux séries de facteurs ont influé sur le crédit bancaire international durant la période considérée (1985-2000). Par rapport aux travaux antérieurs sur les flux de capitaux internationaux vers les marchés émergents, nos conclusions s'écartent généralement des résultats anciens et se rapprochent des plus récents.

⁸ L'assurance des dépôts dans les pays prêteurs et les garanties implicites sous forme de parité fixe dans les pays emprunteurs sont des exemples de facteurs d'incitation/d'attraction de nature institutionnelle.

L'examen des facteurs d'incitation indique une faible corrélation positive entre l'économie réelle des grandes nations industrielles et le crédit bancaire international; elle résulte de la conjonction d'une forte croissance dans les principaux pays prêteurs dans les années 90 (à l'exception notable du Japon) et d'importants flux de prêts jusqu'à fin 1997⁹. Il est donc tentant de conclure qu'une activité vigoureuse dans ces pays, laissant augurer des retombées favorables pour les économies émergentes, incite les bailleurs de fonds à augmenter leurs expositions transfrontières. Or, cela contredit l'hypothèse d'auteurs comme Calvo *et al.* (1993) ou Hernandez et Rudolph (1995), pour lesquels c'est la décélération de l'activité dans les grands pays prêteurs qui conduit leurs banques à chercher des débouchés extérieurs.

Faible corrélation entre PIB des pays prêteurs et flux bancaires ...

Par ailleurs, divers éléments suggèrent une corrélation positive entre taux d'intérêt réels dans les pays prêteurs et flux de capitaux vers les marchés émergents. Cela contredit aussi des travaux plus anciens, selon lesquels un ralentissement conjoncturel dans les pays développés, annonciateur d'une baisse des rendements intérieurs (représentés par les taux courts réels), inciterait les banques à rechercher les rémunérations plus attractives offertes par les actifs des économies émergentes. D'après les estimations tirées de l'étude, les flux de prêts ont moins résulté de cet effet de diversification que de la confiance des investisseurs internationaux misant sur les retombées positives d'une croissance robuste dans les pays prêteurs. Bien que la vigueur de l'activité ait poussé à la hausse les taux d'intérêt réels, les flux de prêts sont restés élevés pendant la majeure partie des années 90. En outre, les crises financières de la fin de la décennie ont entraîné un tarissement des concours bancaires et une réduction des taux directeurs dans les principaux pays prêteurs, ce qui contribue aussi à expliquer la relation positive entre taux d'intérêt et prêts.

... mais impact très positif de leurs taux d'intérêt réels

Le crédit international paraît sensible à l'attitude des prêteurs à l'égard du risque. Dans l'équation, elle est mesurée indirectement par la prime de risque sur obligations d'entreprises américaines notées BBB: une augmentation traduit une aversion accrue, systématiquement associée à une contraction des flux de prêts. Il convient cependant de préciser que l'accroissement de la prime ne résulte pas nécessairement d'un changement d'attitude par rapport au risque: il peut aussi refléter une forte hausse du risque de défaillance liée à un ralentissement économique dans les pays prêteurs¹⁰.

L'attitude des prêteurs à l'égard du risque joue également un rôle

Pour les facteurs d'attraction, les résultats obtenus concordent globalement avec les travaux antérieurs. Le commerce bilatéral entre prêteurs et emprunteurs est une variable significative. La corrélation positive entre commerce et crédit bancaire peut s'expliquer par le fait que le financement des

Le développement du commerce favorise l'essor du crédit ...

⁹ Certaines études se sont également fondées sur l'écart de PIB dans les pays industriels, mais il apparaît que cette variable était fortement corrélée avec les taux courts réels. Pour éviter tout problème de colinéarité, un filtre Hodrick-Prescott a été utilisé pour décomposer le PIB réel.

¹⁰ Certains auteurs ont montré le caractère procyclique du risque de crédit. Pour un examen détaillé, voir Borio *et al.* (2001).

Méthodologie empirique et résultats des estimations

Variable dépendante

La variable dépendante est la variation des créances bancaires internationales telle qu'elle apparaît dans les statistiques bancaires consolidées BRI. Celles-ci conviennent parfaitement à l'analyse des déterminants du crédit bancaire, car elles répartissent les expositions selon la nationalité des prêteurs et emprunteurs, ce qui n'est pas le cas pour les statistiques de balance des paiements du FMI^①, ni pour le système de déclaration des pays emprunteurs de la Banque mondiale^②. Comme les données consolidées BRI retracent des encours, exprimés en dollars EU, les flux ont été obtenus par différence entre encours semestriels originaux de 1985 à 2000^③.

Pour les prêteurs, seuls les principaux ont été pris en compte (États-Unis, Japon, Royaume-Uni, Allemagne, France, Italie et Espagne); la variable dépendante à estimer était le total des concours aux économies suivantes: Argentine, Brésil, Chili, Corée, Indonésie, Malaysia, Mexique, Philippines, Thaïlande et Venezuela (soit 55% environ des crédits accordés par les prêteurs aux pays en développement à fin juin 1997, avant le point culminant de la crise asiatique).

Variables explicatives

La série de variables explicatives a été définie à partir des travaux empiriques consacrés aux flux de capitaux internationaux; l'analyse distingue facteurs d'incitation et facteurs d'attraction^④.

Facteurs d'incitation: i) Pour vérifier l'hypothèse selon laquelle le ralentissement de l'activité dans les pays prêteurs conduit leurs banques à rechercher des débouchés extérieurs, leur PIB réel global, exprimé en dollars, a servi de variable explicative. Pour éviter tout problème d'estimation lié à la non-stationnarité du PIB réel, un filtre Hodrick-Prescott a été utilisé pour décomposer les séries semestrielles. ii) La nécessité pour les banques de trouver de meilleurs rendements à l'étranger est exprimée par les taux courts réels dans les pays prêteurs, sous forme de moyenne mensuelle simple des taux nominaux à trois mois dans chacun d'eux, corrigée de l'indice local des prix à la consommation. iii) Pour déterminer l'influence éventuelle de l'attitude des prêteurs à l'égard du risque, l'équation a intégré une variable «aversion à l'égard du risque» correspondant à la différence de rendement entre obligations d'entreprises américaines notées BBB et titres du Trésor EU.

Déterminants des prêts bancaires internationaux

	Coefficient	Test de Student	Niveau de signification
PIB réel, pays prêteurs	0,07	1,63	0,10
Taux courts réels, pays prêteurs	0,22	2,84	0,00
Indicateur d'aversion à l'égard du risque ¹	- 0,30	- 5,39	0,00
Commerce bilatéral	0,36	4,77	0,00
PIB réel, économies émergentes	0,09	2,28	0,02
Volatilité du cours de change bilatéral ²	- 0,15	- 3,41	0,00
Opérations Brady	- 0,27	- 5,24	0,00
Ratio dette extérieure/PIB, économies émergentes	- 0,11	- 3,12	0,00

¹ Écart de rendement entre obligations d'entreprises BBB et titres du Trésor EU. ² Premier décalage de la variance du cours de change bilatéral. Pour cette régression, R² ajusté = 0,24; statistique de Durbin-Watson = 1,67.

① Les statistiques FMI couvrent l'intégralité des mouvements de capitaux, mais n'indiquent pas l'origine des flux.
② Les données Banque mondiale rassemblent les déclarations des pays emprunteurs sur leur dette privée à long terme non garantie et les chiffres des pays prêteurs sur leurs expositions à court terme, sans préciser non plus l'origine des crédits. ③ L'absence de répartition par monnaie empêche de calculer les variations hors effets de change; les «flux» ainsi calculés peuvent donc résulter soit d'une évolution de l'activité de prêt, soit d'une variation de change. ④ Les données relatives aux variables explicatives proviennent de trois sources: *Statistiques financières internationales* (FMI), *Global development finance* (Banque mondiale) et statistiques communes Banque mondiale-BRI-FMI-OCDE sur la dette extérieure.

Facteurs d'attraction: i) Le financement du commerce constitue l'un des principaux moteurs de l'expansion des prêts internationaux. Une variable «commerce bilatéral» additionne les chiffres trimestriels des échanges commerciaux de tous les pays prêteurs vers chacun des pays emprunteurs, puis les cumule en séries semestrielles. ii) La croissance dans les économies émergentes, qui peut constituer un signal positif pour les créanciers si elle est forte ou en hausse, est représentée par la valeur en dollars du PIB réel des emprunteurs, dont on a éliminé l'effet de tendance en utilisant un filtre Hodrick-Prescott. Les données trimestrielles n'étant pas disponibles pour tous les pays, des séries semestrielles ont été reconstituées par interpolation linéaire des chiffres annuels. iii) La volatilité du cours de change bilatéral sert d'indicateur d'instabilité financière, sous forme de variance moyenne annualisée des cours bilatéraux mensuels entre chaque emprunteur et chaque prêteur. iv) Une dette extérieure élevée est supposée entraîner une diminution du crédit bancaire. Le ratio dette extérieure/PIB a été préféré à une mesure du déficit courant pour éviter tout problème d'endogénéité. Les séries ont été obtenues, pour chaque pays emprunteur, par interpolation des ratios annuels dette/PIB. v) Enfin, l'effet des opérations Brady de réduction de la dette a été mesuré par une variable fictive pour l'Argentine, le Brésil, le Mexique, les Philippines et le Venezuela, égale à 0/1 les années où des opérations de restructuration sont absentes/présentes.

Méthodologie d'estimation

L'estimation a recouru à des techniques de données de panel. Pour éviter toute inefficience résultant d'une covariance entre flux de prêts, le modèle a été évalué en utilisant la méthode des régressions empilées[®]. En outre, pour prendre en compte les différences de poids économique entre pays ou d'amplitude des chocs, chaque variable a été normalisée en soustrayant sa valeur moyenne de sa valeur courante et en divisant le solde par l'écart type de la variable.

Résultats de base

Les estimations, présentées dans le tableau ci-avant, laissent penser que les facteurs d'incitation et d'attraction influent sur le crédit international. L'indicateur d'aversion pour le risque montre un important élément incitatif. Contrairement à ce qu'indiquaient de précédents travaux, le PIB réel et les taux courts réels dans les pays prêteurs sont apparus procycliques. Les facteurs d'attraction ont tous une incidence significative: commerce bilatéral entre pays prêteurs et emprunteurs, situation conjoncturelle dans les économies émergentes, volatilité des cours de change bilatéraux et ratio dette extérieure/PIB des économies émergentes. Pour une présentation détaillée de ces résultats, voir pages 61 à 66.

Analyse de l'incidence des régimes de change

L'étude a ensuite évalué le rôle éventuel d'autres facteurs tels que le régime de change. Dans l'équation de base, trois nouvelles variables se sont substituées à la variance des cours de change. 1) Écart de taux courts nominaux entre pays prêteurs et emprunteurs. 2) Variable représentant le régime de change, élaborée selon la méthode Calvo et Reinhart (2000) et Bailliu *et al.* (2000) en fonction de trois catégories de change: fixe, intermédiaire et flottant. 3) Variable figurant l'interaction entre écart de taux et régime de change. Ce cadre permet d'analyser l'effet marginal de chaque facteur sur le crédit, la troisième variable exprimant la pertinence des stratégies spéculatives sur taux d'intérêt. Les résultats montrent qu'un change fixe ou strictement administré tend à attirer les capitaux, tandis qu'un cours flottant est dissuasif. Les stratégies spéculatives semblent avoir joué un rôle en présence d'un ancrage strict.

Divers autres tests ont été effectués, notamment pour savoir si les créances à court et à long terme réagissaient différemment, s'il existait une asymétrie entrées/sorties et si un effet d'entraînement était perceptible. L'étude Jeanneau et Micu (2002) analyse ces aspects en détail.

[®] Avec l'estimateur des moindres carrés généralisés proposé par Zellner (1962).

échanges constitue l'un des principaux moteurs de l'expansion des prêts internationaux. En outre, des relations commerciales plus étroites contribuent à réduire les éventuelles asymétries d'information entre prêteurs et emprunteurs, renforçant cet effet.

... comme l'accélération de la croissance dans les pays emprunteurs ...

La corrélation positive constatée entre progression de l'activité dans les économies émergentes et prêts bancaires internationaux découle pour l'essentiel de deux processus: premièrement, un mieux ou une hausse de la consommation, de l'investissement et des échanges commerciaux tend à attirer de nouveaux prêts. Deuxièmement, l'amélioration des perspectives économiques conduit à une évaluation plus favorable du risque-pays. Encore faut-il que le rythme de croissance apparaisse durable (paramètre qui n'est pas pris en compte).

... tandis que la volatilité de change lui est défavorable

La volatilité du cours de change nominal dans les pays emprunteurs a eu un effet dissuasif sur le crédit¹¹, ce qui n'est guère surprenant, puisqu'elle reflète vraisemblablement une situation d'instabilité ou des turbulences financières. En particulier, une forte exposition de change accroît la fragilité des systèmes bancaires des économies émergentes.

Rôle significatif des opérations de réduction de dette

La variable fictive représentant les opérations de réduction de dette constitue un facteur explicatif du crédit total. Pourtant, cela ne signifie pas que les «opérations Brady» diminuent les flux bancaires; par les annulations de créances qu'elles entraînent, elles font apparaître des flux en baisse ou négatifs en termes de variation d'encours.

Effet de freinage d'une dette extérieure importante

Comme prévu, une dette extérieure importante dans une économie émergente induit une contraction du crédit bancaire¹². Le ratio dette extérieure/PIB constitue une mesure fondamentale de la solvabilité. La crise de la dette dans les pays moins développés au début des années 80, puis les difficultés plus récentes des économies émergentes, ont sensiblement modifié l'évaluation du risque-pays par les banques, tempérant fortement leur enthousiasme pour les prêts aux pays à rendement élevé. Les risques à ce titre sont divers: soit instauration d'un contrôle des changes ou d'un moratoire, soit autres risques politiques et sociaux comparables à une probabilité de défaut sur la dette extérieure.

¹¹ La volatilité de change peut résulter d'un important volume d'entrées ou de sorties de capitaux. Pour corriger cette éventuelle endogénéité, le premier décalage de la variance du cours a été utilisé.

¹² Le choix s'est porté sur la dette extérieure plutôt que sur le déficit courant, qui peut présenter un caractère endogène. Il constitue, en outre, un indicateur moins fiable, car sa relation au crédit n'est pas stable. En effet, en présence d'une croissance soutenue et de l'application de politiques économiques favorables, la relation devrait normalement s'inverser (c'est-à-dire qu'un solde courant négatif correspond à des flux bancaires positifs). À l'inverse, lorsque les prêteurs commencent à craindre que le déficit courant ne devienne insoutenable, le crédit bancaire peut facilement se tarir.

Rôle des régimes de change

L'équation de base permet de constater qu'une forte volatilité de change exerçait un effet négatif sur le crédit bancaire international. Certains pays ayant maintenu une parité fixe durant l'essentiel de la période considérée, il importait de déterminer si le type de régime pouvait aussi jouer un rôle.

Les pays étudiés présentent une large diversité à cet égard, plusieurs ayant rattaché implicitement ou explicitement leur monnaie à celle d'un grand pays industriel (principalement les États-Unis), tandis que d'autres ont opté pour un change variable, sous plusieurs formes (allant d'une parité glissante strictement administrée au flottement libre). Les crises financières de la deuxième moitié des années 90 ont conduit de nombreuses autorités à renoncer de facto à la fixité du cours (sauf la Malaysia, qui a instauré un tel régime, assorti d'un contrôle des changes, en 1998).

Il est intéressant d'examiner l'influence du régime de change, car la fixité du cours, en pratique, dans les pays d'Asie pouvait créer un aléa moral. Précisément, ce dispositif a pu être perçu comme une garantie implicite qui encouragerait les résidents à spéculer sur l'écart de taux, souvent important, avec l'extérieur (ou sur la flambée des prix des actifs locaux) en empruntant aux banques étrangères pour investir sur les marchés financiers domestiques¹³. Alimenter ainsi, par emprunt dans une monnaie à faible taux, des placements dans une monnaie à taux élevé en misant sur la stabilité du change constitue une stratégie spéculative dénommée «*carry trade*».

L'équation de base a été affinée afin de tester l'éventualité de cet aléa moral (pour un bref descriptif de la méthodologie, voir encadré). La nouvelle régression permet de conclure que le différentiel d'intérêt (absent du tableau de l'encadré) ne constitue pas en lui-même un facteur d'explication statistiquement significatif. Il se peut néanmoins que des investisseurs aient pris des positions sur des actifs domestiques dont le rendement anticipé n'était pas représenté par la variable écart de taux. Par ailleurs, contrairement au change flottant, les parités fixes et les ancrages stricts semblent avoir encouragé les prêts. Ces derniers, en particulier dans les pays d'Asie étudiés, auraient favorisé, d'après les tests statistiques, les stratégies spéculatives sur taux d'intérêt.

Diversité des régimes de change

Un change fixe peut avoir encouragé les prêts ...

... ce que semble confirmer l'étude

Un ancrage strict a également favorisé les stratégies spéculatives

Conclusions

La présente étude sur les facteurs d'incitation et d'attraction pouvant expliquer les flux de prêts vers les économies émergentes a cherché à exploiter les multiples informations offertes par les statistiques bancaires consolidées BRI. Cette source n'a été que partiellement utilisée par les auteurs de travaux empiriques sur les flux de capitaux internationaux, alors qu'elle se prête

¹³ Il est probable que ces stratégies concernent surtout les prêts à court terme, car les crédits à long terme dépendent davantage des données économiques fondamentales.

particulièrement à ce type d'analyse, puisqu'elle indique à la fois l'origine et la destination des financements.

Les résultats préliminaires ne recourent pas exactement les conclusions des précédents travaux, mais présentent des similitudes avec les analyses plus récentes. Ils constatent l'impact significatif des facteurs d'incitation et d'attraction. Toutefois, les données relatives au PIB réel et aux taux d'intérêt réels dans les pays prêteurs (deux des facteurs incitatifs les plus largement étudiés) montrent qu'ils exercent plutôt un effet procyclique. Une accélération de la croissance et une hausse des taux courts réels dans ces pays vont de pair avec un gonflement des flux. Pour les facteurs d'attraction, les résultats sont généralement conformes à ceux d'études antérieures.

D'autres paramètres comme le régime de change semblent aussi jouer un rôle. Des tests complémentaires montrent qu'une parité fixe ou un ancrage strict tendent à encourager le crédit, contrairement au flottement, et que les stratégies spéculatives sur taux d'intérêt exercent une incidence en présence d'un change strictement administré.

Références

Bailliu, Jeannine, Robert Lafrance et Jean-François Perrault (2000): «Exchange rate regimes and economic growth», *Revisiting the case for flexible exchange rates*, Conference proceedings, Banque du Canada.

Banque mondiale (1997): *Private capital flows to developing countries: the road to financial integration*, chapitre 2, pp. 75-149, Oxford University Press.

Banque mondiale (2000): *Global development finance*, Washington D.C.

Banque mondiale (2001): *Global development finance: building coalitions for effective development finance*, Washington D.C.

Borio, Claudio, Craig Furine et Philip Lowe (2001): «Procyclicality of the financial system and financial stability: issues and policy options», *BIS Papers*, n° 1.

Buch, Claudia M. (2000): «Information or regulation: what is driving the international activities of commercial banks?», *Kiel Working Paper*, n° 1011.

Calvo, Guillermo A., Leonardo Leiderman et Carmen M. Reinhart (1993): «Capital inflows and real exchange rate appreciation in Latin America - the role of external factors», FMI, *IMF Staff Papers*, vol. 40, n° 1, pp. 108-51.

Calvo, Guillermo A. et Carmen M. Reinhart (2000): «Fear of floating», *NBER Working Paper*, n° 7993.

Chuhan, Punam, Stijn Claessens et Nlandu Maimingi (1998): «Equity and bond flows to Latin America and Asia: the role of global and country factors», *Journal of Development Economics*, vol. 55, pp. 439-63.

Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (1999): «Supervisory lessons to be gained from the Asian crisis», *BCBS Working Papers*, n° 2.

Dasgupta, Dipak et Dilip Ratha (2000): «What factors appear to drive private capital flows to developing countries? And how does official lending respond?», *World Bank Policy Research Working Paper*, n° 2392.

Eichengreen, Barry et Ashoka Mody (1998): «What explains changing spreads on emerging market debt: fundamentals or market sentiment?», *NBER Working Paper*, n° 6408.

Fernandez-Arias, Eduardo (1996): «The new wave of private capital inflows: push or pull?», *Journal of Development Economics*, vol. 48, pp. 389-418.

Goldberg, Linda (2001): «When is US bank lending to emerging markets volatile?», *NBER Working Paper*, n° 8209.

Gosh, Swati et Holger Wolf (2000): «Is there a curse of location? Spatial determinants of capital flows to emerging markets», sous la direction d'Edwards, *Capital flows and the emerging economies*, pp. 137-56.

Hernandez, Leonardo et Heinz Rudolph (1995): «Sustainability of private capital flows to developing countries - is a generalised reversal likely?», *World Bank Policy Research Working Paper*, n° 1518.

Jeanneau, Serge et Marian Micu (2002): «The determinants of international bank lending to emerging market countries», *BIS Working Papers* (à paraître).

McCauley, Robert N., Judith S. Ruud et Philip D. Wooldridge (2002): «Mondialisation de l'activité bancaire», *Rapport trimestriel BRI*, mars, pp. 44-55.

Montiel, Peter et Carmen M. Reinhart (1999): «Do capital controls and macroeconomic policies influence the volume and composition of capital flows? Evidence from the 1990s», *Journal of Money and International Finance*, vol. 18, pp. 619-35.

Moreno, Ramon, Gloria Pasadilla et Eli Remolona (1998): «Asia's financial crisis: lessons and policy response», Asian Development Bank Institute, *Asia: responding to crisis*, pp. 1-27.

Portes, Richard, Helene Rey et Yonghyup Oh (2001): «Information and capital flows: the determinants of transactions in financial assets», *European Economic Review*, vol. 45, pp. 783-96.

Sarno, Lucio et Mark P. Taylor (1999): «Hot money accounting labels and the permanence of capital flows to developing countries: an empirical investigation», *Journal of Development Economics*, vol. 59, pp. 337-64.

Zellner, Arnold (1962): «An efficient method of estimating seemingly unrelated regressions, and tests for aggregation bias», *Journal of the American Statistical Association*, vol. 57, pp. 348-68.