



HAL
open science

Crise financière et compétitivité dans les pays d'Asie. Au-delà de la crise monétaire

Diana Hochraich

► **To cite this version:**

Diana Hochraich. Crise financière et compétitivité dans les pays d'Asie. Au-delà de la crise monétaire. Les Études du CERI, 1998, 42, pp.2-49. hal-03579323

HAL Id: hal-03579323

<https://sciencespo.hal.science/hal-03579323>

Submitted on 18 Feb 2022

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.



Distributed under a Creative Commons Attribution - NonCommercial - ShareAlike 4.0 International License

Les Études du CERI
N° 42 - juin 1998

**Crise financière et compétitivité
dans les pays d'Asie
Au-delà de la crise monétaire**

Diana Hochraich

Crise financière et compétitivité dans les pays d'Asie

Au-delà de la crise monétaire

Diana Hochraich

Les pays d'Asie traversent actuellement une période de crise bancaire et financière, consécutive à un ralentissement de la croissance et à la détérioration de leur position extérieure. Cette dernière est liée à l'infléchissement sensible de la progression de leurs exportations et, de façon plus générale, à une perte de compétitivité de leur industrie.

Considérés pendant longtemps comme à l'opposé des pays d'Amérique latine, les pays d'Asie commencent à s'en rapprocher en raison de la mise en évidence de leur fragilité financière. L'effet de contagion n'est pas négligeable, et la fiabilité financière de l'ensemble de la région est affectée par les événements observés depuis le début de l'été 1997.

Cette étude cherche à mettre en évidence les mécanismes à l'œuvre. Au-delà des phénomènes les plus apparents, on tentera de montrer les facteurs agissant à plus long terme, tels que l'effet déstabilisateur de l'entrée des capitaux sur l'équilibre monétaire et réel d'une économie émergente, et la perte de ses avantages comparatifs. *En particulier, on observe que l'instabilité financière et la vulnérabilité du secteur bancaire augmentent par suite de l'entrée massive de capitaux, si celle-ci n'est pas accompagnée d'une gestion très rigoureuse du système bancaire, étayée par des règles prudentielles strictes.*

Dans la plupart des pays émergents, la libéralisation des mouvements internationaux de capitaux — qui a ouvert la voie à l'afflux massif de capitaux étrangers — n'a pas été assortie de cette rigueur. L'abondance de crédit dans les années passées — dont

l'allocation n'a pas suivi les critères d'efficacité nécessaires — a donné lieu aujourd'hui à des poches de surproduction et à la formation de bulles spéculatives dans certaines sphères de l'activité, tel l'immobilier.

Dans un contexte où les systèmes bancaires de ces pays doivent de plus en plus subir la concurrence des banques étrangères, l'assainissement de cette situation devient impérative. Cependant, le ralentissement économique et la perte de compétitivité dans l'industrie compliquent considérablement la tâche. La situation est aggravée par le fait que la région asiatique n'est pas intégrée au niveau monétaire. Bien qu'une certaine solidarité financière existe et se soit déjà manifestée à travers la coopération des banques centrales de ces pays, il n'est pas certain que le Japon puisse jouer, vis-à-vis des pays asiatiques, le rôle que les Etats-Unis ont joué vis-à-vis du Mexique lors de la crise de décembre 1994, et cela pour trois raisons : le Japon traverse depuis plusieurs années une crise de même nature que ses voisins, la croissance y est faible et le yen n'a pas, comme monnaie de réserve, le même statut que le dollar.

Dans ce qui suit, nous présenterons une analyse de la crise et de ses causes immédiates (Première partie). La Deuxième partie présente une critique du « modèle asiatique de développement », tandis que, dans la Troisième partie, une comparaison des crises de la dette latino-américaine et asiatique permettra de dégager quelques hypothèses concernant l'évolution probable des économies asiatiques. La Quatrième partie analyse les conditions imposées par le FMI en contrepartie de son aide financière et passe en revue les différentes mesures en cours d'élaboration qui ont pour objectif de réduire les risques de crise financière au moyen de nouvelles règles prudentielles, définies plus rigoureusement. Cette dernière partie met en évidence les faiblesses du système monétaire international.

PREMIERE PARTIE : LA CRISE FINANCIERE

L'entrée massive de capitaux étrangers, due à la déréglementation intervenue depuis le milieu des années 1980, a contribué à accélérer la croissance des pays asiatiques. Ces capitaux sont couramment considérés comme un facteur de progrès, non seulement parce qu'ils desserrent la contrainte financière, mais aussi parce qu'ils sont censés être porteurs de progrès technologique. Mais, en même temps, leur afflux massif est associé à l'expansion rapide du crédit et de la masse monétaire, à une certaine surchauffe et finalement à des pressions inflationnistes, qui entraînent la détérioration de la balance courante. Ils ont tendance à avoir un impact important sur le marché des actions et de l'immobilier. Leur effet est susceptible de menacer la stabilité de ces marchés et du système financier dans son ensemble (FMI, 1995).

QUELQUES INDICATEURS DE CRISE

Lors d'une crise bancaire, les facteurs intérieurs se combinent généralement à des facteurs externes. Facteurs financiers et réels sont également associés. Par nature, l'activité bancaire est vulnérable à la perte de confiance, car sa vocation première est de convertir des dépôts à court terme en prêts à long terme. La volatilité est un des principaux facteurs qui fragilisent le système bancaire (Goldstein et Turner, 1996).

a) facteurs concernant les relations avec l'extérieur

La volatilité des termes de l'échange, auxquels sont très sensibles les recettes d'exportation, surtout lorsque les biens exportés ne sont pas très diversifiés. La volatilité des prix rend difficile la prévision des recettes et expose le pays à des risques de déficits commerciaux et courants importants, pouvant être l'une des principales causes d'une crise des paiements.

Les fluctuations des taux de change nominal et/ou réel dont la forte variabilité peut peser sur l'équilibre financier des agents intérieurs ayant contracté des emprunts à l'étranger, une dévaluation se traduisant par une augmentation de la dette exprimée en monnaie locale. Mais une surévaluation est également pernicieuse, dans la mesure où elle rend les exportations peu compétitives et favorise les importations par rapport aux produits locaux. La balance commerciale tend alors à se dégrader.

La volatilité des taux d'intérêt (ou l'écart entre taux internes et taux pratiqués sur le marché mondial) provoque des mouvements de capitaux à court terme avec l'étranger qui peuvent être la source de difficultés de paiement externe, attaques spéculatives contre la monnaie et d'une trop grande croissance de la base monétaire. En effet, lorsque les taux d'intérêt ne sont pas assez rémunérateurs, les capitaux ont tendance à sortir du pays, posant des problèmes de financement de la balance des paiements. Trop élevés, ils attirent des capitaux qui ne peuvent jamais être totalement stérilisés et favorisent ainsi une expansion trop importante de la masse monétaire. Si l'activité vient à se réduire, les emprunteurs peuvent devenir insolvables. Les agents intérieurs sont tentés de s'endetter en devises, souvent sans couverture. Ils tablent sur la stabilité du taux de change, alors que celui-ci peut subir des pressions à la baisse du fait de l'endettement extérieur et des déficits courants.

b) plusieurs facteurs de nature interne peuvent jouer

Un ralentissement de l'activité, qui provoque une diminution de la **vitesse de circulation de la monnaie**, est susceptible de créer une crise de liquidités. La hausse des taux d'intérêt qui s'ensuivrait provoquerait une diminution du prix des valeurs mobilières. Cette **diminution du prix des valeurs mobilières** est d'autant plus grave qu'elles servent souvent de caution aux prêts. Il en est de même pour les propriétés immobilières, dont la chute des prix accompagne fréquemment **les crises des liquidités**.

Une augmentation trop importante ou trop rapide de la masse monétaire (M2) peut ainsi être un des signes annonciateurs de la crise bancaire, *via* la réduction de la qualité des crédits accordés ou de la fiabilité des emprunteurs. Lorsque la masse des crédits est trop importante par rapport au montant des réserves, la solvabilité bancaire est mise en question en cas de ruée sur les dépôts.

Un déséquilibre entre la structure de maturité du passif et de l'actif peut ainsi être une source de crise bancaire. Les pays émergents sont plus sujets à ce type de déséquilibre, car leur accès à des sources de financement long est plus limité. En effet, le recours aux émissions des titres y est moins fréquent, en raison de la moindre profondeur des marchés. Au moment où la surproduction apparaît, le ratio prêts/valeurs gagées est trop élevé lorsque les sûretés ne sont pas des titres, mais exclusivement des valeurs immobilières.

Une intervention excessive de l'Etat dans le secteur bancaire est aussi un facteur de fragilité. En effet, les objectifs du gouvernement en matière de politique de crédit peuvent s'éloigner sensiblement et durablement de la rentabilité et de la rigueur de gestion. Il est fréquent, dans les pays sous-développés, que les risques financiers des grands projets de politique industrielle soient assumés par le gouvernement par le truchement d'un système bancaire nationalisé. Dans ce cas, le système bancaire sera renfloué par la banque centrale, sur ordre du gouvernement. Ce mode de fonctionnement n'est plus viable lorsque le système bancaire est soumis à la concurrence internationale. L'absence d'une gestion rigoureuse, faisant intervenir le retour sur capital comme critère essentiel de fonctionnement, rend ce système incompatible avec l'ouverture et nécessite des restructurations.

I. DE L'AFFLUX DE CAPITAUX ETRANGERS A LA FORMATION D'UNE « BULLE SPECULATIVE »

Dans les années 1990, les pays d'Asie ont été les principaux pays bénéficiaires de l'apport de capitaux étrangers. Cet apport se distingue toutefois des flux qui ont prédominé au cours des années précédant la crise de la dette du début des années 1980. L'investissement direct étranger est devenu prédominant, suivi des investissements de portefeuille, alors que le crédit commercial et l'aide publique au développement, très importants auparavant, sont devenus quasiment négligeables aujourd'hui (*graphique I, p.9*).

En Amérique latine, l'importance des investissements de portefeuille s'explique par le rachat d'entreprises publiques par des investisseurs étrangers, dans le cadre du Plan Brady qui a servi à apurer la dette de ces pays auprès des pays industrialisés. En Asie, ces investissements proviennent notamment des fonds de pension et des fonds communs de placement anglo-saxons, qui recherchaient une rémunération plus élevée que celle offerte par les places financières des pays industrialisés.

L'entrée massive de capitaux directs et indirects a entraîné l'augmentation de la base monétaire et autorisé une progression trop rapide du crédit. Pour modérer ces tendances, les taux d'intérêt ont été systématiquement relevés (*graphique II, p. 9*). L'écart entre les taux pratiqués dans les pays industrialisés et dans les pays d'Asie s'est accentué dès la fin des années 1980.

Mais le différentiel accru de taux a attiré des capitaux étrangers et la croissance du crédit a été plus rapide que celle du PIB (*graphique III, p. 9*). En Thaïlande et en Malaisie, le ratio crédit/PIB a dépassé, en 1995 et 1996, 100%. L'expansion du crédit était permise par l'abondance de liquidités, sans que les décisions d'investissement soient précédées par un calcul rigoureux de leur rentabilité.

Ainsi, après une accalmie dans la deuxième moitié des années 1980 — période de restructuration pour ces pays —, l'entrée de capitaux volatils reprend jusqu'en 1995, année où une certaine perte de confiance dans les marchés émergents — suite à la crise mexicaine et à l'apparition de forts déficits en Asie — entraîne un mouvement de repli (Indonésie, Philippines). Mais, dans l'ensemble, l'abondance de liquidités poussait les banques à accorder facilement du crédit pour des activités dont la rentabilité n'était pas garantie (*graphique IV, p. 10*).

Dès la deuxième moitié des années 1980, l'augmentation des réserves de change (*graphique V, p. 10*) a été très importante — surtout en Corée et en Thaïlande — en raison de l'ouverture des marchés des capitaux. Elle aurait dû induire une hausse du taux de change. Mais, pour éviter la perte de compétitivité-prix des exportations, une gestion administrée du taux de change avait été adoptée. En termes nominaux, celui-ci s'est stabilisé par rapport au dollar (*graphique VI, p. 10*) entre 1990 et 1995, sauf en Indonésie et, dans une moindre mesure, en Corée. L'évolution en termes réels — qui tient compte de l'inflation — indiquerait en revanche une appréciation par rapport à la devise américaine. Au total, les déficits extérieurs, provoqués par un investissement plus fort que l'épargne intérieure, ont atteint des niveaux élevés (*graphique VII, p. 11*).

Le solde courant est déficitaire tout au long de la période, à l'exception de la deuxième moitié des années 1980. En effet, à la suite de la crise déclenchée par le contre-choc pétrolier et par la surproduction dans l'électronique, les pays asiatiques avaient connu une période de gestion macro-économique plus rigoureuse. L'élément de la demande qui a le plus contribué à ces déficits au cours des années 1990 est l'investissement (*graphique VIII, p. 11*). Considérant qu'il s'agissait d'un endettement sain, car porteur d'excédent courant dans un avenir proche, la communauté internationale a laissé faire. Mais, au moment où la crise a éclaté, on a pu constater que l'allocation des facteurs de production était loin d'être optimale.

En effet, le taux d'investissement s'est maintenu à un niveau élevé depuis le début des années 1990 mais cela ne s'est pas traduit par une amélioration suffisante de la compétitivité de l'industrie. Au contraire, la plupart de ces pays ont connu une hausse des coûts salariaux et sociaux et subissent de plus en plus la concurrence des pays plus pauvres pour ce qui concerne le coût de la main-d'œuvre, sans pour autant être en mesure de produire suffisamment de biens intensifs en capital. En conséquence, ces pays connaissent des difficultés sur les marchés extérieurs depuis 1996. La persistance de déficits élevés depuis cette date a contribué à la perte de confiance dans la monnaie et à la fuite des capitaux.

La perte de compétitivité de ces pays, la détérioration de leurs débouchés extérieurs, le surinvestissement dans des secteurs peu rentables (l'immobilier) et l'endettement de leurs agents intérieurs auprès des banques étrangères sans couverture du risque de change (pour contourner des taux d'intérêt locaux trop élevés) expliquent, au moins autant que l'appréciation du dollar, la crise qui, avec une ampleur variable, se manifeste dans presque toute la région.

II. DE LA CRISE BANCAIRE A LA CRISE DE LIQUIDITES

Dans les pays émergents d'Asie, le rôle des banques dans l'intermédiation financière est essentiel. En effet, environ 60% des prêts dans ces pays sont d'origine bancaire. En conséquence, les effets pervers des mouvements de capitaux affectent en premier lieu le système bancaire qui, par ailleurs, est soumis à de faibles règles prudentielles. Le système financier non bancaire n'étant pas astreint à une surveillance des autorités monétaires, il échappe à tout contrôle et est, en conséquence, porteur d'un risque de crise encore plus élevé.

De ce fait, l'entrée des capitaux étrangers se traduit par une augmentation du passif bancaire, donnant lieu à une expansion du crédit. En effet, lorsqu'un non-résident achète un actif financier non bancaire, le vendeur (qui est un résident) reçoit des devises qui, échangées contre de la monnaie locale, donnent lieu à un dépôt dans une banque locale. A son tour, la banque échange les devises auprès de la banque

centrale, et la transaction provoque une hausse du ratio réserves/dépôts¹ de la banque commerciale, qui a un effet multiplicateur sur le crédit, soit par l'augmentation des dépôts, soit par celle des réserves auprès de la banque centrale. L'effet sur la base monétaire est le même, qu'il s'agisse des investissements directs, de portefeuille ou du crédit bancaire obtenu auprès des institutions financières étrangères. Il existe une seule exception, lorsque la banque fait crédit à un importateur (auquel cas les devises ressortent du pays).

Les quatre pays pris en considération — Corée, Malaisie, Philippines et Thaïlande — ont connu, au début des années 1980, un taux de réserves bancaires/dépôts relativement faible (*graphique IX, p. 11*). La Corée et la Thaïlande avaient un ratio inférieur à 4%. Mais, au cours de la décennie, tous sauf la Thaïlande ont connu une hausse sensible de ce ratio. La hausse des réserves obligatoires y a contribué. Elle correspondait à une tentative de la part du gouvernement de stériliser une partie des liquidités qui entrent dans le pays.

Tandis que le crédit augmentait rapidement par rapport au PIB, le montant du crédit intérieur par unité de réserve bancaire a sensiblement baissé (dans tous les pays à l'exception des Philippines) (*graphique X, p. 12*), ce qui indiquerait une consolidation du système bancaire juste après la crise constatée au milieu des années 1980. Toutefois, en Thaïlande, le mouvement est nettement moins prononcé et plus erratique. En revanche, le ratio crédits/dépôts (*graphique XI, p. 12*) de ce pays se trouve dans la moyenne et sa situation s'améliore en fin de période.

Dans tous les pays de la région, à l'exception de l'Indonésie, une partie de l'accroissement des réserves de change avait pour origine l'emprunt auprès d'institutions financières étrangères (FMI, 1995). Ainsi, l'augmentation des dépôts des agents intérieurs et les emprunts ont contribué à l'expansion du secteur bancaire.

L'augmentation des réserves de change ouvre la possibilité d'une augmentation du crédit, par le biais de l'augmentation des dépôts bancaires, sauf lorsque ces réserves sont utilisées pour payer des dettes à l'extérieur. Bien que, dans tous les pays considérés, le crédit ait beaucoup augmenté, il faut différencier les situations :

- En **Corée**, l'entrée nette des capitaux était du même montant que le déficit courant ; le remboursement anticipé de la dette, autour de 1980, a permis d'éviter l'accumulation de réserves.
- A **Taiwan**, les capitaux ont été consacrés à la constitution de réserves et, dès la fin des années 1980, on a pu constater des sorties nettes de capitaux à long terme, provoquées par les délocalisations.
- Aux **Philippines**, les entrées nettes ont été relativement faibles jusqu'en 1993, en raison de la défiance des investisseurs à l'égard d'un pays qui avait connu un défaut de paiements au début des années 1980.

Dans ces trois pays, les entrées de capitaux ont été de même ampleur que le déficit courant. En conséquence, l'expansion du crédit a été modérée, au contraire de ce que

¹ Il s'agit de l'ensemble des réserves bancaires, qu'elles soient obligatoires ou non.

l'on a pu observer en Malaisie, en Thaïlande et à Singapour, pays où l'entrée de capitaux a été bien supérieure au déficit courant.

Différentes politiques de stérilisation

Les instruments utilisés pour la stérilisation sont de nature diverse ; il existe des instruments directs et indirects.

Parmi les instruments directs, la hausse du taux des réserves obligatoires de banques est le plus fréquent. Cette mesure augmente le coût de l'intermédiation financière puisque le taux auquel sont rémunérées les réserves obligatoires est plus faible que le taux d'intérêt du marché. Pour préserver les marges, les banques transfèrent ce surcoût aux emprunteurs, qui se détournent alors du système bancaire et s'adressent soit aux institutions financières non bancaires — qui échappent au contrôle des autorités monétaires — soit aux banques ou marchés étrangers. Sur ces marchés, ils peuvent contracter des emprunts ou bien émettre des actions et des obligations. En Corée, les mesures de stérilisation qui ont consisté à imposer aux banques commerciales le dépôt des réserves non rémunérées ont conduit à une réduction sensible du passif des banques. Celui-ci ne représente plus que 36% du total, contre 70% dans les années 1970.

Parmi les instruments indirects, les opérations d'open market sont les plus fréquemment utilisées. Leur efficacité est limitée par l'objectif de change et par la capacité des marchés monétaires locaux et des agents intérieurs à absorber les émissions de Bons du Trésor et de Certificats de la Banque centrale. En un mot, ces émissions se heurtent au faible développement des marchés financiers locaux dû au fait que, dans ces pays, le budget public est, depuis la fin des années 1980, équilibré. En Corée, les bons de stabilisation monétaire représentent 20% environ de M2 en 1992, contre 10% en 1986. En raison de la forte hausse du coût du crédit dans ce pays, ces bons de stabilisation, dont le taux d'intérêt est supérieur à celui du marché mondial, ont fini par attirer des capitaux étrangers au lieu de servir à stériliser les capitaux déjà présents.

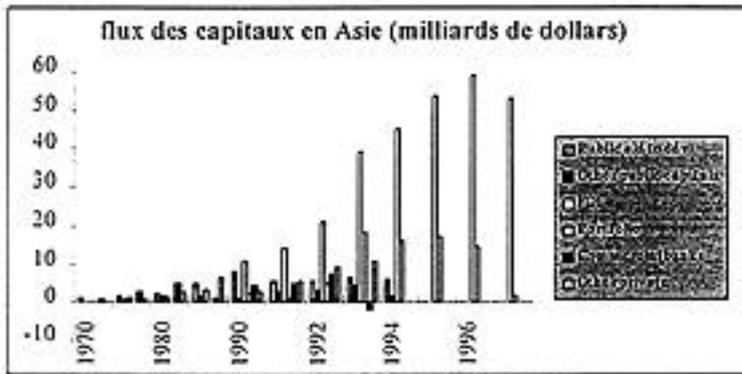
En raison de la faible capacité d'absorption des marchés financiers de leur pays, les autorités de la Malaisie et de Singapour ont placé les excédents de liquidité sous forme de titres des fonds de pension locaux, dont la finalité est d'assurer les retraites des salariés. En Malaisie, une partie des dépôts des banques et des fonds de pension a été transférée dans un compte spécial de la Banque centrale. Mais l'augmentation du passif de cette banque entre 1989 et 1992 avait également un caractère inflationniste. Pour cette raison, la Malaisie a opté pour qu'une partie de ses réserves soit consacrée au remboursement anticipé de la dette extérieure. La Corée et la Thaïlande ont fait de même, tandis que l'Indonésie a procédé à une consolidation fiscale, transformant une partie des dépôts des fonds de pension en certificats de dépôt de la banque centrale. Taïwan a imposé aux banques l'achat de Bons du Trésor.

Pour rendre la stérilisation efficace, ces pays ont, par ailleurs, respecté l'équilibre

budgétaire. En effet, tant que les liquidités existantes servent, de façon directe ou indirecte, à financer un déficit budgétaire, il n'y a pas de stérilisation possible. La plupart de ces pays ont donc rempli cette condition mais, en l'absence d'un arbitrage en faveur de l'éducation et de la construction d'infrastructures, les pays de l'ASEAN ont pris du retard dans ces domaines (*graphique XII, p. 12*).

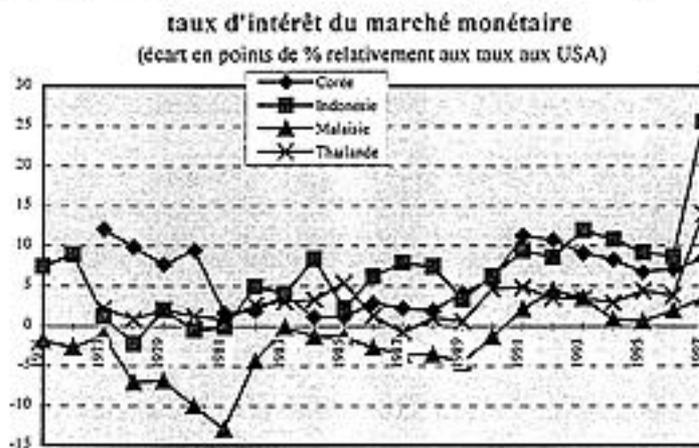
Ainsi, par le biais de l'entrée de capitaux et dans un contexte où la stérilisation s'avère difficile en raison de l'objectif de change, l'expansion du crédit bancaire mal alloué débouche sur la surproduction et sur l'apparition de déficits courants importants qui éveillent d'autant plus la méfiance des investisseurs internationaux qu'elles sont associées à une appréciation de ces monnaies, de concert avec le dollar, par rapport aux autres monnaies de la zone (le yen et le yuan) et à celles de l'Europe.

Graphique I



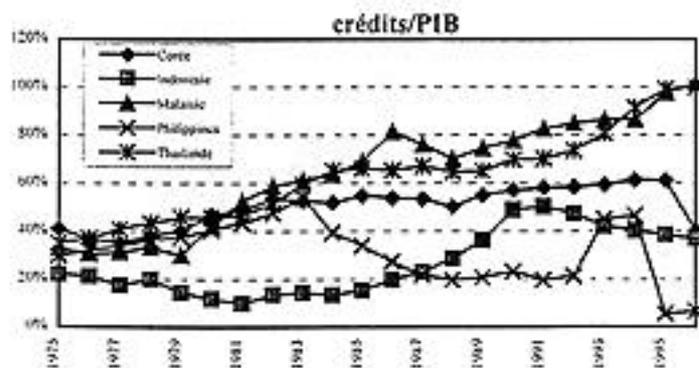
Source : Banque mondiale, Debt tables, plusieurs numéros

Graphique II

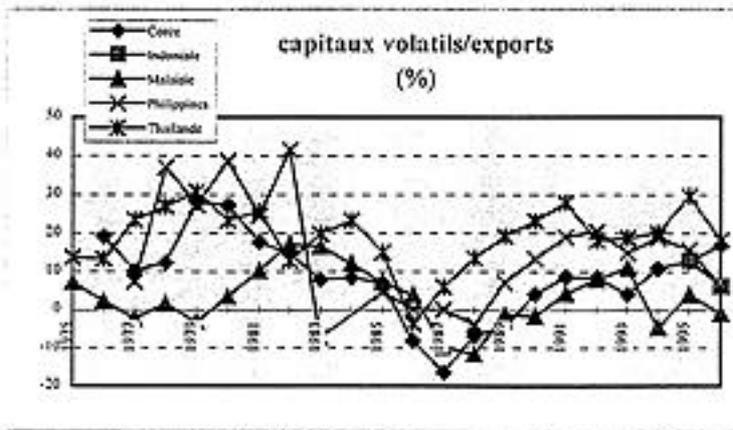


Source : International Financial Statistics, FMI

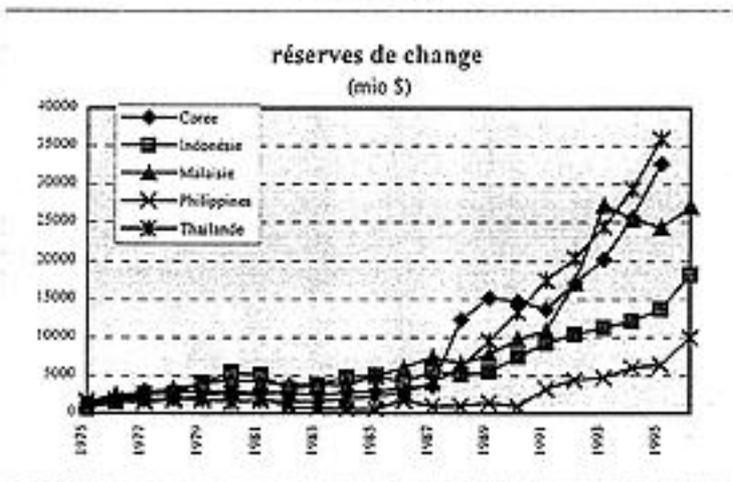
Graphique III



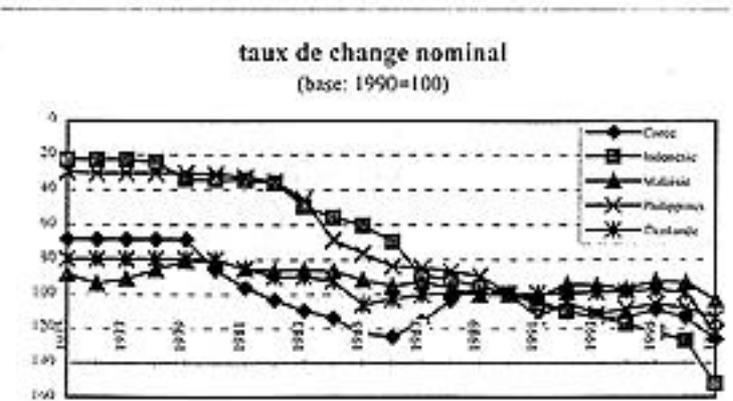
Graphique IV



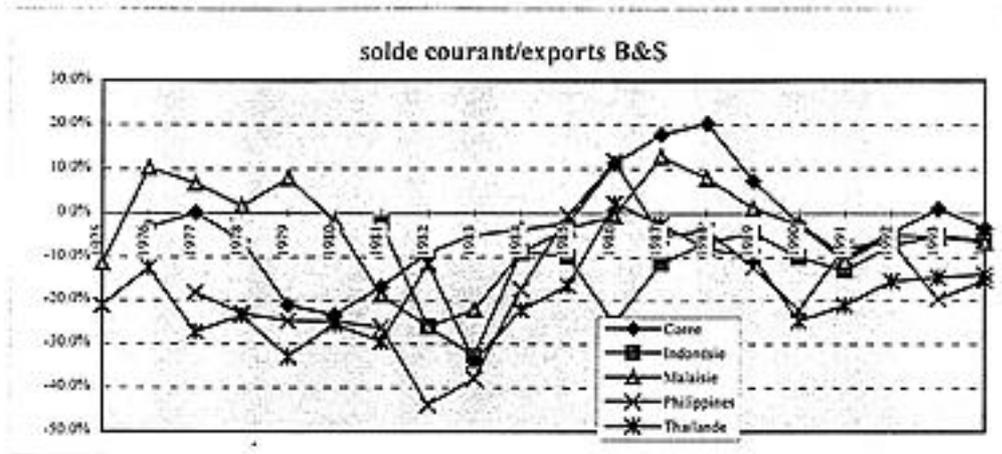
Graphique V



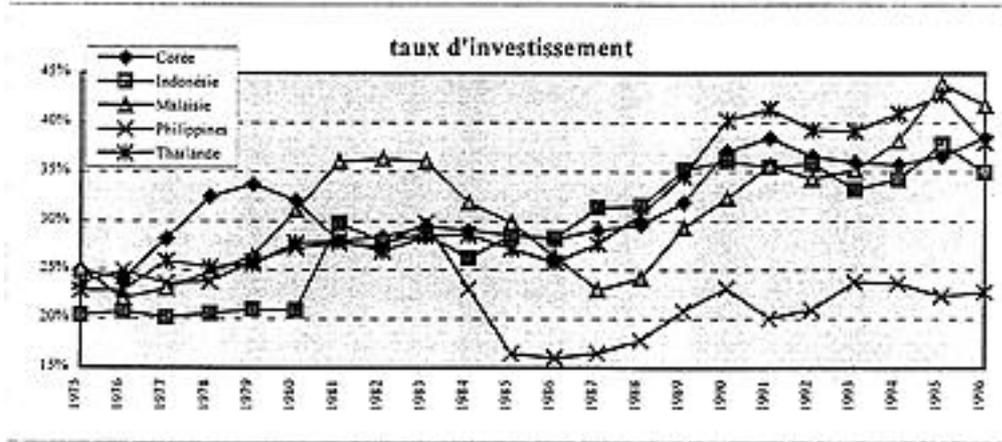
Graphique VI



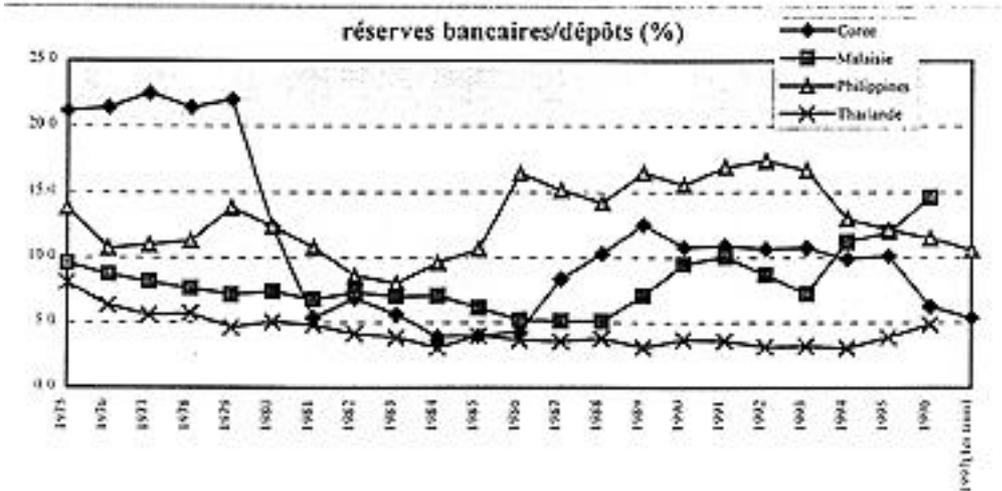
Graphique VII



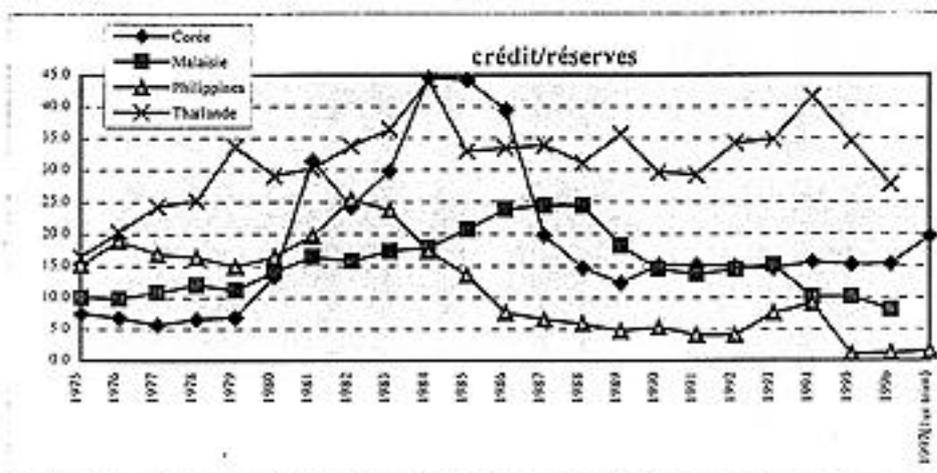
Graphique VIII



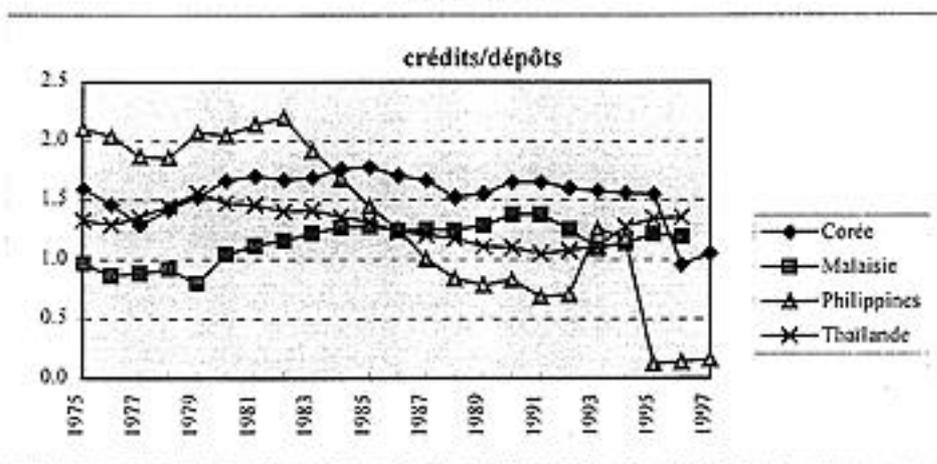
Graphique IX



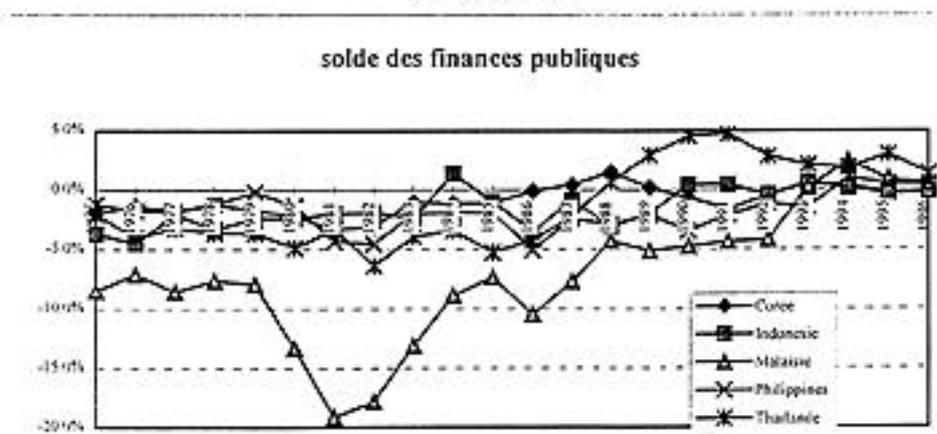
Graphique X



Graphique XI



Graphique XII



III. L'EXPLOSION ET LA GENERALISATION DE LA CRISE : EFFET DOMINO OU SIMILARITE DE CONDITIONS ?

Avec une ampleur variable, presque tous les pays de la région présentent des caractéristiques communes :

- un ralentissement des exportations depuis 1996, se traduisant par une aggravation des déficits courants, l'apparition de surcapacités dans les secteurs informatique et immobilier, qui ont fortement ébranlé le système financier, bancaire et non bancaire,
- une baisse sensible des valeurs boursières, provoquée par la perte de confiance des investisseurs étrangers et qui, accompagnée d'une fuite des capitaux, a entraîné une perte des réserves de change et une dépréciation importante des monnaies locales par rapport au dollar.

En effet, de même que la Thaïlande, tous ces pays ont connu une forte dépréciation de leur monnaie, allant de 20 à 70%, entre juin 1997 et janvier 1998. Par ailleurs, la chute des indices boursiers a été d'environ 50% par rapport à la fin de l'année 1996. Partout, les agences spécialisées ont revu à la baisse la qualification de la dette de ces pays, qui devront en conséquence payer un prix plus élevé pour leur financement extérieur.

Au bord du défaut de paiement

Entre août et décembre 1997, trois pays — Thaïlande, Indonésie et Corée — se sont trouvés au bord du défaut de paiement et ont dû demander l'aide du FMI. Les montants en jeu atteignent des niveaux sans précédent : la Thaïlande recevra 17 milliards de dollars, l'Indonésie 38 milliards, et la Corée 57 milliards. Bien évidemment, tout l'argent ne sort pas des caisses du FMI, qui avancera, en tout, 35 milliards de dollars. Mais la somme est à comparer au montant de l'aide au Mexique (17 milliards) et au montant de l'aide totale annuelle du FMI, qui n'avait jamais dépassé les 50 milliards de dollars.

Ainsi, dans les montages financiers, d'autres institutions et d'autres pays ont été mis à contribution, tels la Banque de développement asiatique, la Banque mondiale et la Banque des règlements internationaux. Les Etats-Unis, le Japon, Singapour, l'Australie et des pays européens sont au nombre des pays contributeurs et devraient participer au plan de sauvetage de la Corée. Celui de la Thaïlande faisait curieusement apparaître la participation financière de pays qui allaient devoir, peu après, solliciter l'aide du FMI.

Malgré leur importance, les montants promis semblent nettement insuffisants eu égard aux engagements de ces pays : l'endettement à court terme de la Corée et de

l'Indonésie dépasse les 150 milliards de dollars, tandis que celui de la Thaïlande est de près de 100 milliards.

Montants d'aide aux pays asiatiques
(milliards de dollars)

| | FMI | Banque mondiale | B.A.D. | Bilatéral | Total |
|-------------|------|-----------------|--------|-----------|-------|
| Corée | 21 | 10 | 4 | 22 | 57 |
| Indonésie | 10 | 5 | 4 | 19 | 38 |
| Thaïlande | 4 | 1,5 | 1,2 | 10,5 | 17,2 |
| Philippines | 2,4 | | | | 2,4 |
| Ensemble | 37,4 | 16 | 8,7 | 51,5 | 111,6 |

Source : Agence financière pour l'Asie, Tokyo

DEUXIEME PARTIE : LE MODELE ASIATIQUE DE CROISSANCE REMIS EN QUESTION

Le mode de croissance asiatique a été considéré pendant de nombreuses années comme une réussite et érigé en modèle pour tous les pays en développement. Reposant (sauf en Corée) sur la promotion des exportations et sur une large ouverture à l'investissement étranger, il devait atténuer les problèmes de paiements extérieurs, si fréquents dans les pays en développement. Un certain montant de déficit courant était considéré comme normal, voire souhaitable, car correspondant à des taux d'investissement élevés. Il devait être financé en partie par des investissements extérieurs, directs et de portefeuille. Dans un contexte de liberté de circulation de capitaux, ce financement ne devait plus poser problème. Durant toute la période 1986-1996, l'évolution des économies asiatiques a suivi ce scénario et la réussite semblait assurée. On pensait que, grâce à l'apport de capitaux étrangers, la croissance rapide de tous ces pays était due à des progrès de productivité.

Divers facteurs explicatifs ont été avancés pour rendre compte de la croissance rapide. En particulier, l'influence de la productivité totale des facteurs, considérée

comme une variable clé, est appréciée différemment selon les auteurs. Toutefois, les économies asiatiques connaissent aujourd'hui un effondrement qui les ramène loin en arrière dans le classement des pays selon le niveau de développement.

I. LES EXPLICATIONS DE LA CROISSANCE ASIATIQUE

Un premier cadre d'analyse est centré sur le rôle de la politique économique. Concernant la Corée, l'école dite "hétérodoxe" (Amsden, 1989) analyse la structure de la demande finale et souligne l'importance de l'investissement. Mais, pour ce courant de pensée, deux facteurs principaux expliquent le miracle asiatique :

- **une politique économique protectionniste**, qui consiste essentiellement en trois éléments : l'octroi d'aides financières aux exportateurs coréens, la protection douanière des industries nationales et la fixation de prix relatifs favorisant la production nationale par rapport à la production étrangère. Ces mesures se justifient par la nécessité d'aider les industries naissantes.
- **une politique industrielle basée sur l'imitation et non sur l'innovation.** En effet, l'industrialisation des pays asiatiques, qu'Amsden appelle « l'apprentissage par l'action », suit un cours différent de celui que les pays actuellement industrialisés ont suivi il y a un siècle. Selon cet auteur, il serait plus facile et moins onéreux d'effectuer un rattrapage de productivité par l'imitation que par l'innovation. Pour les tenants de la théorie de la convergence, la possibilité de rattrapage même est due au fait qu'il est basé sur l'imitation.

Un second ensemble d'explications souligne que l'allocation des facteurs est meilleure et l'offre structurellement mieux adaptée lorsque le pays est étroitement relié au marché mondial que lorsqu'il est relativement fermé. Un pays dont la production est destinée à l'exportation parvient à être directement compétitif sur les marchés mondiaux, ce qui entraîne une meilleure affectation des facteurs de production (Balassa, 1988). Selon cet auteur, ce processus d'industrialisation en économie ouverte empêche le protectionnisme et la création d'oligopoles nationaux. B. Balassa omet cependant de mentionner que l'assemblage, qui constitue très souvent la principale activité industrielle de ces pays, ne requiert qu'un faible niveau technologique et n'apporte au pays d'accueil qu'une faible valeur ajoutée. De ce fait, la compétitivité basée sur un faible coût de la main-d'œuvre disparaît bien souvent avant que le pays ait pu opérer une mutation technologique. Celle-ci est d'autant plus difficile que le transfert technologique effectué par l'investissement étranger est souvent faible. En outre, l'exemple coréen semble montrer — contrairement à ce que Balassa affirme

— que l'ouverture commerciale n'est pas suffisante pour empêcher la constitution d'oligopoles nationaux.

D'autres économistes (Ito, 1995) soulignent que la croissance des pays asiatiques s'accélère lorsqu'ils passent d'une économie agricole à une économie industrielle. En effet, le taux de croissance de la productivité du secteur industriel est généralement supérieur à celui du secteur agricole, ce qui est une remarque triviale.

Une troisième analyse de la croissance se fonde sur des versions plus ou moins élaborées du modèle de Solow. Les résultats obtenus à partir des données empiriques ont conduit à l'émergence de deux corps de pensée. Le premier soutient que l'Asie doit sa croissance à un taux d'investissement exceptionnellement élevé (Young, 1994, Collins & Bosworth, 1996) tandis que le deuxième met l'accent sur la forte amélioration de la productivité globale des facteurs (PGF).

Techniquement, la PGF n'est pas directement observable : c'est une variable estimée. La difficulté vient principalement de ce qu'elle est saisie par la valeur du résidu de la fonction de production estimée. En conséquence, son ordre de grandeur dépend de la qualité des données statistiques et de la manière dont est spécifiée la fonction de production, notamment l'élasticité de substitution des facteurs.

Plus la qualité des données est satisfaisante, plus la PGF semble faible. Il existe notamment différentes façons de spécifier les deux variables indépendantes principales, qui sont le capital et le travail. Les séries de capital peuvent se déduire des séries d'investissement brut associé à une hypothèse de taux d'amortissement. On peut également prendre l'investissement brut comme variable approchée des taux d'accroissement du capital. Concernant la force de travail, on peut utiliser le nombre d'employés ou, si ces données ne sont pas disponibles, lui substituer la population active comme indicateur. Plusieurs possibilités s'offrent pour prendre en compte les différents niveaux de qualification de la main-d'œuvre. On peut choisir le nombre d'années d'études ou, si ces données ne sont pas disponibles, les taux de scolarisation. Parfois, la correspondance entre la hiérarchie des revenus afférente à la hiérarchie des niveaux d'études permet de créer une série représentant la structure des salaires relatifs, également appelée « rentabilité des années d'études » (Denison, 1967).

Lorsque l'on utilise l'investissement comme indicateur du capital, on commet une erreur de spécification, car on suppose que la productivité du capital (c'est-à-dire l'inverse du ratio capital sur production) dans les pays émergents est constante. Or, dans les pays d'Asie étudiés, cette hypothèse n'est pas vérifiée.

Le même problème surgit lorsqu'il s'agit d'évaluer le capital humain. Le taux de scolarisation ne peut être pris comme indicateur du nombre d'années d'études que lorsque le pays est dans un état stationnaire. En outre, l'augmentation du nombre d'années d'études est corrélée négativement avec le niveau de départ. Cette variable est un indicateur très médiocre de la qualification du travail, puisque les travailleurs n'ayant pas suivi d'études sont considérés comme totalement improductifs ce qui, bien entendu, est faux. Collins et Bosworth ont substitué la variable « rentabilité du niveau

des études » (c'est-à-dire les écarts de salaire) au nombre d'années d'études. Cette approche donne également une valeur estimée plus faible pour la PGF que dans les modèles plus simplifiés. Mais la variable « rentabilité du niveau des études » est fondée sur l'hypothèse que les écarts de rentabilité entre les différents niveaux d'études sont égaux et les mêmes pour tous les pays, ce qui est fort éloigné de la réalité.

Pour chacun de ces modèles, les hypothèses nécessaires à l'élaboration des données qui ne peuvent être observées directement jouent un rôle décisif dans l'évaluation de la variable cible, à savoir la PGF. En effet, ces hypothèses déterminent l'ordre de grandeur de la variable résiduelle (la PGF) dans la fonction estimée. Mais, évidemment, aucun test ne permet de vérifier la validité des hypothèses retenues, et la pertinence du modèle doit se fonder sur une théorie.

Quoi qu'il en soit, il ressort des travaux statistiques les plus rigoureux, comme par exemple ceux de Young et ceux de Collins et Bosworth, que sur la période 1960-1994, la PGF a peu contribué à la croissance des économies asiatiques (elle explique 20-30% du taux de croissance de la zone, contre 50-70% par l'accumulation du capital et 10-20% par l'amélioration de l'éducation). *Ainsi, l'accumulation du capital reste la principale explication des taux de croissance observés en Asie et la particularité de la zone.* Elle est partiellement imputable à la maîtrise des finances publiques et à l'ouverture des économies de la zone. Le niveau élevé de l'accumulation de capital au cours de la période s'explique aussi par le fait que ces pays partent d'une faible dotation relative en capital. A l'inverse, la faible part de la contribution de l'éducation à la croissance peut s'expliquer par le fait que ces pays bénéficiaient initialement d'une main-d'œuvre relativement qualifiée par rapport à leur dotation en capital.

Ce résultat a conduit les auteurs à se demander comment ces pays pourraient conserver longtemps des taux d'accumulation si élevés. Les forts taux d'épargne — que l'on peut appeler épargne forcée, car liée aux fonds des pension — ont naturellement été pris comme variables explicatives. L'investissement étranger a également été cité, mais sans pour autant lui reconnaître un rôle clef.

Les résultats obtenus par Young ont conduit Krugman à affirmer que la décroissance des rendements va mettre fin aux forts taux de croissance asiatiques. A l'opposé, Collins et Bosworth soutiennent que la qualité de la main-d'œuvre peut être améliorée de façon significative en Asie — comparativement à celle des Etats-Unis — et qu'ensuite la poursuite de l'amélioration de la formation et la hausse de la PGF contribueront à soutenir le rythme de la croissance. (Les calculs des auteurs font apparaître que la hausse de la PGF s'est accélérée ces dix dernières années).

II. LES LIMITES DU MODELE ASIATIQUE

L'investissement japonais explique largement l'intégration régionale et internationale de ces économies. Le Japon a un rôle tout à fait particulier, qui ne tient pas seulement au fait qu'il s'agit du premier investisseur. Pour ce pays, les délocalisations dans les pays asiatiques remplissaient une triple fonction : elles ont permis d'abaisser les coûts de production, notamment le coût salarial, tout au long de la période marquée par l'appréciation du yen ; elles ont permis de se retirer des industries trop intensives en énergie, qui devenaient peu concurrentielles depuis la crise pétrolière des années 1970 (l'aluminium, où la Malaisie et l'Indonésie ont pris le relais) ; elles ont permis de contourner les mesures d'autolimitation des exportations nippones. Pour les Etats-Unis et l'Europe au contraire, les IDE ont nourri essentiellement les réimportations.

Transformés en quelque sorte en « plates-formes d'exportation » comme les appellent certains auteurs anglo-saxons, les pays d'Asie en développement ont connu une vive croissance entre 1986 et 1996, à un rythme moyen annuel de 7 à 10% environ, selon les pays. Mais ce régime comporte quelques caractéristiques qui constituent des éléments de vulnérabilité. Elles peuvent s'articuler autour de trois thèmes : une excessive dépendance à l'égard du Japon comme pourvoyeur de fonds et une trop grande dépendance à l'égard des débouchés extérieurs ; une spécialisation trop marquée en produits en fin de cycle ; une spécialisation basée sur des avantages comparatifs éphémères (la main-d'œuvre bon marché).

Une dépendance excessive à l'égard du Japon et des marchés extérieurs

La Corée et Taïwan d'abord, les pays de l'ASEAN² ensuite, ont accueilli les grandes entreprises japonaises *et leurs filiales*. Les lieux d'implantation se déplaçaient d'un pays à l'autre au fur et à mesure que les coûts salariaux augmentaient. Quoique mal apprécié à cause des multiples formes qu'il peut prendre³, l'investissement étranger a un poids élevé dans la formation du capital de ces pays. Le capital japonais, qui représente près de 20% en moyenne de l'investissement total dans les pays de la zone, peut atteindre jusqu'à 50% dans certains pays (Thaïlande) et 80% dans certains branches (telles que le textile et l'électronique).

Ces taux de pénétration élevés se traduisent pour les pays d'accueil par des flux importants d'importations en provenance du Japon. En effet, les biens d'équipement, les produits semi-transformés et la technologie sont généralement de cette origine.

² Les principaux pays de l'ASEAN sont : Singapour, Malaisie, Thaïlande, Philippines et Indonésie. L'ASEAN — on l'oublie souvent — n'est pas un traité de coopération économique, mais politique et militaire, ayant pour origine la défense au moment de la guerre du Vietnam. Ces pays essayent par ailleurs de mettre sur pied une union douanière, l'AFTA (Asian Free Trade Agreement), projet qui n'est pas encore finalisé.

³ En effet, outre les flux de capitaux à long terme, on peut considérer comme faisant partie des IDE : les profits dégagés sur place et réinvestis, les prêts à long terme, les prises de participation et fusions et, selon certains auteurs, les contrats de sous-traitance.

Mais le Japon réimporte peu les biens qu'il produit, ou qu'il fait produire à travers des accords de sous-traitance. Ceux-ci sont exportés vers des marchés tiers, vers les Etats-Unis en premier lieu (*graphique XIII, p. 21*).

A l'exception notable de l'Indonésie en raison de son rôle de fournisseur de matières premières, **ces pays présentent un déficit bilatéral important avec le Japon** (*graphique XIV, p. 21*). Ceci ne poserait pas de problème dans la mesure où ces déficits sont compensés par des excédents avec d'autres pays (Etats-Unis, Europe). Mais les Etats-Unis cherchent à réduire bilatéralement leur déficit.

Les relations privilégiées avec le Japon se traduisent également par **un endettement important vis-à-vis des banques de ce pays**. En conséquence, les fluctuations de parité avec le yen influent sur le montant de la dette envers le Japon, qui avait beaucoup augmenté au début des années 1990 (*graphique XV, p. 21*).

Pour cette raison, les pays de la région étaient intéressés par un ancrage monétaire qui stabilise leur endettement en yens. Mais, d'un autre côté, la parité par rapport au dollar était essentielle, étant donné l'importance du marché américain pour leurs exportations. Le problème est difficile à résoudre car, lorsque le yen s'apprécie, un ancrage par rapport à cette monnaie éviterait d'alourdir la dette en yens mais leur ferait en revanche perdre des parts de marché, en raison de la baisse de compétitivité-coût par rapport à des pays moins industrialisés. La crise actuelle pose directement ce problème. Parmi les marchés extérieurs, les Etats-Unis — qui représentent 30% des débouchés de ces pays — occupent une place centrale. Certes, le commerce intra-asiatique se développe (30% du total) mais, à l'exception de la Malaisie, dont la production est complémentaire de celle de Singapour, il n'a pas de rôle moteur. La majeure partie des échanges entre pays asiatiques est constituée d'échanges intra-firmes des produits semi-transformés dont la destination finale est un marché tiers ; il serait clairement souhaitable de développer le marché intérieur, dont la faiblesse est la contrepartie de taux d'investissement élevés.

Une spécialisation trop marquée en produits « en fin de cycle »

La spécialisation des pays asiatiques consiste essentiellement dans les produits électroniques de consommation courante et dans des produits de la branche textile et habillement. Dans la majeure partie des cas, il s'agit de produits de l'assemblage, destinés à l'exportation. La valeur ajoutée sur le territoire est généralement faible — entre 15 et 20% de la valeur totale du produit. En revanche, ces produits représentent environ 30% des exportations totales de ces mêmes pays (*graphique XVI, p. 21*).

La Corée et Taïwan sont dans des situations relativement différentes : ayant dépassé le stade de l'assemblage, ces pays doivent payer à des prix élevés les licences qu'ils ne sont pas à même de produire, car la technologie dont ils ont besoin n'est pas dans le domaine public. Ces pays ont une faible capacité d'innovation, qui se limite généralement à la solution de problèmes d'application dans le cadre des contrats de sous-traitance avec des firmes étrangères. En témoigne la situation créée en 1996

par la mise sur le marché d'une nouvelle génération de semi-conducteurs aux Etats-Unis, qui s'est traduite par une chute drastique des prix des semi-conducteurs produits par la Corée, Taïwan et Singapour.

Les transferts de technologie sont difficiles à obtenir

Les transferts de technologie sont difficiles à évaluer. Leur prix étant souvent un prix de transfert — entre la maison-mère et une filiale —, il ne reflète pas nécessairement la véritable valeur marchande. Les canaux de transfert de technologie sont multiples. Parmi ceux-ci, l'investissement direct étranger est considéré comme le moyen privilégié. *Mais, pour autant, tout investissement étranger n'assure pas de transfert technologique.*

En effet, les détenteurs de cette technologie protègent leurs connaissances au moyen de licences et de brevets. De plus, de nombreuses barrières à l'entrée⁴ font obstacle à l'appropriation de la technologie par les pays en voie de développement. En général, les connaissances technologiques ne sont transmises que lorsque celles-ci sont tombées dans le domaine public.

Des insuffisances du côté du pays d'accueil peuvent également faire obstacle aux transferts de technologie. On peut citer, entre autres, la disponibilité d'une main-d'œuvre abondante et suffisamment qualifiée. Si, en Asie, certains indicateurs sociaux montrent un progrès certain, rares sont les pays qui ont résolu le problème de la formation professionnelle de la main-d'œuvre. Les taux de scolarisation dans l'école primaire incitent à penser que le problème de l'analphabétisme est en voie de disparition, bien que le taux d'analphabétisme des femmes adultes soit encore élevé sauf en Corée. En outre, le taux de scolarisation dans l'enseignement secondaire — d'où sortent les techniciens qualifiés — est loin d'être satisfaisant, sauf en Corée également. Il est particulièrement bas en Thaïlande. Dans tous ces pays, le personnel qualifié est rare, ce qui décourage les investissements à haute technologie.

La perte de compétitivité et les difficultés de la mutation technologique auraient de toute façon conduit à un ralentissement de la croissance.

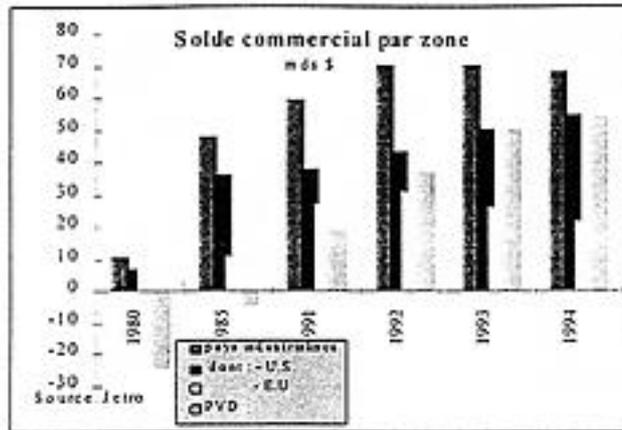
Les hausses de salaires provoquées par la situation de plein emploi qui a régné au cours des dix dernières années se sont traduites par une perte de compétitivité pour ces pays, dont l'avantage comparatif premier résidait dans la disponibilité d'une main-d'œuvre abondante et bon marché. Ainsi, le taux de salaire en Thaïlande, en Malaisie, en Corée ayant vivement progressé ces dernières années, de nouveaux concurrents apparaissent, tel la Chine, le Vietnam, le Pakistan et le Bangladesh.

Pour se mettre en condition d'opérer un rattrapage des pays industrialisés et d'obtenir une spécialisation internationale basée sur des atouts moins éphémères, ces pays auraient besoin d'opérer une mutation technologique et de se spécialiser dans

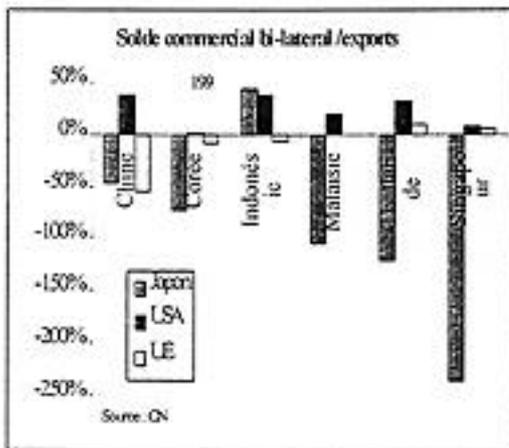
⁴ Les barrières à l'entrée sont de nature multiple et sont repertoriées dans la théorie des oligopoles.

des produits plus adaptés à l'existence d'une main-d'œuvre plus chère. La crise actuelle provoque certainement, avec le chômage, une baisse importante des salaires, ce qui ne pousse pas les pays asiatiques dans la voie de l'amélioration de la technologie. Les moyens financiers se font, en outre, plus rares. Pour cette raison, les obstacles à surmonter sont désormais plus grands.

Graphique XIII



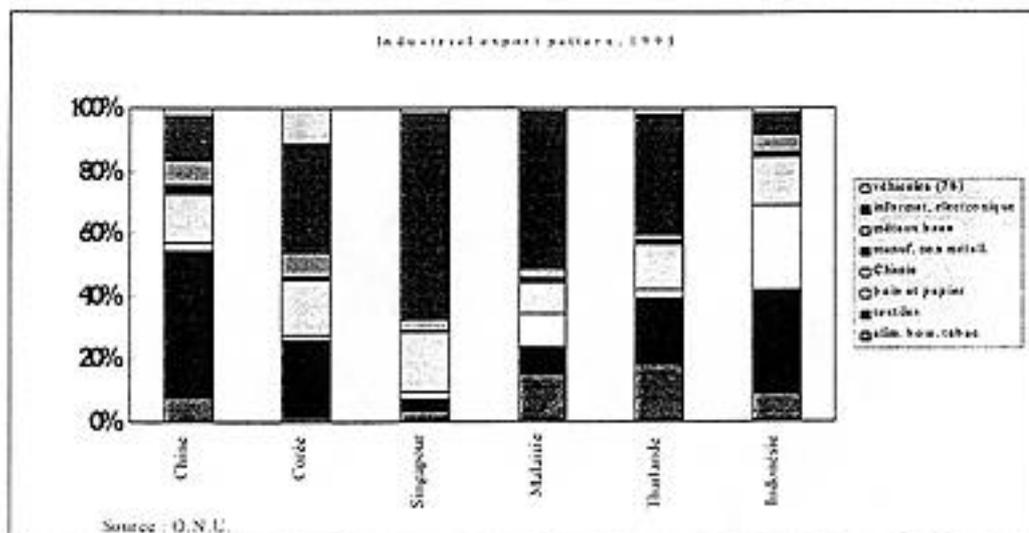
Graphique XIV



Graphique XV



Graphique XVI



TROISIEME PARTIE : QUELQUES ENSEIGNEMENTS DE LA « CRISE DE LA DETTE » LATINO-AMERICAINE

Nombreux sont les analystes qui hésitent à comparer la crise asiatique à celle que les pays latino-américains ont connue dans les années 1980 et qu'il est convenu d'appeler la « crise de la dette ». Lorsque, ces derniers mois, un tel rapprochement a été fait, il a surtout servi à signaler les différences entre les deux crises. En effet, il a été souvent rappelé que l'origine de la crise de la dette latino-américaine était une dépense publique excessive, que l'on oppose à la crise asiatique actuelle provoquée, elle, par l'endettement des agents privés.

Or, si l'origine des deux crises n'est pas la même, les mesures prises en vue de les résoudre, contenues dans les plans de sauvetage du FMI, sont bien identiques. En conséquence, des économistes reconnus ont conclu que les mesures appliquées actuellement sont inadéquates⁵.

Un examen plus détaillé pourrait permettre d'établir une comparaison plus précise. Ainsi, l'évolution que les pays latino-américains ont connue dans les années qui ont suivi la crise de la dette pourrait servir de guide pour esquisser les différentes évolutions possibles en Asie.

I. UNE COMPARAISON ENTRE LES DEUX CRISES

L'analyse sera menée en trois parties : le contexte international, la structure interne des économies concernées et les solutions envisagées.

Dans les deux cas, la surabondance de liquidités au niveau international prédominait.

Au début des années 1980, tout comme au début de la décennie suivante, l'abondance de capitaux en mal d'investissement était notoire. Dans les années 1980, ces liquidités avaient pour origine les vives hausses du prix du pétrole qui, ayant provoqué l'augmentation des ressources des pays producteurs, se retrouvaient sur le marché de l'eurodollar, à Londres notamment. Ces liquidités étaient excédentaires en raison de la baisse du taux de profit que l'on connaissait à l'époque dans les pays développés, ce qui décourageait l'investissement productif. Les banques des pays industrialisés ont, en conséquence, recherché des opportunités d'investir dans les pays en voie de développement, notamment les pays d'Amérique latine, mais pas exclusivement.

Les taux d'intérêt proposés étaient faibles, de l'ordre de 1% en termes réels. Trouvant les conditions avantageuses, les gouvernements des pays en voie de développement ont lancé des programmes ambitieux — et parfois peu rationnels — de

⁵ Cf. Stiglitz, Wiplosz, Sachs, déclarations à la presse.

construction d'infrastructures ou de grands projets industriels, sans se couvrir du risque de change ni de celui des variations du taux d'intérêt.

Dans la deuxième moitié des années 1980, les taux d'intérêt ont augmenté brutalement, suite à la décision des autorités monétaires américaines de relever massivement les taux directeurs, pour financer le déficit budgétaire de leur pays par des capitaux en provenance du reste du monde. Les Etats-Unis ont ainsi évité un ajustement de nature récessive dans leur propre pays, mais ils ont plongé dans l'endettement et dans la récession, pour de nombreuses années, les pays d'Amérique latine.

Au début des années 1990, les taux d'intérêt ont à nouveau commencé à baisser dans les pays industrialisés. Cette fois, ce sont des placements spéculatifs, les fonds mutuels et les fonds de pension qui, conjointement avec le crédit bancaire, ont été placés sur les marchés émergents, notamment en Asie. A nouveau, les placements et les prêts ne comportaient pas de couverture du risque de change.

Ainsi, les deux crises ont, au moins, une cause commune : la surabondance des liquidités dans les pays industrialisés qui s'est traduite par une augmentation du crédit distribué, dont l'allocation était loin d'être optimale. Ensuite, la vive hausse des taux d'intérêt dans le premier cas, le surinvestissement et la baisse de rentabilité dans le second, ont conduit à la crise financière.

Deux modèles d'industrialisation différents : la substitution aux importations versus la promotion des exportations

Les pays latino-américains et ceux d'Asie se trouvaient, à la veille de la crise, dans des configurations macro-économiques très différentes. Dans les années 1980, le modèle de croissance en vigueur dans les pays en développement était encore l'industrialisation par substitution aux importations (ISI), qui avait pour but de remplacer les importations des biens de consommation courante. Destinée à satisfaire la demande intérieure, cette production ne pouvait pas être exportée car, sur le marché mondial, elle n'était pas compétitive. En effet, limités dans la capacité à importer, ces pays produisaient avec un équipement souvent obsolète. L'étroitesse du marché faisait que la production à grande échelle, avec des méthodes plus capitalistiques, n'était pas rentable. L'industrialisation par substitution aux importations se heurtait ainsi à une limite : la faiblesse de la productivité et l'impossibilité de concurrencer les produits étrangers équivalents.

Toujours à court de devises en raison de la faiblesse du solde exportable relativement aux besoins en importations, ces pays avaient recours au contrôle des changes et aux barrières à l'importation, aussi bien tarifaires que non tarifaires. Ces barrières servaient à protéger les *industries naissantes*.

Les chocs sur les termes de l'échange frappaient les produits primaires, qui constituaient l'essentiel des exportations. Les importations, constituées presque exclusivement de biens d'équipement, étaient complémentaires à la production et, en

conséquence, relativement rigides. Ainsi, la baisse des prix à l'exportation se traduisait par une diminution de la capacité à importer⁶.

Outre le déficit commercial, les pays latino-américains ont connu d'importants déficits publics. Ceux-ci étaient occasionnés par les entreprises publiques. En effet, l'Etat avait pris une part importante dans l'activité économique, souvent au moyen des nationalisations des entreprises étrangères. Ceci concernait essentiellement les industries transformatrices, liées à l'extraction de matières premières (les minéraux au Chili, en Bolivie, au Brésil et au Pérou, la viande en Argentine). Ces entreprises, bien que souvent peu performantes, continuaient à fonctionner car c'étaient les mêmes qui, liées à des activités exportatrices, permettaient à l'Etat de se procurer directement des devises.

Déficits publics et déficits courants étaient porteurs de fortes tensions inflationnistes, dues à un excès d'investissement relativement à l'épargne intérieure, traditionnellement faible dans ces pays. Ces tensions étaient accentuées par des comportements de marge des producteurs, qui se savaient protégés par des barrières douanières.

Lorsque la crise de la dette survient, les pays concernés font appel aux institutions financières internationales qui leur demandent d'appliquer des plans d'ajustement structurel (PAS). Ces plans comportent des mesures destinées à ouvrir les économies et à démanteler les barrières qui protégeaient l'industrie locale de la concurrence extérieure.

Les privatisations étaient une pièce maîtresse des PAS. Les Etats étaient contraints de se défaire des entreprises publiques et d'ouvrir leur capital aux investisseurs étrangers. Les privatisations, qui se heurtent à une forte résistance intérieure, sont lentes et incomplètes. Ainsi, le Chili a accordé de nouvelles concessions pour l'exploitation du cuivre aux investisseurs américains, mais le gouvernement a conservé les compagnies nationalisées.

Le contexte institutionnel et économique des pays d'Asie dans les années 1990 est tout autre. Ayant connu, eux aussi, et les conséquences de la hausse des taux d'intérêt et, dans une moindre mesure que les pays d'Amérique latine, une crise de la dette, ils avaient procédé, autant que ces derniers, à des ajustements les conduisant à réduire le rôle de l'Etat dans la production. Parallèlement, les barrières douanières avaient été partiellement démantelées dans presque tous ces pays.

Un régime de change, toujours administré, mais plus souple que celui connu auparavant, avait été mis en place. Dans les pays où la substitution aux importations avait eu lieu (Corée, Malaisie), elle a été peu à peu abandonnée. A la place, une politique d'ouverture aux capitaux étrangers — partout sauf en Corée — a facilité la promotion des exportations, soit par la localisation des filiales des entreprises transnationales soit par le développement de la sous-traitance (Corée, Taïwan). L'ouverture du marché des capitaux a favorisé le développement des bourses de

⁶ Ces importations étaient le fait des industriels locaux, mais également des compagnies étrangères qui investissaient sur le territoire car, en raison des barrières douanières existant dans ces pays, elles ne pouvaient pas y exporter de biens de consommation. La production sur place leur permettait de prendre une part du marché intérieur.

valeurs et, avec elles, l'afflux des capitaux de portefeuille à caractère volatil. De ce point de vue, les principales réformes structurelles — qui auraient dû empêcher la crise — avaient été effectuées.

L'endettement est important dans les deux cas

Dans les deux groupes de pays, l'endettement extérieur est très élevé. En Amérique latine, il atteignait 318,4 milliards de dollars en 1982 et 410 milliards en 1987. En Asie, le montant de l'endettement actuel n'est pas entièrement connu. Mais d'ores et déjà on peut avancer que la dette, en 1998, est de près de 800 milliards de dollars, si l'on y inclut la Chine.

L'origine de l'endettement diffère dans les deux crises : dans celle des années 1980 il est avant tout public, et aggravé par la fuite de capitaux provoquée par les résidents de ces pays qui voulaient ainsi protéger le pouvoir d'achat de leurs liquidités. Parmi les créanciers, les institutions publiques telles que la Banque mondiale avaient une place importante, bien que les banques privées américaines et européennes eussent également prêté à ces pays. Dans les pays d'Asie, en revanche, plus de la moitié de l'endettement est privé. Les principaux créditeurs sont les banques privées européennes, japonaises et américaines.

Malgré les différences de départ, les deux situations sont en voie de rapprochement. Au fur et à mesure que les dettes des pays asiatiques sont renégociées, la garantie publique est exigée pour le renouvellement des dettes privées, ce qui les transforme en dettes publiques. On peut souligner le rôle déterminant joué par les conditions fixées par le marché mondial des capitaux dans la genèse de la crise.

II. CONSEQUENCES MACRO-ECONOMIQUES DE LA « CRISE DE LA DETTE »

Toutes les économies en voie de développement suivent un modèle à deux secteurs : l'agriculture et l'industrie. Le premier est, au départ, plus important que le second. Ce dernier se développe dans les branches que les pays industrialisés n'ont pas pu couvrir du fait des guerres (Argentine, Brésil), des révolutions (Mexique) ou suite à l'obtention de l'indépendance politique (Inde). Cette industrialisation n'a pas entièrement transformé la nature de ces économies, où le poids de l'agriculture demeure important, ce qui s'est répercuté dans leurs exportations. En effet, jusqu'à une date récente, les produits primaires y étaient prédominants.

De la perte de confiance dans la monnaie à la dollarisation de l'économie

La suite de dévaluations accompagnées de nouvelles poussées inflationnistes a suscité, de la part des agents privés, un comportement de fuite devant la monnaie, le dollar étant la monnaie refuge. Le contrôle des changes n'a pas empêché la fuite des capitaux. Ainsi, le transfert net des capitaux vers l'étranger, constaté au cours de la deuxième moitié des années 1980, a été autant le résultat du service de la dette que celui de la fuite des capitaux détenus par les agents résidents.

Une fois les réserves de change asséchées, les gouvernements ont officialisé l'utilisation du dollar pour les transactions intérieures, dans le but de faire revenir les actifs détenus par les agents locaux en cette devise. De ce fait, les prêts, les dépôts bancaires et, d'une façon générale, les reconnaissances de dettes, pouvaient être libellés soit en dollars, soit en monnaie locale. Le dollar était ainsi devenu la principale monnaie de référence. En conséquence, à la dette externe s'ajoutait la dette interne qui, libellée en dollars, accentuait la demande de cette devise. La dette interne était de ce fait, « externalisée » (Himelfarb, 1992).

La spirale inflation-dévaluation

Dans les pays d'Amérique latine, le secteur agricole et le secteur industriel avaient des intérêts antagonistes. Une dévaluation se traduisait par une hausse des revenus de l'exportation en monnaie locale, favorable au secteur exportateur. Le secteur industriel, produisant pour le marché intérieur, subissait en revanche une hausse des coûts de production sous l'effet de la hausse du prix des produits importés exprimés en monnaie locale. Les transferts du secteur agro-exportateur vers le secteur industriel passaient par le canal des prix des produits alimentaires, plus faibles que sur le marché mondial⁷. En revanche, le surplus dégagé dans les activités agricoles, notamment à l'exportation, n'allait pas financer le secteur industriel. Pourtant, cela aurait pu contribuer à une amélioration sensible de son appareil de production.

Les industriels locaux devaient compter essentiellement sur l'autofinancement. Pour cela, ils cherchaient à rétablir leurs marges, en répercutant dans leur prix de vente les hausses des coûts des intrants importés. Le comportement de marge était facilité par les barrières douanières à l'importation.

Les salariés, *dans la mesure où le rapport des forces le permettait*, récupéraient la perte de pouvoir d'achat sous forme d'augmentation des salaires. Cette récupération était loin d'être complète mais représentait un ajustement partiel de la demande finale qui, joint à un comportement de marge probablement complet, en raison des barrières douanières, alimentait une spirale inflationniste.

Le maintien du pouvoir d'achat soutenait la demande intérieure. La faible productivité de l'agriculture⁸ faisait que les exportations se réduisaient au profit du marché intérieur,

⁷ Les prix alimentaires sont une composante essentielle des salaires réels. Cela contribuait à maintenir les salaires nominaux en dessous du niveau des ceux des pays industrialisés. De plus, les salaires réels étaient également plus faibles.

⁸ Dans les pays où la production minière prédominait, la baisse de la production — et des exportations — était provoquée par la vétusté des équipements des entreprises d'Etat. Les enchaînements macro-

jugé prioritaire. Le solde exportable se réduisait, les réserves diminuaient et le service de la dette ne pouvait pas être assuré. Il fallait donc emprunter. On peut appeler cela le « piège de l'endettement ».

Le rôle de l'Etat contribuait également à dégrader le solde commercial : d'une part, la pression fiscale était, dans ces pays, très faible (de l'ordre de 10%) ; d'autre part, les dépenses sociales de l'Etat n'étaient pas suffisamment réduites pour contenir le déficit public, lequel contribuait à soutenir un investissement supérieur à l'épargne intérieure. Il en résultait une aggravation du déficit courant.

Suite à la hausse de l'endettement et à l'augmentation du poids du service de la dette, l'enchaînement « déficit de la balance commerciale - dévaluation - inflation - hausse du taux de change réel - nouveau déficit commercial - nouvelle dévaluation » avait fini par déboucher sur l'hyperinflation. En effet, la défense des revenus réels de la part de tous les acteurs faisait que les effets pervers de la dévaluation primaient.

Dévaluation et plans d'austérité

Pour que les dévaluations soient efficaces, il fallait casser les mécanismes d'indexation de l'inflation sur la dévaluation de la monnaie. Mais l'efficacité de ces plans était limitée. Tant que les gouvernements ont eu recours aux dévaluations pour rétablir la compétitivité des exportations, les effets pervers de la dévaluation ont continué à l'emporter sur les effets vertueux (Plan Real au Brésil, Plan austral en Argentine).

Chaque dévaluation était accompagnée d'un nouveau plan d'austérité, lequel se traduisait par une réduction des salaires réels. Au bout d'un certain temps, lorsque la perte de pouvoir d'achat devenait trop importante, le plan finissait par céder devant la pression revendicative. A cette époque, le chômage n'avait pas l'ampleur qu'il a eue par la suite et ne décourageait pas les revendications, surtout dans les périodes où les régimes étaient constitutionnels.

Ces cycles économiques trouvaient souvent une correspondance dans le domaine politique. Dans de nombreux cas, mais pas toujours, des gouvernements civils laissaient la place aux militaires. Mais il est apparu clairement, au cours de cette période qui a duré depuis la fin de la dernière guerre jusqu'au milieu des années 1980, que ni les militaires ni les civils n'ont pu venir à bout de l'inflation.

La réévaluation des monnaies, instrument de lutte contre l'hyperinflation

Incapables de briser la spirale inflationniste, presque tous les pays d'Amérique latine ont connu les méfaits de l'hyperinflation. Moyennant des changements politiques, les gouvernements ont finalement adopté les plans d'ajustement structurel élaborés par le

économiques demeuraient les mêmes.

FMI. Les privatisations ont permis le retour des capitaux, généralement sous la forme d'investissements de portefeuille. L'entrée des capitaux a reconstitué les réserves de change. Deux caractéristiques importantes en ont découlé : d'abord, les monnaies se sont réévaluées, ce qui a rendu les importations moins chères. Ensuite, la baisse des prix importés a provoqué une désinflation importante.

En raison de la baisse des prix des importations en monnaie locale et de la levée des barrières douanières à l'importation, la production nationale n'a pas pu soutenir la concurrence des produits importés⁹. Les importations ont augmenté, se substituant à la production locale. Les exportations ont baissé, car la réévaluation de la monnaie avait provoqué une perte de compétitivité. Le déficit courant, devenu important, a été financé par des capitaux de nature volatile : les investissements de portefeuille. Cette structure de financement des déficits extérieurs des pays d'Amérique latine les rend tributaires des mouvements des capitaux spéculatifs, comme c'est le cas actuellement.

Le nouveau partage de l'offre en faveur des produits importés a précipité la faillite des industries locales. Le chômage augmentant fortement, les gouvernements ont pu mettre en œuvre une nouvelle politique salariale qui consacrait une baisse brutale des salaires réels.

Un autre élément important des plans de stabilisation est la politique monétaire qui limitait la croissance de la masse monétaire en fonction, presque exclusivement, de la disponibilité des réserves de change. Le cas extrême est celui où un « *currency board* » se substitue à la Banque centrale, comme c'est le cas en Argentine. Dans ce pays, la parité de la monnaie locale à un taux fixe (1 dollar = 1 peso) oblige, en cas de perte de réserves, à diminuer d'autant la monnaie en circulation. Les autorités doivent avoir une politique monétaire qui aide à conserver le niveau des réserves (moyennant un écart de taux d'intérêt). Ainsi, la politique des taux suivie par les autorités monétaires argentines dépend davantage de celle pratiquée aux Etats-Unis que de la conjoncture économique en Argentine (car il faut maintenir un différentiel qui retienne les devises dans le pays). D'autres politiques apparemment plus souples, comme celle adoptée par le Brésil, conduisent, en dernière instance, à des résultats équivalents.

Une aggravation de l'endettement malgré la stabilisation monétaire

Les pays ayant appliqué des plans de stabilisation ont connu une situation déflationniste qui perdure encore. La demande intérieure a diminué du fait de la réduction des revenus des salariés et des producteurs locaux. La demande extérieure a été éventuellement le seul élément dynamique, lorsque la perte de compétitivité des prix à l'exportation (provoquée par la surévaluation de la monnaie) a pu être compensée par la baisse des coûts salariaux.

Dans la mesure où le compte courant est déficitaire et son financement soumis à la

⁹ La croissance des importations des pays d'Amérique latine suite à ces politiques a été très bénéfique pour les Etats-Unis, dont les exportations vers ces pays avaient beaucoup baissé depuis la crise de la dette, ce qui avait provoqué un déficit important de la balance commerciale.

volatilité des capitaux spéculatifs, les pertes de réserves occasionnées régulièrement provoquent des contractions brutales de l'offre monétaire. Mais, comme celle-ci ne peut pas suivre entièrement les fluctuations des réserves de change, *les autorités sont acculées, pour respecter les règles de politique monétaire qu'elles se sont données, d'emprunter pour reconstituer leurs réserves*. C'est la principale cause de l'augmentation de la dette des pays latino-américains.

La stabilisation monétaire ainsi obtenue est extrêmement fragile. Parfois, l'aggravation des déficits courants ou leur accumulation le long de périodes relativement importantes peut provoquer, à terme, une vague spéculative contre ces monnaies. Ou bien la crise éclate ailleurs et attire l'attention sur la situation potentiellement explosive dans ces pays — comme c'est le cas depuis le début de la crise asiatique. Ainsi, l'équilibre fragile peut être rompu à tout moment. Pour éviter un nouvel effondrement de la monnaie, les autorités monétaires n'ont d'autre ressource que d'augmenter les taux d'intérêt, ce qui entraîne une nouvelle diminution de l'activité et une nouvelle escalade du chômage. Il devient ainsi évident que le contrôle de l'inflation au moyen de la surévaluation de la monnaie peut être une source d'instabilité et ne constitue pas un assainissement de l'économie.

La crise mexicaine en fournit un exemple éclatant. Ne pouvant pas tenir un niveau de parité devenu trop élevé en raison de l'inflation intérieure et du déficit courant, une mini-dévaluation du peso tentée par les autorités a provoqué, à la fin de l'année 1994, l'effondrement de la monnaie et la crise financière.

Les autres pays d'Amérique latine connaissent les mêmes fragilités, masquées par la surévaluation monétaire, la déflation et le chômage. Dans ces conditions, l'ouverture du compte de capital conduit ces pays à une stagnation de la croissance et à une perpétuation de l'état de sous-développement. Les contraintes sur les budgets publics réduisent les dépenses d'éducation, les infrastructures se détériorent. La surévaluation des monnaies rend ces pays peu attractifs à l'investissement direct étranger. Celui-ci, au demeurant, ne constitue pas une panacée, comme le prouve l'expérience des pays asiatiques. Dans ces conditions, les rares années de croissance rapide ne représentent que de la récupération à la suite d'une récession. Les « décennies perdues » se succèdent.

III. LES PAYS ASIATIQUES SONT-ILS SUR LA MEME VOIE ?

La crise asiatique n'en est encore qu'à ses débuts. Certains pays pourraient connaître dans un avenir plus ou moins proche des situations comparables à celles des pays d'Amérique latine. Pour le moment, les marchés de changes et les marchés financiers asiatiques sont loin d'être stabilisés. Les réformes que le FMI a prescrites ne sont pas entièrement mises en application, notamment pour ce qui concerne les réformes structurelles. Les dettes de l'Indonésie et celles de la Thaïlande n'ont pas fait

l'objet de rééchelonnement. On ignore encore quel est le montant du service de la dette pour la plupart de ces pays.

Les conséquences sur l'économie réelle commencent seulement à se faire sentir : la baisse sensible de la production industrielle et, dans certains pays, de la production agricole, est accompagnée de vives pressions inflationnistes et de famines (Indonésie) ce qui rend difficile l'application de certains aspects du plan du FMI. Le chômage se développe rapidement. En conséquence, le marché intérieur s'effondre, rendant ces pays peu attractifs aux yeux des investisseurs étrangers, que les gouvernements locaux cherchent en vain (du moins pour le moment) à faire revenir.

Des scénarios « à la latino-américaine », marqués par une baisse durable du taux d'investissement, par la limitation de la capacité d'exporter et par une croissance durablement ralentie accompagnée d'un endettement extérieur croissant, seront probablement à l'ordre du jour en Asie. Dans tous les pays de la région, l'équilibre social est instable. Ceci crée les conditions susceptibles d'engendrer un processus où la dévaluation, débouchant sur l'inflation, mènerait à une nouvelle dévaluation.

Le modèle sur lequel s'était construite la prospérité des pays asiatiques, et qui devait les conduire au rattrapage des pays industrialisés au tournant du XXI^{ème} siècle, est en faillite, comme nous l'avons vu dans la deuxième partie de cette étude. On lui attribuait comme vertu première d'éviter les écueils de la substitution aux importations. En exposant les agents locaux à la concurrence internationale, ce modèle devait empêcher la formation des monopoles locaux et l'adoption de comportements « rentiers » à la faveur des barrières protectrices. Mais l'ouverture sur l'extérieur n'a pas empêché les comportements rentiers. En revanche, le développement, fondé sur des politiques d'ouverture, avait des faiblesses que nous avons répertoriées plus haut.

Le Japon, clé de voûte de la crise asiatique

Pour esquisser l'évolution probable dans les années prochaines, un point essentiel est celui de savoir comment évoluera la situation au Japon. En effet, ce pays détient une position clé en Asie. Les importations japonaises en provenance de la région sont un moteur de la croissance asiatique ; les investissements japonais financent les investissements de ces pays, nécessaires à assurer leur production exportable¹⁰. Les pays d'Asie constituent également un débouché important pour les exportations japonaises.

En raison des difficultés qu'il traverse, le Japon risque fort de modifier sa stratégie. Etant donné que les marchés de la région se sont effondrés, que par ailleurs la parité du yen par rapport au dollar a considérablement baissé et que les entreprises japonaises ont déjà, en bonne partie, fermé leurs filiales asiatiques, le Japon va sans doute réviser considérablement à la baisse sa production à partir des autres pays de la

¹⁰ Cette production est majoritairement vendue sous des marques japonaises.

région.

L'économie japonaise est en récession et sa monnaie se déprécie fortement. Le plan de relance de 128 milliards de dollars est considéré comme insuffisant pour relancer la consommation des ménages. En effet, il comporte, en plus d'un programme de travaux publics pour un montant de 60 milliards de dollars environ, un projet de réduction d'impôts de l'ordre 1000 dollars pour un ménage de quatre personnes au cours de l'année fiscale 1997-98, et de 500 dollars en 1998-99. Mais, selon une enquête effectuée par *Nihon Keizai Shimbun*, 76% des personnes interrogées ont déclaré qu'elles n'augmenteraient pas leur consommation à la suite d'une réduction d'impôts.

La crise d'endettement et la crise bancaire dans ce pays sont loin d'être résorbées. La dette publique dépasse 150% du PIB et les dettes des entreprises représentent le triple de celles des Etats-Unis. Les caisses de retraite ne sont pas provisionnées à la hauteur des besoins d'une population vieillissante. Des créances douteuses d'un montant de 1000 milliards de dollars, ce qui représente 20% des prêts, fragilisent le secteur bancaire. La fragilité financière du Japon contraste avec sa fonction de premier financier du monde, et en particulier des Etats-Unis, qui ont besoin du financement japonais.

La récession au Japon représente un nouvel obstacle à la reprise de la croissance des pays asiatiques qui voient se rétrécir un marché important pour leurs exportations et une source de financement essentielle. En outre, la faiblesse du yen, en rendant plus compétitives les exportations des produits japonais, réduira les parts de marché de pays comme la Corée et Taïwan.

Hyperinflation ou déflation ?

On peut imaginer aisément que l'Asie va connaître une période de stagflation, avec de forts risques de détérioration de la situation financière. En effet, la pénurie aiguë de crédit devrait encore se prolonger, malgré la renégociation partielle de la dette extérieure, en raison de l'effort de réorganisation et d'assainissement du système bancaire, chargé de créances douteuses. La récession qui se manifeste déjà est doublée d'une forte inflation d'origine importée. En ce milieu d'année 1998, malgré les gains de compétitivité dus à la dévaluation, les exportations, évaluées en dollars, baissent dans de nombreux pays par rapport aux niveaux constatés un an auparavant, en raison de la pénurie de crédit et de la surproduction. Les importations — y compris celles de demi-produits indispensables à la production des produits exportables — s'effondrent. En conséquence, il est probable que les soldes commerciaux, qui en ce moment s'améliorent du fait de la chute des importations, ne resteront longtemps excédentaires.

Pour l'heure, nous n'avons pas de renseignement sur les montants imputables au service de la dette et sur la façon dont celui-ci jouera sur les soldes courants. En conséquence, on peut même envisager la possibilité que les soldes courants soient beaucoup moins positifs que les soldes commerciaux. Ceci serait de nature à fragiliser

l'équilibre sur le marché des changes.

Ce scénario n'implique pas pour autant qu'une spirale « inflation-dévaluation », à l'instar de celle connue par les pays d'Amérique latine dans les années 1980, sera forcément à l'œuvre. Pour cela, il faudrait en plus que les revenus soient indexés sur l'inflation, ce qui n'est pas le cas pour le moment. Une éventuelle dollarisation de l'économie jouerait également dans ce sens. Or la possibilité que celle-ci prenne une grande ampleur dépend de l'instabilité de la valeur de la monnaie locale.

Une deuxième phase de stabilité monétaire, avec ou sans croissance, viendrait plus tard, en fonction du degré de reconstitution des réserves de change. Ainsi, le taux de change pourrait se réévaluer, rendant les importations moins onéreuses, et le service de la dette moins lourd. En revanche, la compétitivité-prix des exportations serait entamée et devrait être compensée par une baisse des salaires réels et/ou une augmentation de la productivité. La reconstitution des réserves a cinq sources possibles : un excédent courant, les emprunts auprès des institutions financières internationales, les crédits bancaires, les entrées de capitaux de portefeuille et les investissements directs (IDE).

Les emprunts auprès du FMI et d'autres banques publiques ne peuvent en aucun cas suffire à reconstituer les réserves au point de rendre possible la réévaluation de la parité de la monnaie. Pour obtenir ce résultat, il faudrait soit dégager un excédent courant important, soit obtenir le retour des flux internationaux de capitaux.

Un retour des capitaux d'ampleur suffisante ne peut être que le résultat soit d'un mouvement de privatisation important, comme ce fut le cas en Amérique latine, soit d'un retour de la croissance. Dans le premier cas, il s'agirait essentiellement des investissements de portefeuille. Dans le deuxième, il faudrait que ces pays maintiennent leur intégration dans un pôle de croissance régional qui, en même temps, leur assure leur insertion dans le marché mondial. D'où l'importance de savoir si la stratégie japonaise — qui consiste à utiliser ces pays comme des plates-formes d'exportation — sera poursuivie ou non.

Si la stratégie japonaise ne perdurait pas, l'intégration par le biais des investissements américains et européens ne permettrait pas un retour rapide de la croissance. En effet, il faudrait le temps de réorganiser l'appareil productif et de l'adapter aux besoins des nouveaux investisseurs. Dans ce cas, les pays d'Asie connaîtraient une période de récession où, une fois absorbé le premier choc des prix importés, la faiblesse de la demande intérieure provoquerait une déflation.

L'intégration régionale peut-elle aider à surmonter les problèmes actuels ?

Certains analystes se sont étonnés que la solidarité entre les différents pays asiatiques n'ait pas joué un rôle plus important dans la solution de la crise actuelle. Certes, comme le montre J.-L. Domenach (1998), l'intégration asiatique souffre du rôle ambivalent joué par le Japon et de l'ingérence des Etats-Unis à travers l'APEC.

Pourtant, les Etats asiatiques ont fait preuve de solidarité. Mais celle-ci s'est avérée insuffisante face à l'importance de la crise. En effet, dès le début de l'année 1997, les banques centrales des pays asiatiques — notamment celle de Singapour — ont apporté leur concours à la Thaïlande pour soutenir la monnaie, avant que les autorités de ce pays, constatant que cette politique ne leur faisait que perdre des réserves au profit des spéculateurs, ne décident de laisser flotter le baht.

En septembre 1997, au moment de la réunion annuelle du FMI qui s'est tenue à Hong Kong, les pays asiatiques ont pensé constituer un fonds d'entraide sous l'égide du Japon. Ce projet avait été vivement critiqué par le Etats-Unis qui craignaient que, par ce biais, les pays en détresse n'échappent aux conditionnalités du Fonds en matière de gestion de la crise. En fait, même si les Etats-Unis ne s'y étaient pas opposés, ce projet n'aurait pas vu le jour en raison de l'ampleur de la crise, y compris au Japon. En effet, touchées par les difficultés à rembourser des emprunteurs asiatiques, les banques japonaises voyaient leurs problèmes — déjà importants sur le plan intérieur — augmenter. Les possibilités d'intervention du Japon étaient en deçà des besoins. Toutefois, ce pays a participé de façon importante aux plans de sauvetage. Sa contribution est la plus substantielle qu'un pays ait fourni individuellement dans cette crise.

Enfin, certains pays asiatiques ont proposé, en raison de la pénurie de dollars dans toute la région, que les échanges entre eux se fassent en référence à une monnaie de la zone. Evidemment, cette tentative ne pouvait pas aboutir, étant donné la volatilité des cours de ces monnaies. Au total, l'ampleur du problème pour chaque pays a conduit les autorités de chacun d'entre eux à des tentatives de solutions individuelles.

De son côté, le FMI a tenté d'organiser la solidarité régionale sous son contrôle, comme en témoigne le plan de sauvetage de la Thaïlande, qui avait mis à contribution les autres pays d'Asie. Outre le Japon, dont la contribution est aussi élevée que celle du FMI, soit 4 milliards de dollars, les autres pays de la région devaient participer au financement avec des sommes allant de un demi-milliard de dollars (Indonésie, Corée, Philippines) à un milliard (Malaisie, Australie, Chine). Mais la plupart de ces pays, en proie aux mêmes difficultés, n'étaient plus en mesure d'honorer les engagements que la solidarité imposait vis-à-vis de leurs voisins.

L'intégration régionale, loin de fournir une protection contre les crises, les accentue. Dans les phases de croissance, l'intégration fait que les effets positifs se conjuguent, la demande est démultipliée et se nourrit elle-même, la création d'un marché plus large est favorisée, rendant possible les économies d'échelle. Dans les phases de récession, le même phénomène se produit, mais le signe est inversé : la dévaluation dans un pays membre aura un impact sur les autres. La demande intérieure à la région ne peut pas se substituer à celle en provenance des pays se trouvant à l'extérieur de celle-ci, car un problème de financement entre la zone et le reste du monde ne tarderait pas à se poser. Au total, les effets récessifs deviennent cumulatifs. En cas de crise, la régionalisation ne peut pas représenter une alternative pour les pays en voie de développement qui, dans le cadre de la globalisation, sont tributaires du marché mondial. Ces pays sont bien plus vulnérables aux chocs sur les termes de l'échange,

sur les taux de change et sur les taux d'intérêt que les pays industrialisés. Ces derniers ont les moyens de tourner les difficultés à leur avantage, car ils maîtrisent les marchés mondiaux de capitaux et leur demande a un rôle déterminant sur les prix des exportations des pays en voie de développement.

Existe-t-il un risque de « dollarisation » des économies asiatiques ?

La dollarisation est un phénomène lié à la rareté de devises fortes et plus particulièrement de dollars, qui est la monnaie mondiale par excellence. Si, en l'absence de crise, les régions économiques ont tendance à libeller leurs échanges à l'intérieur de la zone aussi bien dans les monnaies fortes de la région (en l'occurrence, en yens) qu'en dollars, en période de crise et d'endettement, la pénurie de devises est avant tout une pénurie de dollars.

Dans la mesure où une partie des emprunts des pays en développement d'Asie était contractée auprès des banques japonaises, la part de la dette libellée en yens était dominante. Celle-ci était renforcée par le fait que le yen, entre 1985 et 1995 mais surtout depuis 1990, s'était apprécié par rapport au dollar. Ce n'est bien évidemment plus le cas depuis la dépréciation massive des monnaies intervenue à partir de juillet 1997.

Mais la dollarisation de l'économie est un phénomène d'une autre nature. Elle se produit lorsque la confiance dans la monnaie du pays a disparu et que le dollar se substitue à la monnaie locale pour des transactions internes au pays, entre agents locaux. Dans l'exemple latino-américain, la référence au dollar était omniprésente. Comme nous l'avons montré plus haut, ce phénomène fait courir le risque que la dette interne devienne dette externe du seul fait qu'elle est libellée en dollars.

Parmi les pays asiatiques actuellement en proie à la crise, les risques de dollarisation sont plus élevés pour l'Indonésie que pour les autres. En effet, la monnaie indonésienne est la plus instable, en raison des difficultés plus aiguës du pays. Mais les autres ne sont pas à l'abri d'un tel phénomène, tant que leur monnaie n'est pas stabilisée. Ainsi, si l'on ne peut pas encore parler de « dollarisation » des principales économies d'Asie, le risque existe. Un tel phénomène aurait de graves conséquences étant donné l'ampleur d'un endettement interne plus important que l'endettement externe.

La situation des marchés de change en Asie n'est pas stabilisée

La stabilisation constatée sur le marché des changes est le produit des accords passés entre les pays débiteurs et les principales banques créditrices, avec l'aval des Etats et sous l'égide du FMI. Mais aucune des réformes structurelles considérées par la communauté financière internationale comme indispensables au retour de la confiance et à la remise sur pied de ces économies n'est à l'œuvre. Il s'agit de la

réforme des systèmes bancaires, du « démantèlement des chaebols », de l'introduction de plus de transparence dans la gestion des marchés financiers. Etant donné que les institutions économiques et politiques sont restées pratiquement inchangées malgré le changement des représentants politiques, on peut douter que ces réformes aient lieu un jour.

Ces économies resteront tributaires d'événements dont elles n'ont pas la maîtrise. Dans le cas présent, la poursuite de la dépréciation du yen face au dollar pourrait être à l'origine d'une nouvelle vague de dévaluations compétitives. Il en serait de même si le yuan chinois devait être dévalué. L'ensemble de la zone étant perçue comme un bloc relativement homogène à quelques exceptions près, les difficultés d'un pays à honorer ses dettes pourraient déclencher une nouvelle série de dévaluations.

QUATRIEME PARTIE : LE TRAITEMENT DE LA CRISE ACTUELLE ET LES ENSEIGNEMENTS POUR L'AVENIR

I. LE FMI APPLIQUE UN « PLAN TYPE » ET SON ACTION EST VIVEMENT CRITIQUEE

Le FMI est le « maître d'œuvre » dans la gestion de la crise que traversent les pays asiatiques. Cette institution n'a pas tous les moyens nécessaires pour résoudre des crises de l'ampleur de celle-ci. Pour le moment, elle a élaboré un « plan type », semblable aux « plans d'ajustement structurel » qui avaient été appliqués dans les pays endettés, notamment en Amérique latine (partie III). Mais si, depuis le mois d'août 1997, les plans mis en œuvre impliquent des montants de plus en plus importants, les mesures prises s'avèrent insuffisantes pour stabiliser la situation, ce qui suscite des critiques. Celles-ci viennent de deux camps différents :

Dans les pays assistés, d'une part, les conditions sont jugées exorbitantes et inhabituelles (Corée) et la limitation de la souveraineté nationale est soulignée ; d'autre part, la politique est considérée comme inadaptée, et donc contreproductive. En effet, ces pays sont en proie à une restriction sévère de crédit, due à la fuite des capitaux qui réduit la base monétaire. Malgré cela, le FMI a imposé une hausse des taux d'intérêt qui a accentué la crise des liquidités. Cela a provoqué la faillite d'entreprises qui, autrement, auraient pu survivre. Les fermetures de banques en Indonésie, Corée et Thaïlande, considérées comme prématurées par certains experts, ont contribué à créer un climat de méfiance des déposants qui ont retiré une partie de leurs dépôts, ce qui a accentué la fragilité du système bancaire. Dans tous les pays où le FMI est intervenu,

les banques et les entreprises ont vu leurs difficultés s'accroître du fait de l'accentuation de la pénurie de liquidités. En outre, les tranches de prêts effectivement dégagées l'ont été pour des montants relativement faibles (sauf en Thaïlande) par rapport aux montants totaux des prêts consentis. Le FMI attend, avant de poursuivre l'aide financière, que les mesures qui accompagnent les plans soient mises en œuvre. Mais les responsables locaux rétorquent qu'il n'est pas possible de procéder à des restructurations sans ressources financières.

Aux Etats-Unis, le courant libéral s'interroge sur le bien-fondé de ces plans de sauvetage qui ne sauvent pas les pays concernés mais leurs prêteurs. Les tenants de ce courant prétendent que le FMI devrait être libéral jusqu'au bout et laisser aller à la faillite les banquiers imprudents qui ont prêté sans se poser sérieusement la question de la solvabilité des emprunteurs, trop sûrs que les Etats-Unis ou le FMI les cautionneraient. Si ce courant devient majoritaire, le gouvernement américain risque d'avoir les mains liées par le Congrès.

J. Sachs¹¹ réitère sa critique du FMI, selon laquelle celui-ci commence par refuser de voir la gravité du problème puis, lorsque la crise éclate, prête des fonds pour que les créanciers des pays industrialisés puissent être remboursés et impose des taux d'intérêt très élevés dans les pays débiteurs, lesquels, par leur effet récessif, aggravent la crise.

Le FMI, sans se remettre en cause, critique les conséquences de sa propre politique. Les institutions financières internationales n'ont rien fait jusqu'à maintenant pour informer le public sur la véritable situation financière des différents pays. Au contraire, elles ont fréquemment masqué la réalité et cela leur a été vivement reproché. Désormais, le FMI a décidé d'informer les investisseurs. Ainsi, par exemple, connaissant la situation de l'Argentine qui, depuis plusieurs années, a un déficit courant important, M. Camdessus a conseillé aux investisseurs d'être prudents. Mais le déficit courant argentin est le résultat de la politique de surévaluation du peso, prônée par le FMI, destinée à lutter contre l'inflation. Ainsi, après avoir promu cette politique et avoir encouragé les pays en voie de développement à financer leur déficit courant par l'entrée des capitaux, le Directeur du FMI conseille aux investisseurs d'arrêter de financer le solde courant argentin, au risque de déclencher une crise de change.

Les mesures prises dans le but de résoudre la crise sont contre-productives à moyen terme

La politique de restriction des dépenses publiques incluse dans les programmes du FMI ne fait qu'accentuer les points faibles de la structure économique et sociale de ces pays qui ont été à l'origine de la perte de compétitivité des exportations. En effet, les coupes imposées aux budgets publics se traduisent inévitablement par une diminution

¹¹ Cf. « High time to rein in the IMF », *International Herald Tribune* du 3/6/98.

des dépenses sociales et d'infrastructure, ce qui renvoie toujours la compétitivité des économies au faible coût de la main-d'œuvre. La dévaluation a partiellement rétabli la compétitivité-coûts des pays asiatiques concernés par rapport à leurs concurrents (Chine, Vietnam, Pakistan, Bangladesh). Mais, en renchérissant d'autant le prix des importations, elle présente deux inconvénients majeurs :

- S'agissant des pays spécialisés dans l'exportation des produits à faible valeur ajoutée, les avantages à l'exportation d'une dévaluation sont obérés par le fort contenu en importations (plus de 50%) des produits exportés.
- Les importations des biens d'équipement nécessaires à une élévation de la productivité du travail seront limitées faute de moyens de financement.

Ainsi, dans le court terme, la spécialisation internationale choisie, basée généralement sur l'assemblage de semi-produits importés fait que, lorsque la capacité d'importation diminue, la capacité d'exportation diminue également. Dans le moyen terme, l'importante dévaluation subie par ces économies aurait tendance à perpétuer une spécialisation internationale dont les avantages — la main-d'œuvre bon marché — s'épuise après quelques années de plein emploi. Pour en sortir, il faut que l'Etat fasse des arbitrages, parfois coûteux et difficiles, en faveur de l'éducation et de la recherche-développement. Ces décisions sont d'autant plus difficiles à prendre que, en période de réajustement de l'économie, l'exigence d'équilibre budgétaire l'emporte sur d'autres objectifs.

Le FMI dispose de peu de moyens pour lutter contre la corruption

En essayant d'imposer la transparence dans les affaires, le FMI se trouve confronté à la lutte contre la corruption. La fermeture des banques et des sociétés financières participe de cette double préoccupation. En Thaïlande, 58 sociétés financières non bancaires ont été fermées. En Indonésie, 16 banques — dont quelques-unes appartenant à la famille du président Suharto — l'ont été également, de même que 14 des banques commerciales coréennes, qui fournissaient du crédit essentiellement aux PME.

Les conditions du FMI sont mal ressenties par les acteurs locaux, qui y voient une ingérence dans les affaires intérieures du pays et une limitation importante de l'indépendance nationale. En effet, tant que la politique du FMI se limitait à réduire le niveau de vie des classes populaires, les dirigeants locaux, malgré l'impopularité que cela entraînait, la faisaient appliquer. Dès lors que les mesures incluses dans les plans de sauvetage veulent s'attaquer aux intérêts des élites elles-mêmes, leur application sera limitée, comme on l'a déjà vu en Indonésie, en Thaïlande et même en Corée¹². Le

¹² Les autorités thaïlandaises ont englouti une dizaine de milliards de dollars que le FMI avait accordés dans une tentative — manquée — de renflouer les compagnies financières non bancaires, propriété des membres du gouvernement. En Indonésie, trois plans ont été renégociés avec le FMI, mais il sont loin d'être appliqués dans les aspects les plus défavorables à l'élite au pouvoir. En Corée, les dirigeants ont essayé d'utiliser un crédit de la Banque mondiale pour secourir les chaebols qui devaient être restructurés,

FMI est obligé de composer avec les dirigeants des pays qu'il assiste, pour deux raisons essentielles : d'une part, il a peu de moyens de coercition sur les dirigeants locaux sur lesquels il doit s'appuyer, faute de quoi la crise deviendrait chaos. D'autre part, les dirigeants ont toujours les moyens de contourner les dispositions.

Le FMI peut se trouver à court de ressources

Le FMI a engagé 35 milliards de dollars en 1997 pour venir au secours des trois pays asiatiques qui l'ont sollicité. Au mois de mai 1998, il dispose encore de 15 milliards de dollars pour venir au secours d'autres pays qui en auraient éventuellement besoin. Eu égard au nombre de pays potentiellement en crise, ce montant est limité, surtout si on le compare avec les sommes destinées à la Corée, qui dépasseront les 20 milliards de dollars. D'autres économistes pensent que les ressources du FMI peuvent augmenter, mais qu'en revanche, les montants que les pays peuvent recevoir sont limités par les règlements. En effet, chaque pays bénéficiaire a droit à l'équivalent de 100% de sa quote-part, ou bien 3 fois celle-ci en trois ans. Or, dans le cas de la Thaïlande et de l'Indonésie, le montant représentera entre 4 et 5 fois la quote-part. Le Mexique, en 1994, a reçu l'équivalent de 7 fois sa quote-part. La quote-part de la Corée est de 1,1 milliard de dollars, et son emprunt équivaldrait à 20 fois ce à quoi elle a droit.

Après la crise mexicaine, le FMI a établi un fonds appelé *new arrangements to borrow*, qui constitue une nouvelle ligne de crédits pour venir en aide aux pays en difficulté visant à compléter les 24 milliards de dollars du fonds appelé *general arrangements to borrow*. Mais le FMI peut disposer des quotes-parts des pays développés qui acceptent de participer au plan de secours des pays actuellement en difficulté. Ainsi, l'Allemagne, l'Angleterre, l'Italie et la France ont dit qu'elles donneraient leurs quotes-parts, tandis qu'aux Etats-Unis des résistances se font sentir pour augmenter la participation. Le Directeur général du FMI a déclaré que les fonds du FMI sont actuellement insuffisants et qu'il faut négocier l'augmentation des quotes-parts. Or, une augmentation de 45% avait été décidée à la réunion du Fonds en septembre, représentant une cinquantaine de milliards de dollars. L'accord obtenu après de laborieuses négociations est mis en cause actuellement, car les responsables de l'institution estiment que l'augmentation nécessaire serait plutôt de 80%.

Il est probable toutefois que le FMI trouvera plus ou moins facilement les liquidités dont il estime avoir besoin, bien que le Congrès des Etats-Unis émette pour le moment de sérieuses réserves concernant l'augmentation de leur quote-part au FMI pour un montant de 18 milliards de dollars. Le principal problème réside plutôt dans l'efficacité de son intervention.

provoquant la colère des dirigeants de la banque.

Faut-il réformer les institutions monétaires internationales ?

Les critiques adressées au FMI ne portent pas toutes sur des erreurs d'appréciation que cette institution aurait commises. Une partie des insuffisances relève des limites de ces attributions. Ainsi, on regrette que le FMI ou la BRI ne puissent pas jouer le rôle de prêteur en dernier ressort au niveau international, à l'instar du rôle joué par la Banque d'Angleterre au début du XX^{ème} siècle (Aglietta, 1998).

D'autres difficultés proviennent du manque de moyens pour faire face à des phénomènes plus récents. L'augmentation du volume des capitaux flottants et les difficultés à les contrôler posent des problèmes nouveaux auxquels les experts internationaux devront réfléchir.

II. POURRA-T-ON, A L'AVENIR, PREVENIR LES CRISES ?

Comme nous avons essayé de le montrer dans la première partie de cette étude, la crise de surproduction et de surinvestissement n'aurait pas pris l'ampleur que l'on connaît si l'on n'avait pas procédé préalablement à une déréglementation des systèmes bancaires et financiers. Cette déréglementation a libéré le marché des capitaux et de change. L'incapacité à maîtriser les effets de l'arrivée massive de capitaux en provenance des pays industrialisés est l'une des principales causes de la crise. Or, ces mouvements de liquidités sont provoqués par la recherche de profits financiers plus élevés que ceux prévalant sur les marchés des pays industrialisés. Depuis que la crise a éclaté, les institutions financières internationales réfléchissent aux différents schémas qui pourraient, dans l'avenir, prévenir des crises semblables à celle qui est en cours actuellement en Asie. Ces schémas consistent essentiellement en une amélioration des règles prudentielles, considérées comme insuffisantes à l'heure actuelle. La nécessité d'une telle prévention s'impose lorsqu'on constate la multiplication spectaculaire des crises bancaires depuis le début des années 1980.

Actuellement, les crises bancaires constituent un problème général, mais les banques des pays sous-développés sont plus frappées que celles des pays industrialisés. En effet, 90% de celles-ci ont eu besoin d'assistance financière, alors que la proportion de celles des pays industrialisés s'étant trouvés dans cette situation représente 45% (Goldstein, 1997). Mais peu importe où se trouvent les banques en difficulté : les conséquences de ces crises menacent l'équilibre de l'ensemble du système, de plus en plus solidaire.

Les multiples causes de la fragilité bancaire

Si l'on peut considérer que la vulnérabilité accrue du système bancaire est due à une dérégulation mal préparée, tant dans les pays développés que dans les autres, les crises qui en ont résulté n'ont pas conduit à une véritable réforme des systèmes bancaires, sauf aux Etats-Unis. Dans les pays en voie de développement notamment, une série de pratiques contribue à la fragilité générale du système. On peut citer à ce titre (Goldstein, 1997) :

- La gestion publique des banques, qui comporte deux risques : la sous-évaluation des créances douteuses et l'allocation peu efficace des ressources. En effet, le gouvernement peut toujours renflouer les banques ayant prêté à des clients peu solvables ou ayant fait des investissements peu rentables. Ceci pose le problème de l'aléa moral¹³.
- Les prêts de complaisance, accordés aux administrateurs des banques pour leurs affaires commerciales privées, à des conditions plus favorables que celles du marché.
- Une surveillance insuffisante de la situation réelle de la banque, due généralement au « manque d'autorité » ou de véritable indépendance des experts chargés de contrôler la gestion des banques. Ce problème est parfois aggravé par l'ouverture de comptes sous de faux noms, pratique fréquente dans les pays en voie de développement.
- Les techniques comptables insuffisamment précises et le cadre légal incomplet conduisent à une appréciation peu rigoureuse de la situation financière des banques. En particulier, la définition de créances douteuses peut être très différente d'un pays à l'autre. Il en découle généralement une provision pour risques nettement insuffisante.
- L'information concernant la solvabilité de l'emprunteur est incomplète. Les cinq critères généralement consultés dans les pays développés (cash flow, capital, branche industrielle et vulnérabilité conditionnelle) sont rarement pris en compte dans leur totalité car les moyens nécessaires à leur vérification sont déficients.

Mais Goldstein prend la précaution de signaler que la vulnérabilité bancaire des pays en voie de développement a ses racines dans des conditions plus générales que l'insuffisance des règles prudentielles, à savoir : les chocs sur les parités monétaires, sur les taux d'intérêt et sur les termes de l'échange. Il y ajoute un facteur politique, la volonté d'introduire un changement conduisant à des pratiques plus rigoureuses. L'expérience actuelle fournit des exemples qui prouvent que la volonté de changement a une importance majeure et que celle-ci est pratiquement inexistante.

¹³ On appelle ainsi le fait que certains agents économiques agissent sur les marchés se sachant couverts par des autorités publiques, nationales ou internationales, des risques propres à ces marchés. Ceci les entraîne à prendre des risques qu'ils n'auraient pas pris autrement.

Les règles prudentielles en vigueur, même appliquées rigoureusement, sont insuffisantes pour les systèmes bancaires des PVD

Les règles prudentielles élaborées par la Banque des règlements internationaux (BRI) ne sont pas adaptées pour traiter les problèmes bancaires des PVD car les problèmes découlant de la mauvaise classification des actifs, des approvisionnements insuffisants, du clientélisme des banques privées ou publiques ne sont pas pris en compte. Ces règles peuvent être résumées par deux ratios : le ratio Cook — selon lequel les capitaux propres doivent représenter 8% des actifs — et le ratio sur les provisions pour créances douteuses. Ce dernier demande une définition stricte des créances douteuses ; or les systèmes bancaires de la plupart des pays asiatiques n'ont jamais rempli ces conditions. Le ratio Cook, quant à lui, ne tient pas compte du fait que — en raison de la plus grande instabilité financière prévalant dans les PVD — une provision en capital plus importante serait nécessaire. Ce ratio n'est pas significatif si d'autres règles prudentielles ne sont pas observées ; en particulier, la provision pour créances douteuses doit être suffisante, faute de quoi le capital peut être augmenté au détriment des provisions. Ce ratio demande également que les pratiques discrétionnaires fréquentes (faux noms, clientélisme) soient bannies.

Il est également nécessaire que la BRI puisse surveiller en toute liberté le système bancaire des pays en développement et que les superviseurs aient le pouvoir d'interdire l'ouverture des banques étrangères si les règles ne sont pas respectées. Or, à l'heure actuelle, c'est loin d'être le cas. Lors des tentatives de supervision effectuées par la BRI, 20% des superviseurs n'ont pas pu réunir les éléments nécessaires à une évaluation complète des banques, et les 80% restants ont déclaré avoir eu des difficultés pour vérifier l'exactitude des informations fournies. Ces difficultés expriment la résistance des responsables monétaires d'un pays à se soumettre aux inspections internationales.

Les propositions faites par Goldstein contiennent des mesures de lutte contre la corruption, ainsi que des mesures visant à pallier le manque d'information sur le véritable état du marché, sur celui des entreprises et sur la situation macro-économique générale des pays en question. Une ouverture des marchés toujours plus grande, de façon à introduire la concurrence avec le capital étranger, est à la base de toutes les solutions proposées.

Le ratio Cook est d'une précision illusoire même dans les pays industrialisés

Les capitaux propres des banques sont constitués en partie de propriétés immobilières et, dans le cas des pays asiatiques, d'actions des sociétés non financières. Les capitaux détenus sous ces formes sont susceptibles de dévalorisation brutale en cas d'éclatement d'une bulle spéculative, comme cela a été le cas à l'été

1997. Lorsque la valeur des capitaux propres se contracte, il est impossible de réduire aussitôt la masse des crédits accordés. Les banques se trouvent à ce moment-là dans l'impossibilité de satisfaire la condition imposée par le ratio Cook. Il leur faudra de longs mois pour y arriver et les mesures qu'elles doivent prendre pour atteindre progressivement ce niveau provoqueront une hausse des taux d'intérêt et une aggravation du manque de liquidité de l'économie, qui accompagne toujours ce type de crise.

Entre-temps, dans le but d'augmenter les liquidités et de diminuer les coûts de fonctionnement des banques, **le coefficient des réserves obligatoires** (les capitaux que les banques commerciales ont dans des comptes spéciaux auprès de la banque centrale) sont progressivement réduits dans tous les pays. Or, ces capitaux sont les seuls qui, en cas de crise de liquidité, soient réalisables immédiatement et dont la valeur reste inchangée en monnaie locale.

De nouvelles règles prudentielles sont proposées

Des représentants de différents organismes internationaux (FMI, BRI) élaborent de nouvelles règles qui devraient améliorer la solidité bancaire. On évoquera parmi celles-ci les règles proposées par l'Institute for International Economics (Goldstein, 1997). Après s'être posé la question de savoir s'il fallait un système unique ou à double niveau, Goldstein tranche en faveur de ce dernier, qui comporte plus de rigueur pour les pays demandeurs. L'adoption des critères énoncés ci-dessous ne serait pas obligatoire, mais elle serait une condition pour avoir droit au secours du FMI en cas de besoin. Huit critères constituent l'essentiel des règles prudentielles de ce projet, appelé International Banking Standard (IBS) :

- La publicité de l'information concernant la situation financière des banques. Celle-ci doit être accessible au public spécialisé et aux profanes. Outre le bilan, serait publiée une information concernant les risques hors bilan, ainsi que la liste des principales branches auxquelles les crédits ont été accordés et donnant le partage des revenus selon leur origine (intérêts ou autre source). Des renseignements concernant le montant des créances douteuses et les provisions pour créances irrécouvrables doivent être publiés également.
- Le cadre comptable et le cadre légal doivent se rapprocher des normes internationales, de même que les provisions pour divers risques. Il faut lever les obstacles s'opposant au transfert et à l'appropriation des sûretés en cas de non-paiement des dettes. Une loi sur les faillites permettant de rendre celles-ci effectives doit être adoptée.
- Préciser et réduire les retards après lesquels une créance serait considérée comme douteuse: soit 150 jours, soit 90 jours dans le cadre de la législation plus contraignante.
- L'amélioration des techniques de contrôle interne, devenues de plus en

plus sophistiquées comme conséquence de la complexité croissante des instruments financiers. Les superviseurs de la BRI doivent être en mesure d'évaluer les techniques de contrôle interne utilisées.

- Bien que l'intervention du gouvernement puisse être à l'origine d'une allocation de ressources peu efficace, celle-ci peut se justifier. Dans ce cas, elle doit être accompagnée de la plus grande transparence, pour éviter que, par le truchement des banques, la politique budgétaire ou monétaire ne soit rendue inefficace.
- Les prêts accordés aux gestionnaires de la banque pour leurs affaires privées doivent être limités. Ces prêts ne doivent en aucun cas comporter des conditions plus favorables que celles faites à l'ensemble des clients.
- Les capitaux propres des banques doivent respecter le ratio Cook. Mais celui-ci serait augmenté de façon à tenir compte des éléments supplémentaires de risque (volatilité, risque de fluctuations du taux de change ou des taux d'intérêt).

Ces règles ont pour objectif d'assurer la solvabilité du système bancaire mise en cause par la déréglementation à laquelle tous les pays ont procédé à partir des années 1980. Mais la déréglementation est porteuse, en elle même, d'éléments de crise que l'on veut combattre. En effet, l'une des premières manifestations de la déréglementation du système financier est la désintermédiation bancaire qui donne le droit à des institutions non bancaires, échappant au contrôle des autorités monétaires, de jouer le rôle des banques.

Les participations croisées entre entreprises crée également des opacités dans le système, car elles empêchent d'établir un panorama clair de la situation financière de chaque firme, comme l'illustrent actuellement les exemples coréens et japonais. Cette participation croisée peut dans certains cas impliquer également des institutions bancaires et financières. Au Japon, la « banque principale » participe au capital de l'entreprise dont elle a la tutelle. Les actions de cette entreprise font partie du capital de la banque qui, de ce fait, est vulnérable aux fluctuations boursières.

La déréglementation des marchés de change permet aux capitaux flottants d'exercer des pressions sur le cours des monnaies. Pour les contrer, les autorités monétaires sont obligées d'engager leur stock de réserves. Etant donné le volume de capitaux flottants qui est actuellement sur le marché financier international, il est quasiment impossible pour des pays en voie de développement de contrer ces pressions. La plupart des pays d'Asie en ont fait l'expérience, au prix de pertes de devises qui ont conduit leurs monnaies à des dévaluations massives.

Le contrôle des capitaux internationaux flottants est de la plus haute importance

Pour diminuer le risque de crise, la régulation des capitaux flottants est d'une grande importance. Leur effet déstabilisateur sur les systèmes financiers des pays qui les accueillent et les difficultés de ces pays à neutraliser ces effets imposeraient qu'une

réglementation permettant de contrôler leurs mouvements soit instaurée dans leurs pays d'origine. Plusieurs projets en ce sens existent à l'heure actuelle (Griffith-Jones, 1998). Ils consistent soit à imposer le dépôt d'une prime lorsque ces capitaux se dirigent vers des pays considérés comme « à risque », soit à imposer un système d'assurance, pour le prêteur ou pour l'emprunteur, avant d'effectuer une transaction. Ceci ne ferait que déplacer la difficulté, qui consisterait désormais à décider quels sont les pays à risque et quelle est l'importance de celui-ci. Selon le projet, c'est aux agences de rating que reviendrait cette tâche. Or Les appréciations des agences de rating manquent d'objectivité. Elles ont pour clients les entreprises qui sont, ou qui souhaitent être, cotées en bourse car ces entreprises ont besoin de faire évaluer leur situation financière pour informer les actionnaires. Les évaluations auxquelles ces agences procèdent ne peuvent, *a priori*, être tout à fait négatives à l'égard de leurs clients. Ces agences subissent en outre la pression de l'idéologie dominante. Jusqu'à l'explosion de la crise, il leur était quasiment impossible de donner des avis défavorables sur la situation financière des pays asiatiques, en raison de l'idée répandue par le FMI et la Banque mondiale selon laquelle ces pays connaissaient une situation solide.

La transparence est-elle actuellement compatible avec le fonctionnement des finances ?

Si l'information correcte des intervenants sur un marché peut aider à diminuer les risques, il n'est pas sûr qu'ils intègrent cette information dans leurs prises de décision. Dans les mois qui ont précédé la crise, il existait des informations permettant de comprendre que le risque augmentait dans les pays d'Asie mais les prêteurs n'en ont pas tenu compte. Bien au contraire : ils ont continué de prêter et en même temps, la prime de risque (l'écart entre le taux prédominant sur les marchés des pays développés et ceux auxquels ils prêtaient aux pays à risque), au lieu d'augmenter, diminuait ! Les banques européennes ont prêté massivement dans l'année qui a précédé la crise, sans pour autant augmenter leurs provisions pour défaut de paiement. L'opacité des marchés financiers n'est pas un trait exclusif des pays en voie de développement ; elle concerne le système financier à l'échelle mondiale. Elle est aggravée par la complexité des marchés de produits dérivés. Ces derniers défient même le contrôle interne, ce qui explique qu'une grande banque londonienne ait pu être mise en faillite par un employé opérant à Singapour, à l'insu même des gestionnaires de la maison mère.

Les crises sont inhérentes au système

A travers ces remarques, nous avons voulu démontrer que l'orientation prise par les principaux responsables des institutions financières internationales, qui se veulent garants du bon fonctionnement du système, ne peuvent empêcher l'instabilité du système. Par ailleurs, ce qui reste des garde-fous mis en place après 1929 pour éviter des crises (interdiction des fusions entre différents secteurs du capital financier et entre le capital bancaire et le capital industriel) est en passe d'être démantelé sous la pression des grands groupes qui projettent de vastes fusions.

Les mesures prônées actuellement pour limiter à l'avenir l'ampleur d'éventuelles crises n'offrent pas de garantie suffisante. En réalité, elles ne font qu'accentuer l'inégalité des conditions dans lesquelles les différents pays abordent le marché mondial. Les pays en développement subissent les mouvements des capitaux flottants, sans pouvoir les maîtriser. Dans les pays d'origine, les autorités monétaires n'osent pas affronter les puissances financières qui détiennent ces capitaux. Celles-ci sont extrêmement concentrées. Une trentaine d'institutions financières privées en auraient la maîtrise (Aglietta, 1998). Si, comme cela est reconnu, ces capitaux sont largement responsables de la crise actuelle, les plans de sauvetage, en faisant porter entièrement la charge financière du remboursement sur les pays débiteurs, n'en tiennent pas compte. Aucune dévalorisation de la dette n'est prévue.

A moyen terme, le transfert de richesse vers les pays développés limite la capacité de remboursement de la dette. Les pays les plus faibles tomberont dans un « piège d'endettement » et seront obligés de contracter de nouveaux emprunts pour rembourser la dette qui ne fera qu'augmenter au fil des années. Mais ce schéma, qui fait retomber toute la responsabilité sur les pays endettés et qui, à court terme, favorise les banques créditrices, pourrait avoir des effets indésirables. Comme la crise indonésienne le montre, l'instabilité sociale et politique qui menace l'ensemble de ces pays pourrait être à l'origine de crises plus graves.

Les crises jouent un rôle clé dans la régulation du mode de production capitaliste et elles ne peuvent pas être évitées. Les règles que l'on essaye de mettre en œuvre, et qui n'auraient pour but que d'adoucir leurs conséquences, sont elles-mêmes peu fiables parce que fondées sur des actifs passibles de dévalorisation.

Bibliographie

- Aglietta, M. (1998), « Dealing with systemic risk », contribution présentée au Colloque sur la crise asiatique, CEPII et Fondation Asie-Europe, Paris, 11-12 mai.
- Amsden, A & Singh, A. (1994), « Growth in developing countries : Lessons from East Asian countries. The optimal degree of competition and dynamic efficiency in Japan and Korea, *European Economic Review* 38, pp. 941-951.
- Amsden, A. (1989), *Asia's Next Giant*, New York, Oxford University Press.
- Balassa, B. (1988), « The lessons of East Asian development : An overview », *Economic Development & Cultural Change*, vol. 36, pp.279-290.
- Bradford, S., Kucinski, B. (1988), *The Debt Squads*, Londres, Zed Books.
- Chesnais, F.(1994), *La mondialisation du capital*, Paris, Syros.
- Changrok Soh (1997), *From Investment to Innovation ?* Seoul, Korea Research Institute, Korea University.
- Collins, S. & Bosworth, B (1996), *Economic Growth in East Asia: Accumulation versus Assimilation*, Brookings Papers on Economic Activity, 2nd quarter.
- Denison, E. (1967), *Why Growth Rates Differ : Postwar Experiences in Nine Western Countries*, Washington, Brookings.
- Domenach, J.-L. (1998), *L'Asie en danger*, Paris, Fayard.
- Fur, A. (1997), *La Corée du Sud à la recherche d'un nouvel équilibre entre l'économique et le social*, Rexecode, 1er trimestre.
- Goldstein, M. (1997), *The Case for an International Banking Standard*, Washington, DC, Institute for International Economics, avril.
- Goldstein, M. & Turner, P. (1996), « Banking crises in emerging economies : Origins and policy options », *BIS Economic Papers*, Bâle, n°46, octobre.
- Griffith-Jones, S. (1998), « How can Asian-style currency crises be prevented and better managed ? » Contribution présentée au Colloque sur la crise asiatique, CEPII et Fondation Asie-Europe, Paris, 11-12 mai.
- Himelfarb, C. (1992), « Libéralisme et hyperinflation », *Revue Tiers Monde*, t. XXXIII, n°129, janvier-mars.
- Himelfarb, C. (1992), « Convertibilité, stabilisation et dérégulation en Argentine ». *Cahiers d'Amérique Latine* n° 14.
- Hochraich, D. (1997), *Crises bancaires et remous monétaires en Asie*, Accomex n°18, nov.-déc.
- Ito, T & Krueger, A. (1996), *Growth Theories in the Light of the East Asian Experience*, Chicago, University of Chicago Press and NBER.
- Jetro (1996a), *White Paper on International Trade 1995*, Tokyo.
- Jetro (1996b), *White paper on Foreign Direct Investment*, Tokyo.
- Khan, M. & Reinhardt, C. (1995), *Capital Flows in the APEC Region*. Occasional Paper IMF, n°122, Washington D.C., mars.
- Kwan, C.H. (1994), *Economic Interdependence In The Asia-Pacific Region*, Londres, Routledge.
- Lakhous, F. (1997), « La crise financière thaïlandaise », *Risques Emergents*, Paris, Caisse des Dépôts et Consignations, Supplément au n°5, juin.
- Lau, M. & Wan, H. (1994), « On the mechanism of catching up », *European Economic Review* 38, pp. 952-963.
- Lee, Jaimin (1995), « Comparative advantage in manufacturing as a determinant of industrialization : the Korean case », *World Development* vol. 23, n°7.

Nicolas, F. & Krieger Mitelka, L. (1995), *L'innovation, clef du développement*, Paris, Masson, IFRI.

Mouhoud, E. (1992), *Changement technologique et division internationale du travail*, Paris, Economica.

Oman, C. (1994), *Regionalization and Globalization*, Paris, OCDE, Development Centre.

ONU, *Annuaire Statistique du Commerce Extérieur 1992*.

Porter, M. (1993), *L'avantage concurrentiel des nations*, Paris, Interéditions.

« The Asian miracle. Is it over ? », *The Economist*, 1^{er} mars 1997.

Tokunaga, S. (1992), *Japan's Foreign Investment and Asian Economic Interdependence*, Tokyo, University of Tokyo Press.

Turner, P. & Van't dack, J. (1993), « Measuring international price and cost competitiveness », *BIS Economic Papers* n° 39, novembre.

World Bank (1995), *World tables*.

Young, A.(1994), « The tyranny of numbers : confronting the statistical realities of the East Asian growth experience », *Working Paper* n° 4680, NBER.

Young, A. (1994), « Lessons from the East Asian NECS : A contrarian view », *European Economic Review*, 38, pp. 963-973.