

I
Regard théorique sur l'actualité

Origines et dynamiques de la crise asiatique¹

Rémy CONTAMIN²
Cyrille LACU³

Si la plupart des régimes de croissance en Asie ont été fragilisés par la déréglementation financière des années quatre-vingt-dix, la crise de 1997-1998 a pour origine des déséquilibres dissemblables. Bulle des prix d'actif d'un côté (Thaïlande par exemple), suraccumulation dans des systèmes productifs sous performants de l'autre (Corée par exemple), les développements de la crise auraient pu conduire à des ajustements variables. Des systèmes bancaires défectueux largement exposés au risque de change ont en revanche été un dénominateur commun aux pays les plus affectés par la crise. Combinées aux crises de balance des paiements, les déficiences bancaires ont homogénéisé la dynamique auto réalisatrice des ajustements. La surévaluation initiale des déséquilibres macroéconomiques par les autorités n'a fait qu'exacerber ces ajustements. L'étude des canaux de propagation de la crise met en évidence la complexité de la gestion institutionnelle d'une crise internationale de la dette privée. Sur le plan domestique, la nécessité d'ajustements substantiels mais indéfinis contraint les pays les plus affectés à repenser rapidement et en profondeur leur modèle de croissance, avec un risque élevé d'enlèvement. Sur le plan international, la crise a révélé l'inaptitude du système monétaire et financier international à contenir rapidement les risques systémiques découlant d'une insolvabilité diffuse à caractère privé. En l'absence de prêteur en dernier ressort international déclaré, les conséquences d'une hypothétique seconde vague de crises de change seraient d'autant plus étendues que certains des facteurs qui ont permis de circonscrire la première spirale déflationniste à l'Asie étaient de nature conjoncturelle.

La crise ouverte par les attaques spéculatives contre le baht thaïlandais en août 1997 a eu une portée considérable et mi-1998, ses effets étaient encore loin d'être entièrement identifiés et circonscrits. La forte volatilité des variables financières illustre la fragilité de l'équilibre actuellement atteint. Fondamentalement, elle découle de la situation dans laquelle se trouvent des pays en transition vers de nouvelles régulations plus en conformité avec les règles implicites de la globalisation. Les désordres sociaux, les oppositions violentes de groupes d'intérêt ou de la population dans son ensemble et les blocages institutionnels que l'on constate actuellement dans ces pays nourrissent sur les marchés des

1. Cet article, achevé fin juin 1998, a bénéficié des remarques de deux rapporteurs. Les auteurs tiennent également à remercier plusieurs lecteurs du CEPPII ainsi que les participants du séminaire mini-forum.

2. MINI-FORUM., Université Paris X-Nanterre, 200, avenue de la République, 92001 Nanterre Cedex 01, contamin@moliere.u-paris10.fr.

3. MINI-FORUM et CEPPII, 9, rue Georges Pitard, 75015 Paris, lacu@ceprii.fr.

craintes d'enlèvement et, en conséquence, des craintes de voir se concrétiser une seconde vague de crises de change, dont les conséquences aggraveraient une situation déjà dramatique.

Dans cet article, on revient sur les origines profondes et immédiates des événements asiatiques récents avant de présenter les canaux de la propagation systémique de la crise financière. Les principales interrogations suscitées par l'ampleur et la durée des ajustements sont rappelées et discutées. Elles concernent d'une part la question de savoir s'il existe des facteurs spécifiques aux pays de la région qui ont contribué à amplifier les ajustements, d'autre part la manière dont les principaux acteurs institutionnels ont réagi face à une défaillance évidente des marchés. Enfin, en étudiant la ré-allocation internationale des capitaux, on s'interroge sur la robustesse du système monétaire international dans la globalisation. Par rapport à ce dernier point, la crise partie d'Asie semble enfin avoir conduit à une réelle prise de conscience de l'ensemble des implications de la globalisation financière, et de l'urgente nécessité de remettre en question l'architecture actuelle du système monétaire et financier international.

Crise des fondamentaux ou générée par des dynamiques auto-réalisatrices, le débat sur la nature des crises financières a été brutalement ravivé (partie 1). De ce point de vue, le contingentement du phénomène à l'Asie pourrait être interprété comme la remise en question de ce qui a pu être appelé le «Miracle asiatique». On aurait alors affaire à une crise d'adaptation aux normes internationales d'un modèle caractéristique de croissance, commun à l'ensemble des pays asiatiques. Cette hypothèse est à la fois vraie et fautive (section 1). Vraie dans le sens où ces pays ont effectivement fondé leur développement sur une approche commune de la croissance par les exportations. Fautive au sens où ce commun dénominateur ne s'est pas traduit dans les faits par une homogénéité des régimes d'accumulation et des institutions chargées de les guider. Dans ces conditions, un processus similaire d'ouverture de leurs systèmes financiers au début des années quatre-vingt-dix (section 2) n'a pas produit des effets identiques. Si pour chaque pays l'incompatibilité fondamentale du maintien des modes de régulation antérieurs face aux exigences de la globalisation a été mise en évidence, les dysfonctionnements existants ont conduit à des déséquilibres de natures très différentes: entretien d'une bulle des prix d'actifs classique d'un côté, suraccumulation de facteurs conduisant à la fragilisation de l'appareil de production de l'autre. Ces divergences entre pays sont explicables par des particularités institutionnelles nationales mais aussi par des décalages dans les niveaux de développement. Sur ces deux points, la Thaïlande – plus représentative de l'ensemble des pays affectés – et la Corée sont les deux cas extrêmes que nous mettrons en avant pour essayer de comprendre la diversité des situations que recouvrent les événements qui se sont déroulés en Asie depuis juillet 1997. La première est une économie émergente encore pauvre et aux structures économiques souples. La seconde est très industrialisée, avec des structures rigides; elle a été acceptée dans l'OCDE au début de l'année 1997. Ces différences témoignent de l'opportunité de parler «des crises asiatiques» plutôt que «d'une crise asiatique» lorsque l'on s'attache aux origines du processus. Elles renvoient a priori à des causes réelles plus ou moins profondes et donc à des voies de résolution probablement différentes.

La concentration de ces déséquilibres dans des systèmes bancaires défectueux et leur fragilisation est en revanche un dénominateur commun aux cinq pays les plus touchés d'Asie (Thaïlande, Corée, Indonésie, Malaisie et Philippines). Du fait du rôle central qu'ils jouent dans l'entretien de la liquidité, et du fait de leur exposition substantielle aux risques qui découlent de l'exercice de cette fonction, ils ont été au cœur de la dynamique auto entretenue de ce que l'on peut appeler cette fois-ci «la crise asiatique» (partie 2). Aussi les modalités de sortie de crise conditionnant la stabilisation des anticipations, quelle que soit la nature des déséquilibres à l'origine, ne pouvaient pas se passer d'un schéma de résolution des problèmes simultanés d'illiquidité et d'insolvabilité des systèmes bancaires nationaux. La dimension systémique de la crise asiatique est ainsi analysée en trois temps. Les canaux de contagion internes aux pays les plus touchés sont tout d'abord mis en évidence (section 1). Puis sont discutées les réactions des autorités nationales et internationales et leur efficacité dans le renversement des anticipations des marchés (section 2). Enfin sont étudiés les canaux de propagation internationaux, donc les facteurs de résilience ou de déficience de l'équilibre financier global (section 3). Sur ce point, un environnement international favorable semble avoir permis une ré-allocation en bon ordre des capitaux. Mais cela n'a pu se faire que dans des conditions particulièrement favorables des cycles mondiaux et finalement avec un certain degré de coopération internationale dans le traitement de la dette des pays affectés.

En conclusion, il sera possible de tirer quelques enseignements sur l'avenir à moyen terme des économies Est asiatiques les plus affectées et sur leurs risques d'enlèvement. Dans cette perspective, la possibilité d'une configuration des cycles au niveau mondial moins favorable est une hypothèse extrêmement perturbante. Elle impose de s'interroger sur la gestion des crises financières internationales et ses limites actuelles, telles qu'elles sont apparues de manière sensible au cours de l'expérience asiatique récente.

UNE SOUS-ESTIMATION DE LA VULNÉRABILITÉ DES ÉCONOMIES DE LA RÉGION⁴

Parmi les dynamiques qui ont sous-tendu le processus de propagation internationale de la crise, la dimension «Asie» a souvent été citée dans les commentaires économiques comme un critère de décision important dans les processus de sélection des marchés. La manifestation de la crise intègre des facteurs purement psychologiques comme des enchaînements mécaniques, qui résultent de la façon dont sont élaborées les stratégies globales de diversification des investisseurs institutionnels (*cf.* deuxième partie). Sur le fond, le présupposé d'une «dimension asiatique», sur laquelle reposeraient ces deux canaux de contagion, peut être, dans une certaine mesure, validé par les faits.

4. Sauf contre-indication, toutes les données utilisées dans le texte sont issues du FMI. Par ailleurs, le lecteur pourra se référer au cours du texte au tableau statistique présenté en annexe, où sont présentées quelques variables macroéconomiques, monétaires et financières, sélectionnées sur la Corée et la Thaïlande pour illustrer nos propos.

Il existe entre les économies de cette région de fortes interdépendances commerciales (Graphiques 1 et 2). Comme on a pu le voir en Europe au cours de l'histoire du SME, elles peuvent susciter des tentations de dévaluations compétitives en chaîne dans les périodes d'instabilité des changes, qui peuvent expliquer en partie cette dimension locale de la crise.

Il serait possible de reproduire le même schéma caractéristique pour d'autres pôles de croissance régionaux, comme l'Amérique Latine. Cette dimension asiatique de la crise sous-tend cependant une réalité plus complexe. Loin d'évoquer une identité des régimes de croissance dans la région, il serait préférable de parler d'un commun dénominateur, en l'occurrence d'une approche commune des stratégies de développement économique, dont les interdépendances commerciales en seraient l'un des aspects.

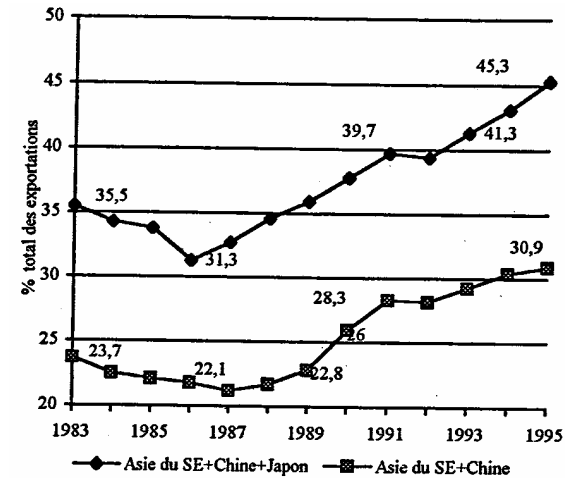
Historiquement, le processus d'émergence du pôle de croissance asiatique a été profondément influencé par les travaux théoriques de l'économiste japonais Akamatsu [1961]⁵. L'idée générale est que la croissance dans une région est fondée sur une dynamique du cycle du produit d'exportation, dont la production est transmise du pays initiateur au pays en retard à mesure que le premier atteint un niveau de développement plus avancé (section 1). Dans ce modèle, les interdépendances commerciales hiérarchiques ne peuvent toutefois conduire à une dynamique de croissance durable que si deux conditions sont respectées. Le pays en question doit d'une part se doter des institutions économiques adéquates, et celles-ci doivent d'autre part évoluer conformément au modèle d'Akamatsu à chaque nouvelle phase d'industrialisation. Dans la mesure où cette approche des

processus d'émergence a eu une influence indéniable dans l'histoire du développement économique des pays d'Asie de l'Est, une certaine cohérence des modes de régulation et de leurs transformations dans le temps aurait dû apparaître. Les régimes d'accumulation dans la région présentaient toutefois des particularités nationales très marquées, et ce indépendamment des différences dans les niveaux de développement. Expressions d'identités culturelles nationales, ces particularités peuvent être vues comme des incohérences de fond des politiques économiques nationales au regard du modèle d'Akamatsu qui expliqueraient pour certains pays le caractère insoutenable de leur modèle de développement. De ce point de vue, les modèles de développement thaïlandais et coréen sont caractérisés par des modes de régulation radicalement opposés.

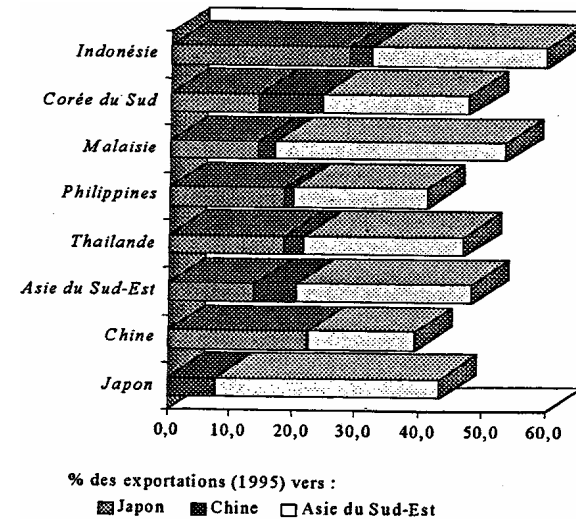
La libéralisation financière qui a lieu au milieu des années 1990 dans la plupart des pays asiatiques (section 2) soulignera l'incompatibilité de ces modèles de développement aux contraintes imposées par la globalisation. En générant de multiples aléas de moralité, elle mettra en exergue les dysfonctionnements internes propres à ces modèles qui ont conduit à la crise.

5. L'étude ci-devant n'a pas pour objectif de juger de la pertinence du choix de stratégie de croissance des économies émergentes d'Asie, mais uniquement de comprendre de quelle manière les pays d'Asie orientale sont liés entre eux et ont une sensibilité homogène à des chocs de compétitivité. L'exposé sera donc synthétique. Pour plus de précisions sur ce point, le lecteur pourra se référer à Champonnière et Dourille [1998].

GRAPHIQUES 1 ET 2 : LE COMMERCE INTRA ASIATIQUE.



Asie du Sud-Est: Indonésie, Inde, Corée, Hongkong, Singapour, Taïwan, Malaisie, Philippines, Thaïlande, autres pays d'Asie.



Source: Chelem - CEPII

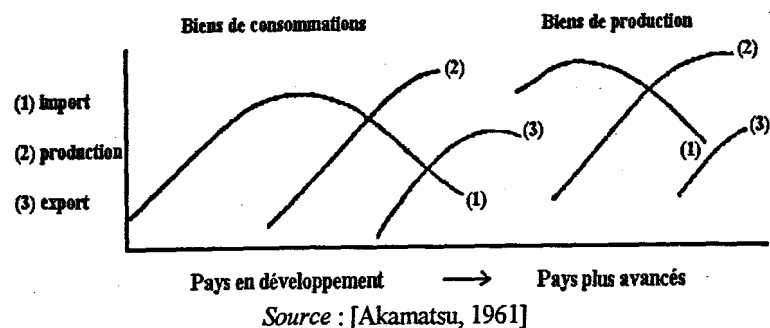
UNE DYNAMIQUE RÉGIONALE EXPLIQUÉE PAR UNE FORTE
SIMILITUDE DES STRATÉGIES DE DÉVELOPPEMENT:
LA « FORMATION EN VOL D'OIES SAUVAGES » ET SES VARIANTES

Le vol d'oies sauvages: un modèle efficace mais qui impose une forte cohérence des structures

Connue par l'image de la « formation en vol d'oies sauvages », l'approche des dynamiques de la croissance asiatique peut être décrite comme une théorie des déséquilibres perpétuels du commerce extérieur: puisque le commerce international naît de la différence de dotations factorielles entre les pays, les économies à bas revenus doivent fonder leur développement sur l'exportation des biens de consommation standards et les pays industrialisés sur les biens d'équipement à fort contenu technologique. L'émergence progressive des pays en retard de développement réussit alors grâce aux bénéfices attendus de la division internationale du travail. Mais à la différence des préceptes de la théorie classique, l'entrée dans une phase d'émergence est impulsée puis orchestrée par l'État, et garantie par un jeu d'ouverture/fermeture des marchés locaux.

Dans les premiers temps de son développement, l'économie est dans une situation où elle exporte des matières premières – quand elle en dispose – et importe des biens de consommation. Elle doit alors passer à une première phase de restriction de la demande intérieure et de recherche de canaux d'exportation de biens peu technologiques et à forte intensité de main d'œuvre. Dans cette deuxième phase, l'État influe fortement sur les orientations de la production et régule de manière discrétionnaire l'épargne des ménages, son niveau (épargne forcée) comme son allocation (stratégies nationales d'exportation et formation de champions). Le déficit de la balance commerciale se creuse avec une forte propension à importer des biens de production pour les besoins d'investissement qui donneront naissance à une industrie de biens de consommation. Testée d'abord sur un marché local protégé, cette industrie sera progressivement consacrée aux marchés extérieurs à mesure qu'elle approchera une taille critique. Le déficit commercial initial se résorbera partiellement avec le décollage des exportations de produits de consommation courante et le gain de parts de marché.

SCHÉMA 1: LE MODÈLE DE DÉVELOPPEMENT ASIATIQUE



Le relèvement progressif du niveau de vie de la population par l'élargissement de la base salariale conduit plus ou moins tardivement à celui du revenu par tête (selon la taille du réservoir de main d'œuvre). Dans la phase post-émergente, les salaires et le niveau d'éducation auront atteint un niveau tel qu'une évolution de l'orientation de la production vers des secteurs de biens d'équipements devient nécessaire pour passer d'une compétitivité prix à l'exportation à une compétitivité hors-prix.

L'accumulation du capital passe alors progressivement d'un mode extensif (rendements d'échelle, effets d'envergure et forte dispersion dans l'économie des revenus d'exportation) à un mode intensif qui génère des gains technologiques. L'État ne fait plus qu'assurer la permanence des institutions nécessaires au maintien d'un taux d'épargne nationale élevé et stable et est de moins en moins présent dans les choix d'allocation. Les mécanismes de marché se développent pendant que les coutumes, les institutions ad hoc et la réglementation discrétionnaire font place à un instrument juridique normatif (la loi) et à un cadre comptable rigoureux.

Le développement de l'industrie d'équipement prend alors assise sur un marché intérieur refermé sur ce secteur, qui peut lui permettre d'atteindre un seuil critique de production. Dans cette étape finale, le contenu en importations des exportations chute et la balance courante se redresse fortement. L'augmentation des exportations nettes de produits à forte valeur ajoutée compense largement le développement en volume des importations nettes de biens de consommation courante, dont les marchés ont été ouverts progressivement à la concurrence étrangère. Ces anciennes industries exportatrices se délocalisent vers les économies à bas revenus, où leurs produits sont moins coûteux. La demande intérieure des ménages peut alors se diversifier. En retour, si les spécificités locales de cette demande intérieure requièrent une main-d'œuvre qualifiée et des outils coûteux, nécessaires à une production fine, elle va rapatrier une partie de la chaîne de production sur le sol national (l'assemblage...).

Selon Akamatsu, ce modèle de développement implique la constitution, au moins au départ, de champions nationaux comme fer de lance des exportations. Qu'il s'agisse d'oligopoles sectoriels (Japon, Indonésie), de conglomerats industriels diversifiés (Corée), ou encore d'industries nationalisées (Taïwan avant la libéralisation financière), l'objectif est d'atteindre une taille critique et de faciliter la diffusion des décisions du contrôleur public ou la coordination entre pôles de développement du pays, mais toujours sans passer par des procédures de marché. Ce modèle implique donc aussi une grande proximité des responsables publics et privés. Les politiques et l'administration doivent également être d'une grande clairvoyance pour se raisonner à prendre de moins en moins part aux décisions stratégiques d'investissement à mesure que l'appareil industriel se complexifie. En outre, dès le départ, les systèmes d'incitation à l'investissement dans certains secteurs de production doivent être suffisamment souples et réformables pour que l'économie, de plus en plus insérée dans les échanges mondiaux, puisse adapter rapidement ses stratégies d'exportation aux évolutions non anticipées des cycles mondiaux.

De la même manière, dans sa phase de décollage économique, la sphère financière ne possède pas d'instances de décision autonomes. Elle est

mplètement conçue au service de l'industrie. Le développement du crédit est cadré et son allocation biaisée par des incitations fiscales, subventions et bonus et la pratique intensive de l'«administrative guidance»⁶. L'épargne nationale cumulée dans les comptes des banques est à la fois stable – le maquis élémentaire limite la concurrence bancaire pour la collecte des dépôts sur les épargnés et les taux – et élevée – épargne des ménages forcée et/ou profits réinvestis massivement grâce à des règles d'amortissement incitatives. Là encore, la difficulté réside dans ce que toutes ces contraintes doivent progressivement disparaître, pour faire une place plus grande aux mécanismes de marché. La complexification de la production et un recours moins indispensable aux champions nationaux pour développer des activités à fort contenu en valeur ajoutée exigent au contraire une plus grande dissémination de l'épargne disponible et, corrélativement, des formes contractuelles plus personnalisées pour des emprunteurs dont les besoins diversifiés sont eux-mêmes plus hétérogènes. On en revient alors à ce qui a été dit précédemment : le règlement discrétionnaire et les institutions de concertation hors marché ne peuvent céder le pas à une norme légale.

Un modèle asiatique commun mais dont les variantes nationales n'expliquent que partiellement la hiérarchie des niveaux de développement

L'entrée des pays d'Asie orientale dans un cycle de haute croissance s'est faite progressivement avec le Japon comme leader. À partir des années soixante, la Corée, les Philippines, Singapour et Taïwan ont constitué la deuxième vague de la formation en V du modèle de développement d'Akumatsu. Maintenant considérés comme des pays développés ils ont été suivis à partir de la deuxième moitié des années soixante-dix d'une troisième vague, avec la Thaïlande puis la Malaisie. Ces pays ont pleinement bénéficié du retournement du dollar suite aux accords du Plaza en septembre 1985. En créant des opportunités nouvelles pour les plus industrialisés de la région, la baisse du dollar a enclenché une demande régionale dynamique et un véritable boom du commerce extérieur de la région entre 1987 et 1992. La Chine a également initié ses premières réformes à partir de 1978. Plus récemment, l'Indonésie, puis les Philippines ont formé une quatrième vague, de sorte que cet ensemble régional hiérarchisé a bénéficié jusqu'à 1994-1995 d'une dynamique de croissance autocentrée au niveau régional entre pays aux besoins peu ou prou complémentaires. Avec l'arrivée de plusieurs pays à un niveau de développement avancé, les volumes d'investissements directs intra-

6. Pour les jeux d'ouverture/fermeture des marchés intérieurs et sur le rôle du système financier, on pourra se référer au rapport de la Banque mondiale [1993]. Sur ce dernier point, offre une description détaillée des systèmes d'allocation hors marché des ressources financières dans chaque pays – présentés sous les termes pudiques de «patronage» et «rentisme concurrentiel» –, et de la nature des circuits de corruption qu'ils ont fait naître. Ainsi, en Corée comme en Indonésie, les préférences sectorielles passaient par des subventions et bonus de taux, alors qu'à Taïwan elles prenaient plus la forme d'enveloppes aux entreprises publiques. En Thaïlande et en Malaisie, l'appareil public d'incitations était moins structuré – compte tenu d'une stratégie d'exportation nationale moins affirmée –, mais existait et bien – État autoritaire. Les canaux de collusion passaient moins par l'administration que par la corruption des responsables politiques et militaires. C'était aussi le cas en Indonésie. Une manière générale, l'influence du modèle japonais dans l'institutionnalisation des structures qui ont permis ces déviations est clairement établie dans la littérature sur le sujet (cf. plus récemment le rapport de la Banque mondiale [1997]).

régionaux se sont multipliés. Ils ont encore permis d'enrichir la dynamique régionale de nouvelles complémentarités (apprentissage accélérés, rapprochements industriels...). C'est ce que l'on avait alors appelé le «recentrage asiatique», qui explique l'importance du commerce intrarégional dans les échanges internationaux et la corrélation des cycles économiques dans la zone. Enfin, au début des années quatre-vingt-dix, le cadre de cette dynamique s'était à nouveau élargi au Vietnam et dans une moindre mesure au Myanmar.

La dynamique d'émergence fondée sur le modèle de la «formation en vol d'oies» génère de fortes interdépendances commerciales. Implicitement, elle semble aussi renvoyer à une certaine homogénéité régionale des caractéristiques des régimes d'accumulation de chaque pays et de leurs transformations dans le temps. Or d'importantes différences existaient entre eux avant la crise, qui ne pouvaient exclusivement s'expliquer par l'hétérogénéité des niveaux de développement. C'est particulièrement le cas des économies thaïlandaises et coréennes, dont les développements historiques s'opposent doublement: d'une part, l'une était encore en pleine phase d'émergence alors que la seconde était en transition fragile vers le stade post-émergent, d'autre part les modes de régulation nationaux qui les caractérisent ont toujours été très différents à niveau de développement équivalent. Ces différences dans les régimes d'accumulation et dans leurs modes de régulation transcendent l'image qu'on pourrait avoir d'une identité asiatique.

a) Sur le caractère auto émergent de leur développement, l'investissement direct à l'étranger (IDE) comme canal de propagation de l'initiative de développement a été plus intensément utilisé pour les nouvelles économies émergentes (si l'on excepte les cas très particuliers de Singapour et Hongkong). La Thaïlande et l'Indonésie, mais aussi la Malaisie, ont bénéficié d'importants transferts en IDE. Outre l'apport technologique et le savoir-faire organisationnel, cette différence marquée avec la Corée, qui a toujours été très réticente à promouvoir sur son sol cette forme d'échange, amène la population à considérer avec plus de pragmatisme les aléas du commerce international. En particulier, comme la crise asiatique l'a illustré, les situations difficiles sont interprétées par la population sous un angle nationaliste qui peut conduire à des situations de blocage politique grave. C'est ce que l'on a vu en Corée au début de l'année 1998 vis-à-vis du FMI et de l'«étranger».

b) En matière de redistribution de la valeur ajoutée, l'opposition de la Corée par rapport aux autres pays d'Asie est encore manifeste.

Le développement exceptionnellement avancé du salariat et des institutions qui l'encadrent dans ce pays ne peut être expliqué que partiellement par le niveau de développement économique. Dès les premières phases d'émergence, un paysage syndical s'est créé dans les grands groupes. Avec violence parfois, il a imposé une réglementation du travail très contraignante pour l'employeur (emplois à vie...) et des réévaluations de salaire importantes⁷, le tout aboutissant à une très grande rigidité des structures de production en cas de choc macroéconomique. Par opposition, malgré les performances exceptionnelles en

7. Ainsi, entre 1982 et 1992, pour des progrès de productivité de + 6,3 % en moyenne par an, les coûts unitaires de main-d'œuvre augmentaient de + 11 % [OCDE, 1994]. Cette tendance s'est encore accélérée par la suite.

ermes de croissance en Thaïlande (toutes proportions gardées) et les progrès du salariat, la volonté des dirigeants de conserver le pays comme pôle attractif des IDE et comme destination touristique a fait que le coût de la main d'œuvre est resté très bas, la syndicalisation majoritairement proscrite et le code du travail quasiment inexistant.

La ré-allocation des revenus du capital est opérée là encore avec des différences marquées selon les deux pays et ce, indépendamment du stade de développement. La part du profit redistribuée aux actionnaires est particulièrement importante en Corée⁸, alors que, si l'on excepte l'Indonésie et dans une moindre mesure la Thaïlande, les autres pays d'Asie du Sud-Est ont tendance à privilégier l'autofinancement.

c) Le degré de concentration de l'appareil de production est encore une fois plus poussé en Corée qu'ailleurs: les chaebols pesaient avant la crise jusqu'à 25 % du pm en 1995 pour les dix premiers (39 % pour les 30 premiers). Créés sous la forme de conglomérats diversifiés par les Japonais pendant la période d'occupation (1905-1945), ils ont été véritablement reconstitués à dessein dans la deuxième moitié des années soixante-dix, avant le décollage économique de 1979, afin que le gouvernement autoritaire contrôle plus efficacement la transmission de ses décisions à l'économie. Leur existence résulte également d'un choix de stratégie industrielle, à savoir la création d'une industrie lourde et d'un secteur automobile national. Ils ont contribué à préserver le cloisonnement des marchés intérieurs, ce qui ne fut jamais le cas dans une économie comme Taïwan, malgré l'existence de grands groupes et jusqu'à récemment de grandes entreprises publiques. La Thaïlande se situe à cet égard aux antipodes de la Corée: sans stratégie industrielle particulièrement affirmée par l'État, le tissu économique thaïlandais est aussi beaucoup plus dispersé et constitue, au sens entendu plus haut, un «biais» aux conditions nécessaires à la réussite du modèle thaïlandais. Le recours massif aux IDE et un cadre salarial quasi inexistant ont toutefois permis de compenser ce biais théorique. En outre, si la Banque de Thaïlande constatait avant la crise un mouvement croissant de concentration dans le secteur industriel, le niveau de développement encore bas du pays ne justifiait pas pleinement la constitution de grands groupes à l'exportation.

d) Le choix de la politique de change a, pour tous, été implicitement ou explicitement, celui de l'ancrage nominal au dollar américain. Il s'agit là d'une distorsion majeure au modèle de croissance théorique, qui prônait plutôt le ciblage sur un panier réel des monnaies des pays partenaires. En outre, l'adoption d'une telle politique de change n'était nullement justifiée sur le plan de la crédibilité dans la mesure où ces pays n'avaient jamais eu d'expérience inflationniste dans la période récente. À cet égard l'ancrage nominal ne fut ni le choix de Singapour, ni celui de Taïwan au cours de leur dernière phase d'émergence⁹. Avant l'ouverture des systèmes financiers, et même si le dollar pouvait s'apprécier sensiblement, le problème de l'ancrage du change ne semble

8. C'est ici une différence importante avec le régime de croissance japonais, auquel on le compare souvent. Ce dernier rémunère très peu l'actionnaire en dividendes et, par le réinvestissement d'une partie substantielle des profits ou l'affectation en cash flow, privilégie les gains en capital.

9. Ces pays ont successivement choisi l'ancrage réel au dollar, en élargissant par la suite le panier de devises au deutsche mark et au yen, avant de se recentrer à nouveau sur la monnaie américaine.

pas avoir été central dans la mesure où, à l'exception de la Corée, le coût relatif de la main d'œuvre était extrêmement bas par rapport aux pays développés.

L'entrée d'un nombre croissant de pays de la zone asiatique dans le club des économies émergentes et l'accroissement du nombre des pays développés impliquaient cependant des ajustements structurels du régime de croissance. Ces adaptations étaient en Asie d'autant plus importantes que parmi les économies de la région, plusieurs commençaient à se faire une concurrence directe, alors même que les déficits courants se creusaient. Encore une fois, c'est en Corée que les besoins de restructuration étaient véritablement impérieux, compte tenu d'un côté de son degré d'avancement social et de l'autre, de l'inadaptation de ses structures industrielles, caractérisées par un mode d'accumulation du capital extensif (stratégie de parts de marché) et une forte utilisation de la main d'œuvre dans la production.

La vague de déréglementation financière de la première moitié des années quatre-vingt-dix prolonge d'une certaine manière les communs dénominateurs du développement asiatique déjà évoqués. À l'exception des cas particuliers de Hongkong, Singapour et Taïwan, elle s'est faite simultanément et selon le même processus pour l'ensemble des pays¹⁰. Cela ne veut pas dire pour autant que les conséquences de cette déréglementation ont été les mêmes dans tous les pays de la zone. Si elle a conduit à la formation d'une bulle immobilière et boursière puis à une crise bancaire «classique» en Thaïlande, en Indonésie, aux Philippines et en Malaisie, la Corée présente un schéma très différent qui correspond plus à une crise de régime d'accumulation. Son économie était dans une phase avancée de transition vers un stade post-émergent, qui aurait dû promouvoir une modification en profondeur de son mode de régulation. L'absence de contrôle du développement du crédit a obéré les mécanismes macroéconomiques internes qui auraient permis d'engendrer les pressions nécessaires à la remise en cause pressante de l'organisation des rapports sociaux et de ses choix industriels stratégiques passés. L'afflux massif de capitaux extérieurs a donné lieu à une baisse des taux d'intérêt réels et de fait, en accentuant encore les possibilités d'effet de levier, a amplifié les problèmes de rentabilité du secteur industriel apparus en 1994-1995. Avec une dette extérieure privée substantielle, plus éparpillée et touchant directement l'appareil de production coréen, les répercussions de la crise asiatique devraient a priori être beaucoup plus profondes dans ce pays.

L'OUVERTURE DES SYSTÈMES FINANCIERS DU DÉBUT DES ANNÉES QUATRE-VINGT-DIX: NON PAS UNE MAIS DES CRISES ASIATIQUES

Un processus de déréglementation autant voulu par les investisseurs étrangers que par les autorités nationales

Les dysfonctionnements induits par la déréglementation financière étudiés ici sont résumés dans le tableau 3. Ce dernier récapitule la dynamique complète

10. On peut à cet égard opposer le cas coréen à Taïwan, ces deux pays ayant connu un développement relativement synchrone. Alors que dans les deux pays la politique de

le la crise, de ses origines aux propagations internationales. Afin de tenir compte des particularités d'avant crise propres à chaque économie, on indique parfois entre parenthèses si les différents facteurs spécifiés correspondent plus au cas coréen ou thaïlandais. Les situations initiales dans les trois autres pays sévèrement touchés par la crise correspondent davantage au cas thaïlandais. Dans la deuxième partie du tableau, la dimension systémique de la crise est présentée dans son déroulement de manière plus homogène. Cela constitue donc davantage un canevas des interdépendances de crise les plus souvent constatées qu'une logique applicable à chaque pays émergent.

Sous la forte pression des pays développés (négociations du GATT), mais aussi confortés par la croissance à double chiffre des années 1987-1992 et la hausse des taux de profits et des prix d'actifs, les gouvernements des économies émergentes de la région ont commencé à ouvrir les comptes financiers de leurs balances des paiements au début des années quatre-vingt-dix. Dans le but d'importer de nouvelles techniques de production et un savoir faire commercial, il a tout d'abord fallu promouvoir l'accueil d'investissements directs. Puis, compte tenu des rythmes d'accumulation, la pression sur les taux d'intérêt locaux a conduit les autorités à élargir et à approfondir les possibilités de placement sur les marchés d'actions et les marchés obligataires alors atrophés.

D'une manière générale, la méfiance envers les institutions étrangères, susceptibles de faire main basse sur des entreprises fleurons cotées en bourse, a conduit les autorités locales à maintenir des plafonds de placement relativement bas. Pour ces raisons notamment, les opportunités nouvelles offertes aux investisseurs n'ont pas été le canal principal à travers lequel ces derniers sont entrés sur ces marchés asiatiques.

Le véritable boom des entrées de capitaux et la baisse des taux d'intérêt intérieurs qui l'a suivi ont en fait commencé avec l'abandon de la réglementation interdisant l'émission de crédits en devises aux institutions privées locales soit via un simple assouplissement de la réglementation financière et de change (Corée), soit via la création d'îlots offshore permettant le compartimentage et la défiscalisation des prêts en devises (BIBF¹¹ en Thaïlande, Indonésie...). Parallèlement, le développement de l'activité de dépôt en devises a été encouragé par la réduction sinon la suppression des réserves obligatoires sur ces derniers (Thaïlande, Corée, Philippines) et par l'instauration d'une fiscalité plus favorable sur les revenus en devises. Un relâchement substantiel des conditions de crédit, déjà faibles – les obligations de collatéraux qui existaient avaient déjà été assouplies –, et un assouplissement des règles de concurrence bancaire ont eu lieu. C'est le cas notamment en Corée, où les plafonds de rémunération des

immédiatement allé beaucoup plus loin dans son processus de déréglementation. Elle a conduit en même temps une vague de démantèlements industriels, des privatisations, l'ouverture des circuits financiers et amélioré très sensiblement la transparence et le dispositif prudentiel qui l'encadre. Ainsi, la politique du crédit et les modes de financement des entreprises ont été réformés suffisamment tôt, ce qui a altéré les collusions hors marché et a permis d'évincer les nœuds d'aléa de moralité qui ont caractérisé la Corée. L'assainissement du système bancaire suite à la crise financière du début des années quatre-vingt-dix a été rapidement réalisé, donc à moindre coût. L'adaptation des structures industrielles a ainsi pu être contrainte par les mécanismes de marché [Rodrick, 1996].

1. Bangkok International Banking Facilities.

ressources sous forme de dépôts ont été révisés à la hausse¹². Enfin, des marchés à terme ont été créés, mais dans des conditions telles qu'ils étaient inefficaces et coûteux¹³.

Finalement, en même temps qu'ils disposaient d'un accès légal plus large au financement externe, les établissements de crédit et autres institutions financières susceptibles de s'endetter en devises ont intensifié leur politique concurrentielle.

Les marges d'intermédiation ont encore été réduites, alors même qu'elles étaient déjà structurellement étroites du fait du nombre excessif d'établissements sur des marchés insuffisamment développés. Devant ces évolutions, la réglementation prudentielle et l'organisation de la supervision comme les obligations d'information et le cadre comptable avaient été peu modifiés, n'intégrant pas la dimension désormais internationale des activités financières¹⁴. De cette manière, avec des mannes de financement externe d'autant plus larges que les taux d'intérêt mondiaux étaient orientés à la baisse, la politique monétaire avait peu d'influence sur l'évolution des agrégats.

Si la déréglementation financière a été menée pour partie sous la pression américaine via les dernières négociations du GATT, elle avait également des motivations internes. D'une part, développer et internationaliser les marchés boursiers devait permettre aux institutions financières locales de diversifier leurs risques et accroître la liquidité des titres en élargissant le panel des investisseurs. D'autre part, déréglementer l'activité en devises devait permettre d'accélérer l'entrée des IDE, en facilitant la gestion de trésorerie des implantations étrangères (Thaïlande, Indonésie...) ou des groupes locaux (Corée). Enfin, d'une manière générale, le secteur bancaire n'a pas cherché à empêcher ces réformes, bien au contraire. Il n'en retenait pas les conséquences en matière d'adaptation des normes, mais exclusivement les implications favorables, à savoir le gonflement des volumes, sans renforcement de cadre prudentiel, et toujours avec la garantie implicite de l'État.

La crise asiatique est la manifestation brutale d'un changement de régime

Des économies qui avaient été organisées autour de normes sociales pensées exclusivement en fonction de références nationales, en s'ouvrant sur l'extérieur par le déverrouillage progressif de leur balance des paiements au niveau commercial puis des comptes financiers, auraient dû être contraintes d'altérer le caractère local des médiations sociales qu'elles utilisaient auparavant. Avec l'accroissement des interdépendances financières, ces économies se devaient d'adopter un nombre croissant de normes communes, nécessairement explicites, puisque servant à la stabilité dans le temps des relations contractuelles entre des agents aux références sociales différentes. En accentuant la concurrence à l'intérieur du

12. En Thaïlande et en Indonésie, à la différence de la Corée, des allègements réglementaires ont permis la création de nombreuses institutions financières non bancaires.

13. Les opérations de couverture à terme comportent une partie de termaillage. Or la plupart du temps, ce type d'opérations demeurait interdit ou soumis au contrôle administratif, restreint par la règle de la demande réelle.

14. Seule la Malaisie a continué de privilégier l'IDE, montrant une méfiance certaine vis-à-vis des capitaux à court terme.

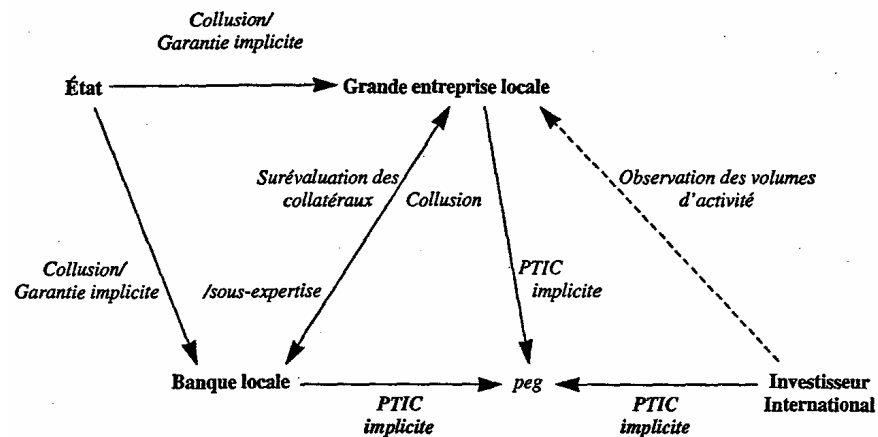
système bancaire, c'est-à-dire en renforçant la référence au marché, le développement induit de l'anonymat exigeait l'introduction de cadres juridiques et prudentiels normatifs et poussés, avec corrélativement des règles minimales de transparence.

Pour les pays émergents en particulier, dans lesquels l'usage et la coutume sont plus importants et dans lesquels les systèmes juridiques et comptables sont plus laxistes, les contrats implicites entre agents sont beaucoup plus répandus. Or la garantie implicite génère une incertitude quant à son respect. Son ambiguïté est d'autant moins perçue que la croissance économique est forte (la croissance des volumes offrant alors une fausse garantie). C'est vrai dans le cadre d'un échange entre agents locaux, mais c'est encore plus sensible quand il s'agit d'une transaction internationale, puisqu'en l'absence de normes juridiques objectives, les risques d'interprétations divergentes des engagements contenus dans un contrat sont encore accrus.

L'absence de remise en cause des anciennes normes a conduit à l'apparition de multiples nœuds d'aléa moral

L'intensification de la concurrence dans les activités de prêt et de collecte de l'épargne – tant pour les dépôts des ménages qu'avec l'ouverture de la manne financière internationale – s'est produite alors que demeuraient d'une part des canaux informationnels essentiellement hors marché, et d'autre part une absence de remise en question des processus de décision et formes de surveillance passées compte tenu des bons résultats apparents. L'expérience voulait que des pays à fort taux d'épargne ne puissent pas subir de crise financière grave. Sans que ce raisonnement soit parfaitement fondé, l'argument avancé était que de tels flux d'épargne offraient des marges de manœuvre suffisantes pour diluer toute crise financière et absorber le coût dans le temps sans atteindre l'équilibre de change.

SCHÉMA 2 : LES NŒUDS DE L'ALÉA MORAL



Les nœuds d'aléa moral ont été multiples dans la relation entre l'investisseur international et la banque locale. Par une dynamique auto-renforçante et malgré des signes de tension de plus en plus visibles, ils ont nourri le sentiment sécuritaire. Outre le contexte macroéconomique de baisse mondiale des taux d'intérêt, particulièrement soulignée au Japon, les mécanismes qui ont conduit à l'accumulation excessive de capitaux à court terme furent les suivants :

- Le rapport de la banque à l'État était conçu comme un système de garantie implicite dans la mesure où les choix d'allocation du crédit, délégués par l'investisseur étranger à la banque locale, étaient influencés par l'État, soit directement (« administrative guidance », nomination des dirigeants...), soit indirectement (incitations fiscales, enveloppes sectorielles, bonus...). Cette garantie implicite était également renforcée par les manquements, sinon l'absence même de loi sur les faillites et les procédures de redressement bancaire dans l'ensemble des pays de la région [Gamble, 1998]. En cas de problème, ce laxisme impliquait nécessairement une solution de compromis. À défaut d'un système prédéterminé de répartition des responsabilités et faute de remettre en question l'ensemble des relations bancaires à l'intérieur de l'économie comme avec l'extérieur, l'État devait se porter garant. Dans certains pays, après des avertissements de la communauté internationale suite à la déréglementation en 1994-1995, l'aléa de moralité s'est encore accru quand des règles prudentielles et de capitalisation maquillées ont été introduites. Si les investisseurs étrangers n'étaient pas dupes, l'effet psychologique fut de donner à ces derniers un élément de repère sur un marché qui en avait peu, et finalement d'ancrer les anticipations sur des indicateurs biaisés¹⁵.

- La tutelle de l'État a également joué un rôle ambigu dans le développement de l'expertise bancaire. Elle a, d'une certaine manière, trahi la mission implicite de contrôle que lui confiait l'investisseur étranger en réduisant l'incitation à l'amélioration de l'outil d'expertise en période de développement accéléré (approche du marché, sélection des collatéraux...). De manière très visible, cet environnement a paradoxalement généré des comportements de rationnement par le contingentement des crédits (planchers ou plafonds sectoriels). Ont ainsi été rationnés certains entrepreneurs solvables de moyennes et petites tailles qui n'entraient pas dans le cadre des choix stratégiques publics ou dans le système de collusion. Dans le même temps et de manière à élargir les marges de profitabilité, cela a conduit à privilégier, outre les entreprises protégées, les projets les plus risqués et les plus spéculatifs. Ces effets ont été d'autant plus puissants que les nombreux *clausus* sur les activités financières et bancaires ont été en même temps partiellement abandonnés (Corée, Thaïlande, Indonésie notamment). Avec l'accroissement du nombre d'institutions financières illiquides pour des niveaux de bancarisation encore modestes, et l'idée selon laquelle la garantie publique interviendrait avec d'autant plus de certitude que la banque ou

¹⁵ C'est notamment le cas de la Corée, qui a mis en place des ratios « Cooke » dont la définition des composantes était de moins en moins restrictive avec le temps, fonction décroissante des stocks de créances douteuses. De la même manière, la décision de publier des taux de créances douteuses officiels répondant à une approche très locale de la qualité du crédit a eu un impact psychologique négatif qui ne faisait qu'apaiser momentanément les marchés.

l'institution financière en difficulté est importante, les plus récentes et petites ont cherché à atteindre rapidement une taille critique au détriment de la profitabilité¹⁶. Avec une faible capacité d'expertise mais des ressources en devises abondantes, la politique agressive de distribution du crédit a alors conduit à des prises de risque excessives et finalement à des pertes substantielles.

- Pour les pays ayant constitué leur politique de développement autour de la promotion de champions nationaux et de conglomérats géants, quand le risque bancaire regardait la solvabilité des emprunteurs locaux plutôt que directement le risque d'explosion des positions bilantielles courtes en devises, la garantie implicite était doublée par le sentiment de sécurité conféré par la taille de l'emprunteur (entreprises trop importantes pour faire faillite), ses connexions avec le pouvoir ou son caractère stratégique dans la politique d'insertion internationale du pays. Sur ce point particulier, le système coréen semblait donc artificiellement plus robuste que ceux des économies dont le tissu industriel était moins concentré, le système thaïlandais et dans une bien moindre mesure l'indonésien. L'opacité des performances des investissements des conglomérats et leur situation supposée de surendettement étaient contrebalancées par l'observation de la croissance du chiffre d'affaires. Dans le cas coréen, le volume des échanges était devenu la variable modératrice¹⁷, comme la valeur des collatéraux le fut dans l'économie thaïlandaise, mais à ceci près que dans ce dernier pays, la surestimation de la valeur des collatéraux se faisait sur le secteur non productif principalement (immobilier) alors que dans le premier cas, c'est l'ensemble de l'appareil de production qui fut affecté par les surinvestissements [Krugman, 1994, Ramsay, 1998].

- Dernier nœud de dysfonctionnement, l'absence de produits d'endettement longs et, simultanément, l'ancrage nominal de tous les pays de la région sur le dollar¹⁸, générèrent un double aléa moral: le maintien depuis plusieurs années des ancrages de change avait été associé aux bonnes performances macroéconomiques des économies de la région, sans faire la part de ce qui revenait à l'influence positive du cycle de dépréciation de la devise américaine. Au début de l'ouverture des systèmes financiers, la crédibilité de la politique de l'ancrage nominal a même enclenché une dynamique auto-renforçante: l'afflux considérable de capitaux pressait les monnaies asiatiques à la hausse, ce qui augmentait les réserves en devises et renforçait la crédibilité de ce choix de politique de

16. En 1995-1996, les banques coréennes tiraient un rendement sur fonds propres de 3,8 % et sur actifs de 0,28 %. (Source: Résultats des banques, banque de Corée.)

17. C'est une conséquence logique si l'on se situe dans la perspective du « pari sur l'avenir ». La rentabilité du capital, par un effet de levier, est finalement assurée par la captation d'un pouvoir de marché qui permet de bénéficier pleinement des effets d'envergure et des rendements d'échelle.

18. L'analyse économétrique des relations entre les taux de change nominaux et réels des pays de la zone avec le dollar, le yen et le deutsche mark aboutit à la même conclusion et montre la domination sans partage du dollar comme monnaie étalon. Avant avril 1990, la plupart des pays ont essayé de stabiliser leur monnaie vis-à-vis du deutsche mark et dans une moindre mesure du yen. Au cours de la dernière période, seuls Singapour, la Thaïlande et la Malaisie l'ont fait. Dans ces trois derniers cas cependant, le dollar est resté prépondérant dans les paniers d'ancrages implicites. La Corée et l'Indonésie semblent avoir adopté un ancrage nominal au dollar, tandis que les Philippines ont suivi un régime de taux de change nominal beaucoup plus flexible. Sur la période 1974-1993, Singapour semble avoir ancré sa monnaie au dollar en termes réels, alors qu'aucun pays n'a – même partiellement – stabilisé sa parité réelle vis-à-vis

change. Jusqu'à la crise, les positions couvertes des investisseurs étrangers ne dépassaient pas 13 % de leurs engagements, ce qui revient à dire que l'ancrage nominal a bien joué le rôle d'une couverture implicite, et que les agents réagissaient aux variations de taux en parité couverte (PTIC).

Superposé à ce schéma de dysfonctionnements lié aux structures nationales, on ne peut négliger l'effet des modalités de résolution des crises passées (crise de la dette en 1982, Mexique 1994-1995...) sur les comportements des banques internationales. Les mécanismes de coercition sur les risques pris par ces banques privées étaient et sont toujours inexistants alors que dans le même temps l'essentiel des coûts de restructuration des dettes est imputé aux parties débitrices.

Une fragilisation rapide mais des déséquilibres de natures distinctes selon les pays : de la Thaïlande à la Corée.

Un système financier supportant de tels dysfonctionnements pose un problème de régulation. La stabilisation par la politique monétaire devient inefficace dans la mesure où l'excès d'endettement est déjà réalisé. Dans le cas asiatique, aucune mesure n'est même prise pour tenter d'assainir cette situation. Bien au contraire, les autorités monétaires voient dans l'afflux de capitaux le moyen de digérer leurs déséquilibres. En Thaïlande, ils prennent la forme de crédits interbancaires courts et massifs, qui conduiront à entretenir le pourrissement de la crise financière larvée depuis 1992, sous la forme d'une bulle des prix d'actifs classique. Pour la Corée, les conséquences en seront encore plus profondes. Ces afflux de capitaux étrangers, certes proportionnellement moins importants, suffiront à neutraliser les mécanismes internes de régulation qui auraient pu conduire à une remise en cause des choix stratégiques passés. Non pas spéculation financière, il s'est agi en Corée d'une accumulation aveugle de facteurs de production.

Si dans les deux cas l'accélérateur de la crise a été la fragilité du système bancaire, ce sont bien deux dynamiques distinctes, relatives à deux régimes de croissance distincts, qui se sont mêlés dans la crise asiatique.

On peut distinguer quatre phases qui rythment l'évolution des économies de la région et leur rapide dégradation, depuis la déréglementation financière jusqu'à la crise :

(1) Dans un premier temps, l'ouverture du système bancaire au crédit international conduit à un afflux massif de capitaux (tableau 1), alors que la croissance connaît un affaiblissement. Ces entrées de devises nourrissent les bulles des prix des actifs qui débutent en 1990-1991 en Thaïlande et en 1992 en Corée (graphiques 3 et 4).

(2) Dans une deuxième phase, en 1993-1994, le regain de croissance provoque une nouvelle détérioration des équilibres extérieurs, commerciaux et courants. Les cours boursiers et les prix de l'immobilier entament alors un retournement de tendance et une lente dévalorisation qui à l'exception d'une remontée fin 1995, se prolongera jusqu'à la crise. Paradoxalement, pendant cette période, les entrées de capitaux continuent de croître. Focalisés sur les données macroéconomiques, les marchés internationaux ont surestimé la capacité des

d'actifs. Les réserves en devises vont également continuer de s'accumuler par la suite mais en termes de mois d'importations, elles atteignent leur sommet en 1994, avec 5,7 mois pour la Thaïlande et 2,6 mois pour la Corée.

TABLEAU 1 : FLUX DE CAPITAUX NETS ¹ (EN % DU pm)

	83-88 ²	89.95 ²	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Thaïlande									
Flux de capitaux privés nets ³	3,1	10,2	10,7	8,7	8,4	8,6	12,7	9,3	-10,9
Investissements directs nets	0,8	1,5	1,5	1,4	1,1	0,7	0,7	0,9	1,3
Investissements de portefeuille nets	0,7	1,3	-	0,5	3,2	0,9	1,9	0,6	0,4
Autres investissements nets	1,5	7,4	9,2	6,8	4,1	7,0	10,0	7,7	-12,6
Flux officiels nets	0,7	-	1,1	0,1	0,2	0,1	0,7	0,7	4,9
Variation des réserves ⁴	-1,4	-4,1	-4,3	-2,8	-3,2	-3,0	-4,4	-1,2	9,7
Corée									
Flux de capitaux privés nets ³	-1,1	2,1	2,2	2,4	1,6	3,1	3,9	4,9	2,8
Investissements directs nets	0,2	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,3	-0,4	-0,4	-0,2
Investissements de portefeuille nets	0,3	1,4	1,1	1,9	3,2	1,8	1,9	2,3	-0,3
Autres investissements nets	-1,6	0,8	1,3	0,7	-1,5	1,7	2,5	3,0	3,4
Flux officiels nets	-	-0,3	0,1	-0,2	-0,6	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Variation des réserves ⁴	-0,9	-0,8	0,4	-1,1	-0,9	-1,4	-1,5	0,3	-1,1

Source:FMI [1997b, p. 10]

1. Les flux de capitaux nets comprennent les investissements directs nets, les investissements de portefeuille nets, et les autres flux d'investissements nets de court et long termes, incluant les emprunts officiels et privés.

2. Moyennes annuelles.

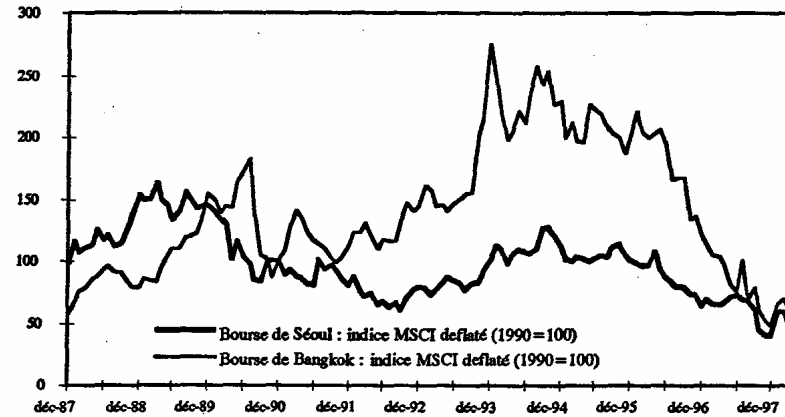
3. Les autres investissements nets peuvent inclure certains flux officiels.

4. Un moins signifie une augmentation des réserves.

(3) Les années 1995-1996 constituent la troisième phase. En 1994, la dévaluation du yuan de 40 % permet à la Chine d'augmenter ses exportations de 35 % dans la même année et de 25 % en 1995. Elle affecte directement les perspectives de croissance des derniers entrants dans le club des pays émergents, dont la Thaïlande. Le retournement du dollar mi-1995, après une phase de dépréciation rapide qui avait amélioré la compétitivité des pays ancrés sur la monnaie américaine, s'ajoute aux premières difficultés et crée une opposition de cycle entre l'économie américaine et l'Asie dans son ensemble. Dans ce contexte, les prix d'actifs continuent de se détériorer en parallèle avec les fondamentaux: la croissance du PIB reste forte jusqu'en 1996, mais de plus en plus soutenue par l'investissement interne. Alors que la perte de compétitivité aurait dû permettre un réajustement structurel, l'investissement reste soutenu. Il passe de 35,7 à 36,8 % du PIB en Corée entre 1994 et 1996 et en Thaïlande de 39 % en 1993 à 41 % en 1995. L'apport du commerce extérieur à la croissance chute fortement, avec une accélération de la dégradation des déficits commerciaux et courants. En Corée, le mouvement est encore creusé par l'effondrement en 1995-1996 du marché des semi-conducteurs. Le déficit des comptes courants passe de -1,2 % du PIB en 1994 à -4,9 % en 1996, essentiellement en raison de la chute des revenus d'exportation. La situation

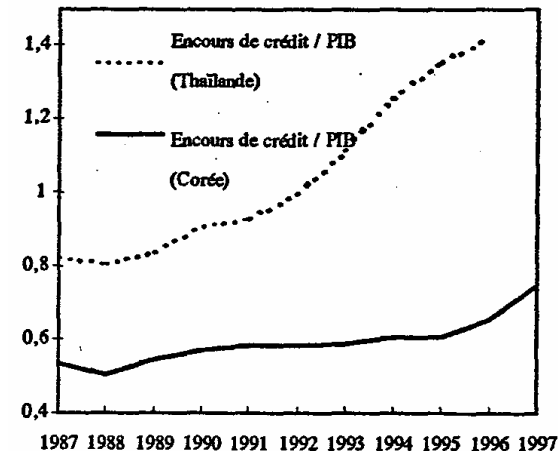
est plus fragile en Thaïlande. Si son degré de développement légitime un déficit courant supérieur (*cf.* modèle d'Akamatsu), avec la détérioration de l'environnement macroéconomique et l'exacerbation des effets adverses issus d'un système de droits de douanes de plus en plus mal adapté [Ramsay, 1998], il deviendra substantiel en 1995 et 1996 et glissera à environ 8 %.

GRAPHIQUE 3 : ÉVOLUTION DES BOURSES CORÉENNE ET THAÏLANDAISE



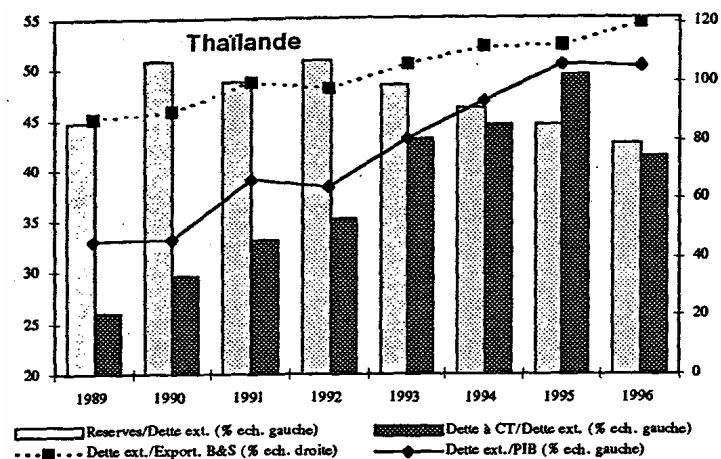
Source: Morgan Stanley

GRAPHIQUE 4 : DÉVELOPPEMENT DU CRÉDIT EN CORÉE ET EN THAÏLANDE



Source: Base de données FERI/FMI

GRAPHIQUE 5 : INDICATEURS DE FRAGILITÉ EN CORÉE ET EN THAÏLANDE



Source: Banque mondiale et Bank of Korea

TABLEAU 2 : RATIO DE DETTE/PROFIT MOYEN DES SOCIÉTÉS
CLIENTES DES SIX PREMIÈRES BANQUES CORÉENNES
(en % - fin 1996)

Cho-Hung Bank	664
Korea Exchange Bank	449
Hanil Bank	317
Commercial Bank of Korea	402
Korea First Bank	397
Seoul Bank	387

CORÉE: CRÉDITS SANS AUCUNS COLLATÉRAUX
(en % du montant total des prêts)

1990	1994	1995	1996
51,4	51,9	55,8	61,9

Source: Base de données FERI/FMI

Du point de vue du crédit, les évolutions thaïlandaise et coréenne sont à différencier (graphique 5, tableau 2). Dans le premier cas, la crise est précédée d'un ralentissement sensible des financements internes alors que dans le second

l'emballement du crédit perdue jusqu'à son déclenchement¹⁹. Il est accentué par la capacité des chaebols à s'endetter directement sur les marchés de capitaux, ce qui n'est pas le cas de la Thaïlande. En Corée, l'orientation des investissements vers des projets d'extension des capacités industrielles et les pressions croissantes sur les banques par les chaebols expliquent cette évolution²⁰. L'absence de réorientation des stratégies industrielles traduit l'aveuglement des dirigeants autant que la paralysie du système organisé par les puissants lobbies industriels.

Les premières tensions apparaissent donc plus tardivement en Corée, sans doute parce que la pyramide financière que constitue l'économie coréenne est moins visiblement inscrite dans les prix des actifs. On observe toutefois une baisse tendancielle de la profitabilité des chaebols [Corsetti et alii, 1997].

En définitive, l'entrée de capitaux s'auto-entretient pour trois raisons principales [FMI, 1997b]: l'appréciation des taux de change réels, la confiance dans les ancrages de change à laquelle s'ajoute l'effet des multiples aléas de moralité, enfin la longue baisse des écarts de taux d'intérêt entre les pays de la zone Asie et les pays industrialisés (tant sur les obligations que sur les crédits syndiqués).

Il est aujourd'hui reconnu par tous que les primes de risque ont été considérablement sous-évaluées d'une part en raison de la perte d'attraction des marchés matures (ralentissement attendu de l'économie américaine, reprise européenne qui se fait attendre, basse conjoncture japonaise), d'autre part de la sur pondération des variables macroéconomiques des pays d'Asie dans les considérations des investisseurs étrangers. Ce n'est pas un accroissement des écarts de rendements anticipés entre pays matures et pays asiatiques qui a favorisé l'accumulation des dettes étrangères à court terme²¹ mais un aveuglement au désastre de la communauté internationale entière.

(4) Le premier semestre de l'année 1997 est la dernière phase qui précipite la crise. En Thaïlande, elle révèle le pourrissement issu de l'éclatement de la bulle des prix des actifs avec la faillite de Finance One. En Corée, elle révèle la cavalerie financière et l'étranglement financier des chaebols, avec la faillite de Hanbo. À mesure que les performances macroéconomiques se détériorent et que la bulle des prix d'actifs se dégonflait, une plus grande partie des financements était consacrée à l'entretien de pertes cachées et au paiement des intérêts, de sorte que l'on est arrivé au début de l'année 1997 à une situation véritablement explosive. À cette époque, la BRI estimait les prêts non performants à 15 % des encours pour la Corée et 19 % pour la Thaïlande.

19. En Thaïlande, la croissance annuelle du crédit passe de 28,9 % en 1994 à 23,1 % en 1995, puis 14 % en 1996. Parallèlement, les taux d'investissement restent stables. En Corée, la croissance annuelle du crédit reste élevée ces mêmes années pendant que les taux d'investissement passent de 35,7 % du PIB en 1994 à 36,8 % en 1996.

20. Les difficultés que connaissent les banques depuis le déclin de la bourse en 1994 avaient conduit le gouvernement à alléger la réglementation sur les possibilités de rapprochement entre les établissements de crédit et les conglomérats industriels, ces derniers étant considérés comme plus solides.

21. 67 % et 65 % des engagements bancaires en Corée et en Thaïlande (1996).

CONTAGION SYSTÉMIQUE DE LA CRISE, DETTE ET CONFIANCE ²²

La crise financière asiatique combine un resserrement brutal de la liquidité à une large insolvabilité des systèmes bancaires des pays les plus affectés, avec dans le cas de la Corée une crise latente du secteur productif privé. Les économistes sont aujourd'hui unanimes pour reconnaître l'interaction complexe des dépréciations des prix des actifs avec des masses de créances douteuses dans les banques, une collusion entre les gouvernements, les banques et les entreprises et une volatilité extrême des marchés internationaux. Les principaux papiers déjà rédigés sur la crise défendent certes des modèles qui mettent plus particulièrement l'accent sur un facteur spécifique, l'aléa de moralité [Krugman, 1998a], les dévaluations compétitives opérées par le marché [Corsetti et alii, 1998] ou encore la panique pure [Radelet et Sachs, 1998], mais dans l'ensemble ils relèvent des canaux de propagation identiques. En revanche les opinions diffèrent sur les politiques de résolution de crise qu'il aurait été plus judicieux d'adopter et les recommandations pour l'avenir du système financier international. Notamment, on ne peut pas rester indifférent aux demandes inflexibles des principales institutions internationales de libéraliser davantage les marchés financiers [BRI, 1997 ; FMI, 1997a]. Même si cela va de pair avec une organisation et une réglementation ordonnées des marchés, la transparence et l'autodiscipline ne sont aucunement des garants de la stabilité dans des économies monétaires dans lesquelles la particularité des actifs financiers et réels est d'avoir une valeur indéterminée a priori. Les crises récentes mettent typiquement en évidence les multiples équilibres sur lesquels les prix des actifs peuvent s'ancrer un temps puis décrocher hors de toute considération des «fondamentaux» des différentes économies. Les réévaluations successives des estimations du FMI pour la croissance de certains pays ou régions en 1998 révèlent sans aucun doute la sous-estimation initiale de la gravité des problèmes structurels, bancaires et/ou productifs (réajustement des prévisions de mai et octobre 1997). Mais elles révèlent également les rigidités politiques domestiques et les effets destructeurs sur les économies réelles des sur ajustements financiers des marchés (réajustements des prévisions de décembre 1997 et mai 1998). Stabiliser la confiance des investisseurs internationaux et des épargnants locaux par des effets d'annonce et des mesures crédibles devient alors la clé de l'interruption des dynamiques contagieuses.

Les principaux canaux de propagation de la crise financière sont retracés dans la section 1.

La fragilité structurelle des systèmes bancaires a été rapidement identifiée par les différents acteurs. Mais l'ampleur de la contagion a été initialement sous-estimée et exacerbée en raison d'une part de la focalisation des institutions internationales sur les variables macroéconomiques traditionnellement mises en cause dans les crises de change et d'autre part du refus des pays les plus touchés par la crise d'admettre l'absence de solution interne aux ajustements déclenchés

22. Pour une chronologie détaillée au jour le jour de la crise, on pourra consulter le site de N. Roubini: <http://www.stern.nyu.edu/~nroubini/asia/AsiaHomepage.html>.

par les marchés. Cette compréhension tardive de la dynamique de la crise induira probablement un coût exorbitant pour les pays se situant à son épiscentre eu égard à leurs déséquilibres initiaux. Les conséquences sur les tissus productifs nationaux des sur ajustements des marchés financiers seront partout telles que l'on peut désormais parler «d'une crise asiatique» (section 2). Par les interdépendances financières et commerciales entre les grandes régions, le choc asiatique s'est avéré d'une portée directement mondiale mais a toutefois montré une certaine résilience du système financier international (section 3).

TABLEAU 3 : SYNOPTIQUE DE LA CRISE ASIATIQUE

	Une accumulation de fragilités		
	Causes profondes	Catalyseur	Causes immédiates
Processus de la crise	<i>Inertie du mode de croissance Asiatique dans la globalisation:</i> - maintien du dirigisme étatique - investissements en facteurs et non en productivité (Ko) - absence de remise en question du mode d'insertion dans le commerce international (Ko)	<i>Libéralisation financière partielle:</i> - ouverture de la balance des paiements : entrées massives de capitaux courts non couverts, bulle des prix des actifs et/ou surinvestissement soutenu par le crédit - retard du dispositif prudentiel	<i>Mouvance de l'environnement international:</i> - dépréciation du yuan réel (Th) - mouvement Dollar/Yen - effondrement du marché des semi-conducteurs en 1996 (Ko)
Déséquilibres macro mais surtout micro-avec des indicateurs avancés mais identifiés après crise	<i>Ralentissement économique:</i> baisse de la production, des exportations <i>Formation d'une bulle financière soutenue par le crédit</i> (Th) <i>Instabilités politiques et corruptions</i>		
Facteurs de myopie	Sous-évaluation des risques (baisse des spreads de taux entre les pays industrialisés et les pays d'Asie): - image d'une croissance vertueuse: forts taux de croissance passés, forte épargne - indicateurs macro et publics solides: inflations faibles, déficits publics faibles voire nuls, ratios dette/PIB bas - nœuds d'aléa moral: ancrages sur un dollar haussier, capitaux couverts par leur échéance courte, garanties implicites des États, aléa moral «Mexique», opacité des comptes, échec des agences de notation qui ont suivi le marché, nature spéculative des collatéraux (Th)		
Déficiences/ résiliences du système monétaire-financier international	<i>Inertie des acteurs et/ou absence de procédure de coercition internationale:</i> - FMI : pondération forte des facteurs macro dans le jugement des indicateurs avancés, pouvoir de coercition faible (problème d'ingérence), pressions politiques - Collusion États-firmes-banques: libéralisation financière partielle, défauts d'apprentissage, inadaptation de la supervision et de la réglementation		

(KO: CORÉE ; TH: THAÏLANDE)

Déroulement de la crise systémique		
Crise	Propagation Interne	Propagation externe
<p><i>Attaques spéculatives et fuite vers la qualité:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> - rôle initiateur des fonds d'arbitrages - déchaînement de la contagion de marché par les canaux réels, spéculatifs, psychologiques, mécaniques (équilibres multiples) - incompétence avérée des autorités locales 	<p><i>Dévalorisation mécanique et étouffement des systèmes bancaires:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> - appréciation des dettes en devises, ventes de détresse et rationnement du financement - faillites massives d'entre-prises, ruées des déposants non discriminantes - politiques monétaires initialement restrictives 	<p><i>Contagion régionale et internationale :</i></p> <ul style="list-style-type: none"> - hausse de l'incertitude sur la qualité des débiteurs - internationaux: non discrimination des risques « Asie » puis « Peg », enfin « Pays émergents » (réévaluation des spreads) - perte de repères du marché, raccourcissement des horizons de décision - propagation financière, interbancaire et commerciale à l'échelle mondiale
<p><i>Identification malaisée de la nature de la crise:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> - cumul des risques de change, de liquidité et de crédit - insolvabilité massive cachée par la crise de liquidité (Ko) 		<p><i>Identification initiale d'un risque «Asie» voire « Pays émergents»</i></p> <ul style="list-style-type: none"> - sous-estimation des interdépendances financières (krach de Hongkong) - croyance en la spécificité de l'économie (Ko)
<p><i>Absence de PDRI ou de Banque centrale leader:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> - faibles crédibilités et inexpérience des banques centrales de la région - manque de coopération régionale - apprentissage d'un FMI aux moyens monétaires limités 	<p><i>Absence de schéma de résolution des crises internationales mixtes (illiquidité et insolvabilité):</i></p> <ul style="list-style-type: none"> - des engagements substantiels aux conditions mal négociées - défaut d'ordre monétaire international 	<p><i>Résilience des marchés matures et rôle du politique:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> - profondeur et résilience des marchés matures - déphasage des cycles - efficacité des coupes circuits - annonce d'un plan de relance japonais - multiples effets d'annonce

TABLEAU 4: RÉÉVALUATION DES ESTIMATIONS DE CROISSANCE POUR 1998

	Prévision mai 1997	Prévision octobre 1997	Prévision décembre 1997	Prévision mai 1998*
Corée	6,3	6,0	2,5	- 0,8 (4,1)
Thaïlande	7	3,5	0,0	- 3,1
Indonésie	7,5	6,2	2,0	-5,0
Malaisie	7,9	6,5	2,5	2,5
Philippines	6,4	5,0	3,8	2,5
Japon	2,9	2,1	1,1	0,0 (1,3)
Asie**	-	7,4	5,7	4,4 (5,9)
Monde	-	4,3	3,5	3,1 (3,7)

* Les prévisions disponibles pour 1999 sont entre parenthèses

** Bangladesh, Chine, Inde, Indonésie, Malaisie, Pakistan, Philippines, Thaïlande, Vietnam.

Source: *World Economic Outlook* du FMI, différentes éditions.

IDENTIFICATION DES CANAUX DE PROPAGATION DE LA CRISE ASIATIQUE

On a vu que la crise financière trouvait des origines dans les particularités des économies asiatiques mais également dans un schéma typique de la libéralisation financière des vingt dernières années. Hors Corée, l'expansion du crédit est fonction d'une valorisation anticipée des prix des actifs financiers et de garanties implicites ou explicites des gouvernements plutôt que de revenus anticipés dans l'activité productive. En Corée, elle est fonction d'investissements productifs massifs dont il s'avérera qu'ils étaient déconnectés de la demande effective. La fragilité prend la forme de bulles du crédit, initialement imperceptibles au niveau macroéconomique mais qui sont susceptibles de faire apparaître des pyramides de créances douteuses au moindre choc, sans revenus pour les absorber. Les crises de balance des paiements à partir de début juillet jouent ce rôle de révélateur. La dévalorisation brutale des devises de la zone met progressivement au jour l'ampleur des déséquilibres accumulés par les systèmes financiers (thaïlandais) comme productifs (Corée). Elle marque le commencement d'une contagion qui va passer par des canaux multiples et rétroagir sur les économies réelles.

A priori les fonds d'arbitrage ont initié la crise du baht mais n'ont pas nécessairement participé à son extension [FMI, 1997b]. Les principaux acteurs ont été d'un côté les banques internationales et les investisseurs institutionnels et de l'autre les épargnants. Les premiers répondent à des normes de rentabilité à très court terme et les seconds craignent de voir disparaître brutalement une épargne peu protégée²³. La couverture implicite qu'offrait le peg sur une appréciation sommaire des fondamentaux macroéconomique disparaît. Très vite, les déséquilibres s'auto-renforcent parce que dans la contagion le marché ne trouve pas de lui-même un point d'ancrage sur lequel pourraient se greffer des anticipations haussières. Selon Radelet et Sachs [1998], les entrées nettes de capitaux privés pour les cinq pays les plus touchés par la crise sont ainsi passées d'environ 93 milliards de dollars en 1996 à -12,1 milliards en 1997. Cela représente une variation de 105 milliards, soit 11,2 % du PIE consolidé avant crise des 5 pays (environ 935 milliards de dollars). Ce réajustement brutal des flux externes de financement se décompose principalement en un assèchement des crédits syndiqués des banques commerciales (77 milliards de dollars) et des réallocations de portefeuilles (24 milliards de dollars), les IDE étant restés stables autour de 7 milliards de dollars. Le reflux des crédits externes après une période d'excès d'endettement a joué le rôle d'accélérateur de la crise pour des économies dont la dette à court terme libellée en devises se montait à environ

23. Les fonds de pension avaient considérablement réduit leur exposition en Asie dès la fin 1996, alors que les banques internationales ont continué leurs prêts jusqu'au déclenchement de la crise à la mi-1997 [BRI, 1998b]. Cela traduit deux types de stratégie selon la nature des créances, des titres sans garanties dans le cas des fonds de pension (actions, obligations) et des dettes interbancaires bénéficiant de multiples garanties dans le cas des banques. Selon la BRI, les investisseurs institutionnels se sont retirés plus tôt en raison de motivations qui pourraient tenir à une modification précoce des perceptions des risques ou à une exposition jugée trop importante. En supposant les risques de rupture de l'ancrage connus de tous les investisseurs internationaux eu égard à l'afflux de capitaux de court terme et au ralentissement observé de la croissance, l'exposition croissante des banques jusqu'à la crise s'expliquerait exclusivement par de l'aléa moral.

175 milliards de dollars à la mi-1997.

Dans la propagation systémique de la crise se sont superposées quatre formes d'ajustements, difficilement discernables empiriquement:

- Une ré-allocation réelle traduit les ajustements suite à une réévaluation soudaine des déséquilibres des économies après une période d'écarts imperceptibles par rapport à d'hypothétiques taux de change réels d'équilibre. Les modèles de crise de balance de paiement de première génération [Krugman,

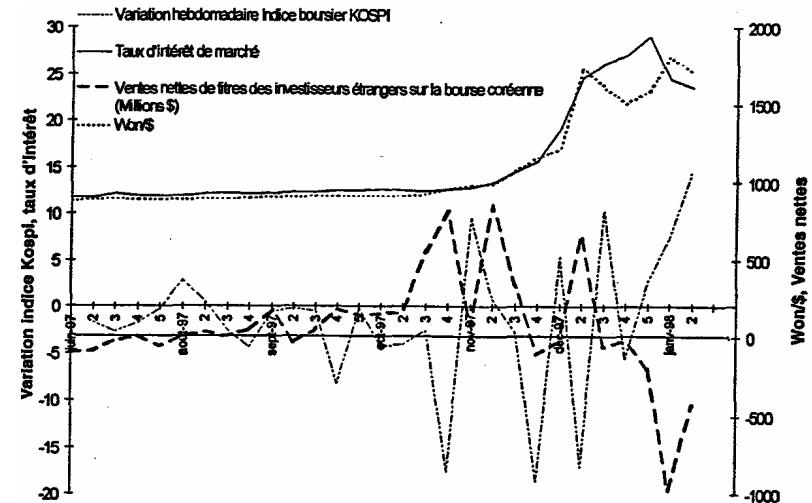
1979] puis de seconde génération [Obstfeld, 1994] imputent par exemple les attaques spéculatives sur certaines monnaies à des déséquilibres macroéconomiques ou des politiques monétaires et budgétaires considérées par les marchés comme étant insoutenables. Le modèle de troisième génération de Krugman [1998a] laisse une plus large place aux déséquilibres privés des agents, avec un endettement excessif garanti par de multiples aléas de moralité et sanctionné comme dans les modèles précédents par des attaques spéculatives. La compréhension des crises au travers de cette seule forme d'ajustement, en référence à des fondamentaux qui ne sont bien souvent que des constructions des marchés, s'avère cependant incomplète. En effet, la nature même de la crise fait évoluer ces fondamentaux sans donc qu'il soit possible de s'y référer pour mesurer la portée des ajustements.

- Une contagion spéculative existe lorsque des gains immédiats sont attendus par les investisseurs. Cette forme de propagation est particulièrement présente sur le marché des changes dans le cas de parités fixes défendues par des Banques centrales insuffisamment crédibles et n'ayant pas de soutien régional ou international clairement défini. La perte de crédibilité des ancrages provient généralement d'une succession de mauvaises nouvelles. La faillite de Finance One en mars 1997 a provoqué la première vague de spéculation. Par la suite, le doute du marché et les tensions sur le baht ont été nourris par des erreurs tactiques des Banques centrales, en mai l'effondrement de la bourse de 8 % en une séance, les interventions mal concertées avec Singapour et Hongkong et la démission le mois suivant du Ministre des Finances thaïlandais. Après le pourrissement de la situation, les attaques spéculatives ont fait céder successivement la parité du baht le 2 juillet, puis du ringgit malaysien le 4 juillet, du peso philippin le 11 juillet, de la roupie indonésienne le 14 août et du bon coréen le 17 novembre. Les monnaies ayant le mieux résisté sont celles des pays dans lesquels les systèmes financiers étaient plus robustes et/ou dont les politiques monétaires ont été plus crédibles. Les dollars de Singapour et de Taïwan ont été volontairement dépréciés le 17 juillet et après le krach boursier du 23 octobre. En revanche, la parité du dollar de Hongkong, véritable protection du yuan chinois, a été sauvegardée jusqu'à aujourd'hui en dépit d'attaques multiples ²⁴. Constitué à partir des données relevées par Park [1998],

24. Le yuan a bénéficié de protections particulières par rapport aux autres devises de la région: (1) 80 % des transactions internationales de la Chine se faisaient à un taux de change qui correspondait à un ancrage réel au dollar; (2) le yuan reste imparfaitement convertible; (3) les entrées nettes de capitaux dans les années quatre-vingt-dix avaient une forte composante en IDE et soutenaient les exportations; (4) les réserves de change cumulées de la Chine, de Hongkong et de Taïwan s'élevaient à un montant substantiel d'environ 300 milliards de \$ en juin 1997.

le schéma suivant illustre la forme typique prise par les attaques spéculatives sur le won entre octobre et décembre 1997. Les spéculateurs ont renouvelé des positions courtes massives sur cette monnaie jusqu'à ce que la Banque de Corée soit obligée d'abandonner l'objectif de 1 000 wons par dollar qu'elle s'était fixé. Au point d'abandon de l'objectif externe, les réserves en devises utiles de la Corée, c'est-à-dire les réserves totales moins les dépôts en devises dans les succursales étrangères des banques coréennes, étaient passées d'environ 22 milliards de dollars en octobre à 6 milliards de dollars en novembre.

GRAPHIQUE 6 : LA CRISE DU WON
(données hebdomadaires relevées par Park [1998])



- Une contagion psychologique se greffe aux formes précédentes lorsque l'incertitude s'accroît. Face à une élévation de la volatilité des principales variables monétaires et financières et donc une réévaluation massive de l'ensemble des risques, cette forme de contagion résulte du rétrécissement de l'horizon temporel dans lequel les agents doivent prendre leurs décisions. Les comportements typiques des crises comme l'imitation, la préférence pour la liquidité ou encore le rationnement du crédit sont alors favorisés par des motivations purement psychologiques et loin d'être irrationnelles comme l'ont démontré certains auteurs à la suite de Keynes [Orléan, 1986 ; Dupuy, 1991].

- Une contagion mécanique s'enclenche à partir du moment où les agents réalisent ou anticipent des pertes inattendues alors que dans le même temps ils ont à faire face à des règlements immédiats ou doivent respecter des normes de rentabilité inconditionnelles. Cette forme de la contagion est la plus destructrice car son interruption ne peut pas passer par des effets d'annonce mais appelle des transferts effectifs de richesse et des prêts de liquidité d'urgence.

Les enchaînements mécaniques dans la crise financière sont multiples et interactifs ²⁵. La préférence pour la liquidité est le véhicule de la crise, que ce soit au travers des ventes de détresse, des ruées sur les dépôts ou du rationnement des crédits tant en termes de prix que de quantité. La forte dépréciation des devises a un effet immédiat de renchérissement des dettes étrangères qui va peser sur les bilans des banques comme des entreprises et enclencher des ruées vers la qualité de certaines monnaies internationales. Il s'ensuit une dynamique auto-renforçante sur les dépréciations initiales, des ventes de devises des agents résidents pour se couvrir contre de nouvelles dépréciations et des ventes de détresse des actifs. Cela accentue la baisse des prix des actifs (actions, immobilier...) et dégrade la richesse nette des agents. Devant l'impossibilité de discriminer des risques massivement réévalués, les prêteurs nationaux comme internationaux rationnent les crédits à un moment où les agents en ont le plus besoin pour faire face à leurs engagements courts. Des ruées sur les dépôts des banques non couverts ont également lieu dans l'ensemble des pays touchés par la crise. Elles sont favorisées par des fermetures trop brutales des institutions insolubles qui de surcroît mettent en doute la qualité des bilans des autres banques, perçues comme étant comparables. Dans une telle situation, une élévation des taux d'intérêt peut s'avérer catastrophique en faisant disparaître le marché du crédit [Mankiw, 1986].

Le tableau ci-dessous montre la perte de richesse d'un investisseur étranger détenant des titres non couverts libellés dans des devises des pays affectés par la crise.

TABLEAU 5: CRISE FINANCIÈRE ET DÉVALORISATION DES PRIX DES ACTIFS

Dépréciation entre fin juin 1997 et fin janvier 1998				
	Corée	Thaïlande	Indonésie	Singapour
Change/dollar	-41,2 %	-53,0 %	- 76,0 %	-17,6 %
Actions	-12,6 %	-7,9 %	-31,8 %	- 26,2 %
Perte pour un investisseur étranger	-48,0 %	-56,7 %	-83,6 %	-39,0 %

En raison des dépréciations du change, la crise devrait typiquement prendre une tournure inflationniste. Cependant, par le canal de l'insolvabilité des systèmes bancaires et en dépit de la forte dépréciation du change et de la chute de la production, le risque déflationniste n'est pas exclu (*cf. infra*). Mais la nature de la crise financière reste semblable dans les deux cas puisqu'elle a pour conséquence ultime de remettre en cause la qualité de la monnaie.

La contagion a des propriétés auto-renforçantes. Elle transforme l'illiquidité en insolvabilité et dégrade progressivement toute la richesse nationale. En

25. Pour une présentation des dynamiques auto-renforçantes du risque de système on renvoie à Aglietta et Moutot [1993]. Les enchaînements des crises financières internationales sont étudiés dans Eichengreen et Portes [1987] et dans Lacoue-Labarthe [1992].

économie ouverte, la totalité de cette richesse peut être détruite si la convertibilité n'est pas suspendue ou si des mesures de prêt en dernier ressort qui puissent restaurer la liquidité et définir un seuil à partir duquel les anticipations du marché pourraient s'inverser ne sont pas prises. Le système de paiement de l'Indonésie a atteint un tel point de rupture, avec une menace sérieuse sur la fonction d'unité de compte de la monnaie. En Corée, une telle issue de la crise systémique a été évitée à la fin décembre 1997 lorsqu'un pool de banques internationales autour du Trésor américain et le FMI ont pris des mesures urgentes de rééchelonnement des dettes qui arrivaient à échéance. Lorsque l'insolvabilité est trop répandue, des mesures de prêt en dernier ressort peuvent cependant s'avérer insuffisantes pour restaurer la confiance. Il faut alors garantir les dettes dont l'échéance est à venir par une recapitalisation des systèmes bancaires.

UNE CONTAGION LONGUE À ENRAYER ET DES CONSÉQUENCES SÉVÈRES POUR LES PAYS LES PLUS TOUCHÉS

La gestion institutionnelle de la crise

La contagion de la crise asiatique a surpris par son ampleur et sa durée. Si certains déséquilibres structurels avaient été clairement perçus dès 1996 avec notamment des injonctions adressées aux gouvernements thaïlandais et indonésien par le FMI ²⁶, les principaux acteurs ont clairement sous-estimé la potentialité de diffusion de la crise. Après coup, il est facile de montrer que des indicateurs étaient au rouge ²⁷. Mais on a déjà vu que des facteurs multiples avaient retardé la perception du véritable problème, la dégradation de la qualité et l'insolvabilité de pans entiers des systèmes bancaires.

En Corée, la contagion n'a été stoppée qu'à partir du moment où des mesures simultanées contre l'illiquidité des débiteurs et l'insolvabilité du système bancaire ont été annoncées. La solution a pris la forme d'une consolidation des bilans des banques avec une garantie de passif du gouvernement et la conversion d'une partie des dettes en obligations d'État pour environ 22 milliards de dollars. Le pool de prêteurs a ainsi injecté immédiatement de la liquidité et accepté de rééchelonner une partie de la dette de la Corée, avec des échéances étalées entre un et trois ans. L'annonce de l'accélération de la restructuration du système bancaire et du renforcement des règles prudentielles et de supervision, mais également l'annonce de licenciements massifs et des concessions multiples ²⁸.

26. «Étant donné la capacité des rapports du FMI à affecter sérieusement l'opinion des marchés, ces rapports sont souvent rédigés de manière à exprimer les conditions macro-financières dans des termes très précautionneux. Par exemple, la fragilité des conditions financières thaïlandaises et indonésiennes était déjà notée dans certains rapports du FMI en 1996 et révélée de manière privée aux autorités économiques concernées» [Corsettialii, 1988, p. 71].

Les fragilités de certains systèmes bancaires asiatiques, associées au manque de transparence et à l'interférence politique sont clairement perçues dans Garcia, Lindgren et Saal [1996]. Voir également Park [1996].

27. Pour une présentation des indicateurs de crises financières développés depuis la crise du Mexique et le sommet du G7 à Halifax en juin 1995, on renvoie à Kaminsky et Reinhart [1996], Goldstein [1997a], Honohan [1997], Kaminsky, Lizondo et Reinhart [1997] et FMI [1998a].

28. La «grande braderie» n'est pas sans rappeler l'exemple mexicain en 1994-1995, avec notamment l'ouverture du capital de la société pétrolière PEMEX aux investisseurs étrangers.

ont participé au retour de la confiance sur les marchés. Une remontée simultanée du won et de l'indice KOSPI a été enregistrée à la fin du mois de janvier 1998.

Avant ces mesures, on a assisté à un apprentissage douloureux et en temps réel de la gestion des «crises du XXI^e siècle» dont parle Camdessus.

Lors des premiers développements, les économies d'Asie ont recherché des solutions internes pour faire face aux attaques spéculatives. Les gouvernements se sont opposés aux recommandations du FMI parce qu'elles étaient ressenties comme la preuve de leur incompétence en matière de politique économique et comme une ingérence intolérable. Ce fut encore le cas de la Corée en novembre 1997 avant son appel à l'aide du Fond monétaire. Les mesures adoptées ont cependant été inefficaces en raison de la faible expérience des Banques centrales en matière de gestion des tensions monétaires (cf. les multiples instruments utilisés partiellement par la Banque de Thaïlande) mais également de la nature des déséquilibres. La faiblesse des réserves nationales eu égard aux engagements externes et l'impossible mobilisation des réserves de la région²⁹ en l'absence d'une économie leader ont eu raison de ces tentatives unilatérales de sortie de crise.

L'entrée en jeu du FMI s'est faite par l'annonce de programmes classiques. Les premières mesures prises par cette institution ont ainsi été critiquées par ceux qui les ont trouvées mal adaptées et trop restrictives eu égard aux spécificités des économies d'Asie et à la nature bancaire de la crise [Radelet et Sachs, 1998 ; Krugman, 1998] mais également par ceux qui recommandaient une autorégulation des excès du marché (certains sénateurs américains, la Bundesbank).

Le FMI s'est initialement focalisé sur la question du change et le risque de déficits publics excessifs avec l'objectif fondamental de maintien de la stabilité des prix, comme s'il avait eu à faire face à des crises de balance des paiements classiques. L'encadré suivant présente les principaux objectifs du Fond ainsi que les montants des programmes et les grandes lignes des lettres correctives adressées aux gouvernements devant la durée de la contagion.

Les politiques restrictives initialement recommandées par le FMI ont eu pour effet de maintenir le climat de défiance des prêteurs potentiels. Le principal souci de ces derniers n'était pas la crise de change en elle-même mais les incertitudes sur la solvabilité des systèmes bancaires. L'opacité complète des informations sur des variables comme la dette à court terme, le volume de créances douteuses des banques ou encore les réserves en devises mobilisables

29. À la fin juin 1997, les réserves brutes de change des cinq pays les plus touchés par la crise se montaient à environ 122 milliards de dollars. En ajoutant les réserves de la Chine, de Hongkong, de Singapour et de Taïwan ce chiffre monte à environ 490 milliards. Enfin, l'ajout des réserves du Japon porte les réserves de la région Asie à la somme d'environ 700 milliards de dollars, de quoi occasionner de sérieuses pertes aux spéculateurs. En comparaison, les fonds gérés par les investisseurs institutionnels de l'OCDE se montaient à 20 000 milliards de dollars à la même époque, sachant que seule une part infime de ces fonds était investie dans les pays émergents. Une ré-allocation de 1 % de ces fonds signifie toutefois des flux immédiats de l'ordre de 200 milliards de dollars. Le Japon a bien proposé en pleine crise de créer un fonds d'Asie doté de 100 milliards de \$ de ressources (auxquelles s'ajoutaient implicitement les réserves consolidées des éventuels adhérents). Le FMI et le G7 avaient alors opposé une fin de non-recevoir, rappelant que ce type de solution n'aurait créé qu'une nouvelle cible pour les spéculateurs d'une part, et aurait d'autre part retardé les restructurations des systèmes bancaires attaqués.

des banques centrales ont fait craindre aux investisseurs des défaillances massives sur le service des dettes asiatiques. Et la fermeture rapide de nombreuses banques en Thaïlande et en Indonésie puis en Corée, comme les perspectives de durcissement de l'offre de crédit et de renforcement des normes de capitalisation, ont contribué à détériorer les systèmes bancaires et à faire fuir les investisseurs. En fait de parité couverte implicite, l'éclatement des ancrages de change a renversé brutalement les comportements des investisseurs dans une logique de parité non couverte des taux, dont la moindre hausse était pressentie comme une validation des craintes de dépréciation et comme de nouvelles difficultés pour le système bancaire.

En dépit d'appels réitérés à la confiance par les principales figures de la scène internationale, Camdessus, Greenspan et Sakakibara (le directeur du Banking Bureau japonais, «Mr Yen») l'horizon des agents a continué à se rétrécir. S'est ainsi posé un conflit entre la politique externe et la politique prudentielle des principaux pays touchés par la crise, avec la question de la détermination optimale du niveau des taux d'intérêt. Une hausse des taux d'intérêt peut en effet avoir un impact désastreux sur la qualité des bilans lorsque les systèmes bancaires sont fragiles. Ce dilemme a été pris en compte tardivement et a été solutionné tout d'abord par le relâchement des conditions restrictives imposées initialement puis par une attention accordée simultanément aux problèmes de crise de liquidité et d'insolvabilité généralisée.

ENCADRÉ: LES PLANS D'AJUSTEMENT ET LEURS PREMIÈRES CORRECTIONS

a) Les lignes directrices et les instruments recommandés:

- interrompre la crise auto réalisatrice (restaurer les comptes courants pour stabiliser les changes, limiter l'inflation, reconstituer les réserves de change): durcissement des politiques monétaires et budgétaires ;
- court-circuiter le risque de propagation internationale: prévenir le défaut généralisé sur la dette à court terme libellée en devises ;
- restructurer et recapitaliser les systèmes bancaires: fermeture immédiate des banques insolubles, restauration rapide de normes de capitalisation minimum, mise en place de supervisions rigoureuses des institutions financières fragiles et rendre les Banques centrales indépendantes ;
- organiser la libéralisation financière pour maintenir l'accès aux marchés internationaux ;
- réformer le secteur non financier: privatisations, suppression des monopoles, régénération des relations banques-entreprises-gouvernements ;
- promotion d'un «social safety net» aux côtés d'un «financial safety net»: flexibilisation des marchés du travail, mise en place de mesures sociales pour les masses de nouveaux chômeurs, instauration de dialogues triangulaires gouvernement-employeurs-employés.

Devant l'extension inattendue de la crise, des lettres d'incitations et autres mémorandums visent à accélérer les réformes des systèmes financiers et des secteurs non financiers, à assouplir des recommandations budgétaire et monétaire initialement trop restrictives.

b) Les fonds engagés par la communauté internationale au 10 avril 1998 (cf. tableau 6).

En Thaïlande, le plan du FMI est approuvé le 20 août 1997 (34 mois, 4 milliards de dollars), puis modifié deux fois le 25 novembre 1997 (renforcement de la discipline budgétaire) et le 24 février 1998 (assouplissement de la discipline budgétaire). En Indonésie, le plan est approuvé le 5 novembre 1997 (36 mois, 10 milliards de dollars), puis modifié deux fois le 15 janvier 1998 (assouplissement de la discipline budgétaire) et le 10 avril 1998 (durcissement de la politique monétaire, demande d'un droit de regard élargi des institutions internationales sur les décisions de politique économique du gouvernement). En Corée le plan est approuvé le 4 décembre 1997

TABLEAU 6 : ENGAGEMENTS DE LA COMMUNAUTÉ INTERNATIONALE

PAYS	Engagements en milliards de dollars				Versements du FMI au 10 avril 1998
	FMI*	Multilatéral**	Bilatéral	Total	
Indonésie	9,9	8,0	18,7	36,6	3,0
Corée	20,9	14,0	23,3	58,2	15,1
Thaïlande	3,9	2,7	10,5	17,1	2,7
Total	34,7	24,7	52,5	111,9	20,8
Rappel Mexique	17,8	-	35,0	52,8	-

* Les Philippines ont également reçu un prêt du FMI de 1,3 milliard de dollars.

** Banque Mondiale et Banque pour le Développement en Asie.

Source: FMI [1998b], Radeletet Sachs [1998].

Cela a mis l'accent sur les limites des moyens du FMI et l'absence cruciale de prêteur en dernier ressort international. Si depuis les membres du FMI ont adopté des dispositions qui permettent au Fond d'offrir rapidement des lignes de crédit en cas de crise locale³⁰, les banques internationales sous l'égide de J.-P. Morgan et du Trésor américain l'ont quelque peu devancé dans cette fonction. Le Fond demeure toutefois le principal initiateur et superviseur des réformes.

Le 24 décembre 1997, 10 milliards de dollars de liquidités d'urgence ont ainsi été prêtés à la Corée (2 milliards du Fond et 8 milliards en provenance de 12 pays). Environ 15 milliards d'une dette étrangère coréenne estimée selon certains entre 80 et 120 milliards de dollars ont pu être réglés fin décembre.

Des risques d'enlèvement pour certains pays

Les récessions économiques des trois pays les plus touchés par la crise, l'Indonésie, la Thaïlande et la Corée, seront proportionnelles tant à l'ampleur des déséquilibres initiaux qu'à la durée des ajustements. Et il n'est pas dit que les programmes économiques structurels demandés par le FMI et acceptés par les gouvernements le seront également par des populations qui commencent à en mesurer les conséquences. Le tableau 7, en données mensuelles, schématise la rapidité, l'ampleur et la forme des ajustements.

Un décalage existe du fait de l'entrée en crise ouverte plus récente de la Corée et l'assainissement semble commencer plus brutalement en Thaïlande, sans doute en raison de ses rigidités structurelles moins nombreuses. Toutefois, par manque de recul et sans données complémentaires fiables, la discrimination des deux modes d'ajustement en fonction de situations productives initiales distinctes s'avère difficile. Aussi, si l'on pense que la Corée devrait connaître un

30. Suite à la dernière assemblée générale du FMI à Hongkong en septembre 1997 ont été créés un mécanisme de financement d'urgence et une clause pour circonstances exceptionnelles qui permettent au Fond de tirer des lignes de crédit sans devoir passer par de longues concertations préalables lorsqu'un pays membre subit une crise de financement.

assainissement plus laborieux du fait de l'impératif de restructurer des pans entiers de son industrie, le scénario suivant a le défaut de lisser des hétérogénéités difficilement discriminantes de la crise. On s'appuie davantage sur une hypothèse de retour de la crise financière sur l'économie réelle en mettant l'accent sur l'impact potentiel de rationnements durables des financements.

TABLEAU 7 :

VARIABLES MENSUELLES ILLUSTRANT LES CONSÉQUENCES NATIONALES DE LA CRISE

En glissement annuel sauf contre indication	Juil 1997	Août 1997	Sept. 1997	Oct. 1997	Nov. 1997	Déc. 1997	Jan. 1998	Fév. 1998	Mars 1998	Avril 1998
Corée										
Inflation biens de consommation	3,3	3,9	4,2	4,2	4,3	7,0	8,3	9,5	9,0	8,8
Production industrielle	6,2	6,7	8,3	7,2	2,8	1,2	-10,8	-1,7	-10,0	-10,8
Exportations	19,3	14,0	13,4	5,2	3,8	1,7	-0,2	20,1	6,5	6,9
Importations	-0,7	-11,3	1,2	-7,0	-12,4	-24,9	-39,8	-30,3	-35,8	-35,5
Balance commerciale (milliards de dollars)	-0,8	-0,4	-0,2	-0,1	2,2	1,5	3,2	3,7	3,9	
Taux de Chômage (%)	2,2	2,1	2,2	2,1	2,6	3,1	4,5	5,9	6,5	6,7
Thaïlande										
Inflations biens de consommation	4,9	6,6	7,0	7,2	7,6	7,7	8,6	8,9	9,5	10,3
Production manufacturière	3,1	-5,2	-6,2	-11,6	-14,4	-8,4	-15,8	-13,3	-21,2	na
Exportations	5,8	0,7	9,9	10,7	-0,5	3,7	-11,9	0,6	-5,8	na
Importations	-11,4	-20,4	-13,1	-22,0	-31,0	-22,4	-47,5	-40,8	-39,3	na
Balance commerciale (milliards de dollars)	-0,6	-0,2	0,1	0,5	0,8	0,6	0,8	1,1	1,1	na

Sources: FMI, Republic of Korea Economic Bulletin [1998], Bank of Thailand Serveur de la Bank of Thailand

Les ajustements pourraient paraître typiques des crises de change, avec un effondrement des importations, une relance des exportations et une amélioration des comptes de la balance des paiements. L'enregistrement d'une amélioration des balances commerciales et courantes dans la plupart des pays à la fin de l'année 1997 et dans les premiers mois de l'année 1998 conforterait ainsi la thèse d'un recouvrement classique si le système financier n'était pas sérieusement déstructuré. Se posent ainsi des questions telles la soutenabilité d'exportations à forts contenus en importations quand la disponibilité du crédit est fortement réduite, ou encore la signification d'une inflation toujours relativement basse alors que les taux de change ont été dépréciés de plus de 50 % face au dollar.

Les comptes nationaux voient leur équilibre brutalement modifié. Malgré l'effet expansionniste sur les exportations de la dépréciation du change, l'offre globale baisse par suite de rationnements massifs des financements internes comme externes, de fermetures en chaîne d'entreprises et de banques insolubles et de l'abandon ou du report d'une multitude de projets d'investissement.

La demande baisse également par suite d'une brutale augmentation du chômage, des ruées sur les dépôts et de la forte réticence des épargnants vis-à-vis de banques locales décrédibilisées, et de politiques budgétaires encore restrictives malgré les concessions du FMI (objectifs de déficits publics de -1 voire -2 % pour 1998 au lieu des + 1 % initialement visés). L'équilibre vers lequel vont tendre les différentes économies est ainsi nettement indéterminé entre la déflation d'origine interne et l'inflation d'origine externe. La préservation de financements orientés vers des investissements rentables, donc principalement aujourd'hui vers le secteur des exportations, paraît ainsi décisive pour éviter de tomber dans l'un de ces deux travers. Encore faut-il ne pas laisser le reste du système productif national à l'abandon mais s'atteler à son assainissement et à sa restructuration. De ce point de vue, un *credit crunch* prolongé aurait des effets puissants en termes de dévalorisation du capital. L'observation des comptes nationaux de la Corée pour le début de l'année 1998 met bien en évidence la forte incertitude sur la tendance qui va s'instaurer. Si la balance commerciale s'est redressée, les exportations restent faibles face à des importations qui se sont effondrées. Et l'observation récente des stocks montrerait que la variable la plus dynamique de l'évolution de la balance a été la forte réduction de leur croissance, à partir de sommets atteints entre 1995 et 1997. De son côté l'Indonésie semble engagée dans une dynamique inflationniste avec une flambée des prix à la consommation, des exportations dynamisées principalement par le secteur pétrolier, une déstructuration progressive de pans entiers du secteur productif et des conséquences sociales dramatiques. Après des redressements au début janvier 1998, la roupie et la bourse indonésienne ont rapidement replongé devant les désordres politiques, la fuite des investisseurs étrangers, le report de certains prêts des institutions internationales et finalement une incertitude radicale à court terme.

La qualité de la monnaie donc la restauration de la confiance dans le système bancaire national est à court terme la clé de la sortie de crise comme on l'a déjà rappelé. La monnaie transporte le cycle du produit et sa qualité repose sur la bonne fin des opérations qui vont suivre son allocation. En Corée ou en Thaïlande aujourd'hui, le rôle des institutions internationales est ainsi d'une part de garantir des consortiums de prêteurs de manière à réenclencher la dynamique du crédit. D'autre part de contrôler l'utilisation des fonds de manière à stabiliser les anticipations de ces prêteurs. L'interlocuteur légitime est le gouvernement qui centralise les dettes, comme c'est maintenant le cas en Corée. De son engagement ferme dans les restructurations internes dans un souci de transparence et d'abandon des pratiques d'interférence passées dépend le redressement d'une économie privée qui est a priori dans l'impossibilité de sortir rapidement et seule du marasme. Les mesures immédiates ont été brutales dans la plupart des pays, avec une forte flexibilisation du marché du travail (lois facilitant les licenciements, assouplissement des contraintes d'horaire...), la révision des lois sur les faillites et la fermeture de milliers d'entreprises, avec en compensation l'instauration de plans sociaux pour les masses de nouveaux chômeurs sans revenus. Sur le plan bancaire, la région manque cruellement d'expérience de la libéralisation mais il semble que les mesures recommandées par le FMI en matière de restructuration, réglementation et supervision aient été finalement bien accueillies par les

gouvernements. La Corée est revenue sur les marchés internationaux dès le début de l'année 1998 avec l'émission de 4 milliards de dollars d'obligations par le gouvernement à une prime de 3 à 4 % au-dessus des titres du Trésor américains. Le scénario optimiste serait que progressivement les mesures prises atténuent l'opacité de l'information sur les emprunteurs, permettent aux investisseurs étrangers de mieux discriminer les risques dans la région, mais surtout permettent à la demande interne de se reconstituer. Les derniers événements en Thaïlande et en Corée (mai 1998) ont toutefois montré que les réformes demandées par le FMI ne seront pas aussi faciles à faire accepter par les Parlements nationaux et ensuite à ancrer dans les comportements ; les risques de dérapage sont encore importants. La seule certitude est que si les déficits publics doivent nécessairement augmenter, le coût de la recapitalisation supporté par le contribuable s'avérera toujours plus profitable eu égard aux pertes réalisées dans les investissements passés.

Les coûts de la crise s'avèreront ainsi substantiels pour les pays situés en son centre.

Au niveau international et malgré les premières craintes au moment du krach de Hongkong et de l'annonce de l'entrée en crise de la Corée, les répercussions immédiates ont été limitées dans les pays industrialisés. Pour les régions émergentes hors Asie, les répercussions sont variables selon les pays concernés. Pour les pays industrialisés, l'intervention tâtonnante mais néanmoins rapide de la communauté internationale a eu pour effet de court-circuiter les potentialités immédiates de contagion systémique dans la finance. Le risque de propagation est réapparu plus tard avec les dilemmes du yen. Et si la notion de risque de système international a été employée par Greenspan dès la fin octobre 1997, l'intervention active sur les marchés de change n'a eu lieu qu'en juin 1998, quand les menaces de rétroaction de la dépréciation du yen sur les devises de la région déjà ébranlées, puis cette fois sur le yuan chinois, Hongkong et indirectement sur les États-Unis sont devenues plus évidentes.

PROPAGATION EXTÉRIEURE ET RÉSILIENCE DU SYSTÈME FINANCIER INTERNATIONAL

Une ré-allocation massive des capitaux à l'échelle internationale

La dégradation de la qualité d'une information qui était déjà très mauvaise au début de la crise a élevé immédiatement les risques des pays appartenant à la zone Asie, puis les risques des pays défendant un peg et présentant un déficit de balance des paiements, enfin les risques sur la quasi-totalité des pays émergents. Les spéculateurs ont testé progressivement toutes les monnaies émergentes rattachées à une ancre pendant que dans le même temps se réalisait à l'échelle mondiale une réallocation massive des capitaux. Le krach de Hongkong d'octobre 1997 puis le risque de défaillance sur la dette privée de la Corée ont eu des effets systémiques incontestables sur les pays industrialisés. Mais la ré-allocation en bon ordre des capitaux, le déphasage des croissances régionales, l'efficacité des coupe-circuits financiers sur les marchés matures et finalement le pragmatisme des principaux acteurs institutionnels internationaux face au

risque de crédit en Asie ont montré la robustesse du système financier international face à une onde de choc sans précédent. On évoque rapidement l'effet de la crise sur les pays émergents avant de se focaliser sur ses répercussions sur le système financier international.

Pour les pays émergents, les risques ont été d'une part systémiques avec les attaques spéculatives et une hausse de volatilité des marchés internes, parfois une hausse durable des primes de risque, et d'autre part commerciaux avec une forte pénalisation des économies liées avec les pays de la zone Asie. Face à la multiplication des attaques spéculatives, certains pays émergents ont mené des politiques monétaires restrictives de court terme, sans avoir à interrompre leur objectif de change fixe (Hongkong, Argentine, Brésil). D'autres ont déprécié leur monnaie en dépit de politiques monétaires fixes (Slovaquie et République Tchèque), en raison de politiques insuffisamment crédibles (ASEAN-4, Corée), ou encore en abandonnant ou en ajustant délibérément leur objectif (Singapour et Taïwan, Russie et Ukraine). Enfin certains pays dont les objectifs de change étaient plus souples ont également dû intervenir (Mexique, Chili). Les primes sur les obligations et le crédit syndiqué ont été réévaluées dans la plupart des pays émergents, signifiant un durcissement généralisé des conditions de financement pour des pays qui sont le plus souvent emprunteurs nets sur les marchés internationaux. Après la phase contagieuse de la crise, certains pays ont toutefois bénéficié rapidement des reflux massifs de capitaux d'Asie, avec notamment une diminution des primes de risque et une appréciation de leur change. En matière commerciale, la crise devrait avoir des effets puissants dans toutes les régions du monde, émergentes comme dans la zone OCDE, cela en raison de la modification des structures des prix relatifs en Asie mais également d'un effet déflationniste sur de nombreux produits échangés.

Pour les pays matures, les préoccupations ont été essentiellement systémiques avec un risque d'effondrement financier pendant le krach de Hongkong en octobre 1997 puis un risque interbancaire exacerbé par la crainte d'un défaut généralisé sur la dette coréenne privée fin décembre 1997.

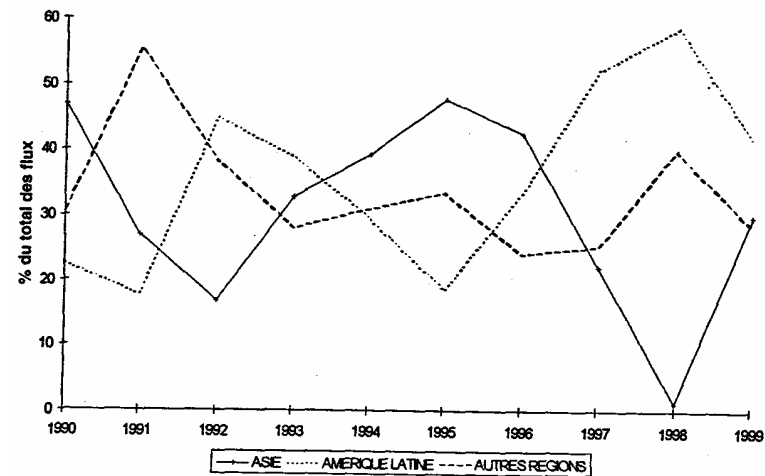
L'impact du krach de Hongkong sur les bourses des pays industrialisés a été immédiat, relativement fort avec des pertes moyennes d'environ 5-10 %, mais finalement très vite recouvré par les principales bourses hors Japon. L'usage efficace des coupe-circuits sur certaines places a donné du temps aux opérateurs pour apprécier les informations qu'ils recevaient. Des ventes déstabilisantes initiées par des mécanismes d'assurance automatique pour couvrir les pertes en capital comme en 1987 ou en 1994 ont également été évitées. Et la fuite vers la qualité a finalement contribué à dynamiser davantage les marchés matures d'actions et obligations.

L'existence de conjonctures régionales déphasées a permis aux marchés matures d'absorber les ré-allocations de capitaux. La baisse des taux obligataires a été accélérée en Europe et aux États-Unis. Au Japon, la baisse des taux nominaux à des niveaux très bas tient davantage à l'impact déflationniste supplémentaire de la crise asiatique sur l'économie nipponne.

La ré-allocation internationale des capitaux s'est également faite entre régions émergentes, avec des transferts vers l'Amérique Latine et les pays en transition. Le graphique 7 retrace sur la dernière décennie le transfert massif de

capitaux entre les deux grandes régions emprunteuses, l'Amérique Latine et l'Asie [FMI, 1997b ; 1998a].

GRAPHIQUE 7 : FLUX DE CAPITAUX PRIVÉS NETS VERS LES PAYS ÉMERGENTS



Le risque de crédit interbancaire a finalement été bien plus préoccupant que le risque de liquidité des marchés boursiers pour les pays industrialisés.

Le tableau 8 présente les créances des banques internationales déclarantes à la BRI sur les trois pays les plus touchés par la crise, ainsi que sur le total de la région Asie. Les économistes de J.-P. Morgan [1998] estiment que les créances totales des banques commerciales japonaises, européennes et américaines sur les cinq pays les plus touchés par la crise étaient respectivement de 97,1 milliards de dollars, 98,1 milliards de dollars et 23,8 milliards de dollars à la fin 1997, soit en pourcentage du capital des banques respectivement 39,2 %, 13,5 % et 6,8 %. Les dettes étrangères des pays d'Asie sont à court terme pour une large proportion, faiblement couvertes par des réserves internationales ou les recettes en exportation mais surtout aujourd'hui fortement appréciées en monnaie nationale et largement douteuses. Les banques américaines sont faiblement engagées en Asie par rapport aux banques européennes et japonaises. Le tableau 9, tiré de J.-P. Morgan [avril 1998], donne des estimations de la fragilité des systèmes bancaires asiatiques ainsi que des besoins de recapitalisation ³¹.

31. Pour comparaison, le coût de la recapitalisation du système bancaire américain a été évalué à 4-5 % du PIB entre 1984 et 1991, celui du système bancaire finlandais à 12-15 % entre 1991 et 1994 (coût des nationalisations) et plus récemment celui du système bancaire mexicain entre 12 et 15 % du PIB entre 1995 et 1997 [FMI, 1998a ; Lindgren et alii, 1996].

TABLEAU 8 :
CRÉANCES DES BANQUES INTERNATIONALES DÉCLARANTES À LA BRI (MI -1997)

Milliards de dollars sauf contre-indication	Créance				Créances CT	Réserves	Créances courtes! Total	Créances courtes! réserves
	Totales	Dont Banques	Dont Secteur public	Dont Secteur privé non bancaire				
Corée	103,4	67,0	4,3	31,6	70,2	34,0	679%	2,06
Thaïlande	69,4	26,1	1,9	41,3	45,6	31,4	65,7%	1,45
Indonésie	58,7	12,4	6,5	39,7	34,6	20,4	59,0%	1,70
Total Asie	389,4	171,3	28,8	188,9	242,2	486*	62,2%	0,80*

* Réserves cumulées des pays de l'ASEAN-4, de la Chine, de la Corée, de Hongkong, de Singapour et de Taïwan

Source: Bri [1998a].

Le risque de crédit subsistera tant que l'assainissement des systèmes bancaires asiatiques ne sera pas réalisé mais également tant que les fortes interférences politiques perdureront. Les plans successifs du FMI puis le rééchelonnement d'une partie importante des dettes à court terme avec la garantie des gouvernements ont réduit en partie le risque de contagion systémique par les canaux interbancaires. Des pertes peuvent cependant rester cachées longtemps dans les bilans et les banques centrales devront donc rester particulièrement vigilantes aux risques sur les systèmes de paiement

TABLEAU 9 : INDICATEURS SÉLECTIONNÉS DE LA QUALITÉ DES SYSTÈMES BANCAIRES DES CINQ PAYS LES PLUS AFFECTÉS PAR LA CRISE

	Corée	Thaïlande	Indonésie	Malaisie	Philippines
Prêts non performants/total des prêts (%)	25-30	25-30	30-35	15 - 25	8-10
Ratio capital/actifs (%)	6-10	6-10	8-10	8-14	15 -18
Ratio capital/actifs après sortie des prêts non performants (%)	-10	-11	- 17	-4	10
Besoin de recapitalisation (en % du pm)	30	30	19	20	0
Consolidation: banques fermées ou suspendues sur nombre total de banques	16/169	56/132	23/240	0/89	-

La fragilité de l'équilibre financier international et les risques d'une deuxième vague de dépréciations

Les risques d'enchaînements déflationnistes au niveau international ont jusqu'à présent été relativement bien jugulés en dehors de la zone émergente d'Asie orientale. Cependant, l'effort de résorption des déséquilibres accumulés dans les systèmes bancaires des pays directement affectés conduit aujourd'hui à une remise en cause complète de leurs régimes d'accumulation. Or la recherche d'un nouveau mode de régulation compatible avec les exigences d'une économie ouverte suscite, de la part des populations affectées, de multiples interrogations sur leur avenir. Comme dans toute phase de transition de

régime de croissance, elle génère une incertitude fondamentale qui affecte la stabilité des anticipations des agents. La brutalité avec laquelle cet état s'est installé en Thaïlande, en Indonésie et en Corée notamment, met à contribution avec une extraordinaire acuité les capacités d'adaptation des populations locales et de recherche en commun d'un consensus sur les nouvelles institutions à créer.

Parvenir à un tel équilibre prendra nécessairement du temps pour ces pays. Ce sera difficile pour les économies encore en phase d'émergence, comme la Thaïlande et l'Indonésie, car la contraction immédiate des revenus issue des répercussions de la crise risque de faire naître des réactions autrement plus violentes au sein de leurs populations pauvres que dans un pays à hauts revenus et pourvu d'un système de protection sociale. Dans les pays en phase post émergente, en Corée plus particulièrement, ces réactions peuvent être moins violentes au départ. Par contre, les risques de blocage dans les réformes, donc les possibilités d'enlisement dans la récession, sont beaucoup plus importantes, compte tenu d'une part de la profondeur de la crise – l'appareil de production est directement remis en cause – et d'autre part de la nature des rapports de pouvoir. C'est particulièrement visible en Corée: malgré le «oui» au référendum organisé par le Chef de l'État sur les réformes économiques à engager, les réactions de violence organisée des syndicats d'un côté, et le refus de coopération, voire même l'opposition illégale des chaebols de l'autre côté, paralysent les autorités qui ne parviennent pas à imposer les restructurations nécessaires.

Les risques de dérapages qui aboutiraient à une deuxième vague de crises de change sont donc encore très importants. Dans cette hypothèse, il n'est pas certain que les mécanismes qui ont permis de contraindre les dynamiques systémiques fonctionneront à nouveau de la même manière. Dans cette perspective subsistent trois questions majeures et loin d'être indépendantes: la fragilité du système financier japonais, la capacité de résistance de la Chine à de nouvelles dévaluations, enfin la soutenabilité des rendements des actions américaines.

La préoccupation majeure de la communauté institutionnelle internationale durant le printemps 1998 a été la situation de l'économie japonaise. Elle présente aujourd'hui des signes évidents de déflation, avec la combinaison d'une inflation décroissante, d'un taux de change orienté à la baisse et de taux d'intérêt préservés par la Banque centrale à des niveaux durablement bas pour ne pas asphyxier le système bancaire. L'influence de la crise asiatique sur l'économie japonaise est particulièrement vive. Au niveau du système financier, le plan de déréglementation financière annoncé fin 1996 est incompatible avec le choix du gouvernement japonais en 1991 d'un processus d'assainissement lent par des voies privées. Ce dernier a en effet conduit au pourrissement de la crise bancaire, a durablement atteint la confiance des ménages en leurs institutions et considérablement accru les coûts de résorption, en fragilisant en vain les institutions les plus aptes à assurer la survie du système financier. L'abandon total de la réglementation des changes au 1er avril 1998 a enclenché un mouvement de fait de l'épargne privée vers des marchés plus rémunérateurs et plus efficaces, via notamment les banques anglo-saxonnes. Ce phénomène répond à des facteurs structurels et va avoir deux conséquences directes: réduire rapidement les marges d'intermédiation au Japon et presser durablement le yen à la baisse. Dans ce contexte, il n'est pas surprenant que le gouvernement japonais ait

annoncé son plan de remise à flot du système financier au moment où la crise asiatique était à son apogée. Le surcoût de la crise asiatique pour les institutions japonaises n'est pas négligeable et avait d'ailleurs provoqué à l'époque une hausse du «Japan premium» et une réévaluation de leurs notations.

En recapitalisant massivement les banques et en finançant largement un nouveau système de garantie des dépôts, le gouvernement veut se dégager rapidement de la contrainte de taux d'intérêt bas qui fonctionne aujourd'hui comme une trappe à liquidité et qui déprime les ménages japonais. Les risques bancaires générés par la crise asiatique restent cependant minimes par rapport à ceux encourus sur le marché domestique³². Ils sont en tout état de cause largement compensés par les enveloppes affectées au plan de stabilisation financière. L'impact psychologique de la crise sur des épargnants japonais déjà affectés par les faillites récentes ne doit toutefois pas être sous-estimé.

C'est plutôt sur le plan commercial que le coup porté au Japon sera le plus élevé. Au-delà des gains de change acquis par les Coréens sur des créneaux concurrentiels, la récession dans la région affecte directement les exportations du Japon en biens de production et en produits de consommation durable. Cela freine ainsi l'unique source de croissance de l'économie³³, pousse à la baisse les seules valeurs solides de la bourse de Tokyo – les valeurs d'export – et bien entendu le yen. Dans ce contexte, avec l'augmentation des faillites en mars à un niveau encore jamais atteint et un NIKKEI évoluant autour des 15 000 points (considéré comme le niveau *moyen* d'annulation des plus values latentes), la restructuration du système financier va s'avérer encore plus difficile. Dans un avenir proche, elle ne permettra pas d'entrevoir une remontée des taux d'intérêt au Japon pour stabiliser la devise nippone. L'évolution du yen pose en retour un autre problème: elle intensifie la concurrence entre le Japon et les exportateurs de la région travaillant sur les mêmes créneaux de production. Il s'agit de Taïwan, Singapour et surtout, Hongkong et la Corée. L'économie coréenne est déjà très affaiblie et les évolutions de la devise nippone font craindre de la part des investisseurs des tentations de dévaluations compétitives qui se traduisent actuellement très clairement par la volatilité des cours boursiers et, à nouveau, par l'accumulation de positions ouvertes contre le won par les fonds d'arbitrages. Dans la mesure où les banques centrales de ces pays (hors Chine, Hongkong et Singapour) ont aujourd'hui une capacité de défense en cas d'attaque spéculative à peu près nulle, par répercussions, c'est toute la zone qui est menacée d'une nouvelle vague de crises de change. Et cette fois-ci, la Chine n'y résisterait probablement pas. Or la Chine et Hongkong jouent véritablement un rôle de verrou dans le schéma asiatique. Un réajustement à la baisse du yuan ou,

32. On estime que sur l'ensemble de leurs avoirs dans la zone Asie, les banques japonaises ne devraient être potentiellement affectées que sur 20-25 % d'entre eux – soit 1 à 1,5 % des actifs. Ces pertes potentielles seraient d'ailleurs particulièrement concentrées sur l'Indonésie, où, compte tenu de la place centrale accordée à ce pays par la politique étrangère japonaise dans la région, les prêts directs aux sociétés locales ont été plus importants que dans les autres pays.

33. Les exportations en volume vers l'Asie du Sud-Est et la Corée ont baissé de 21 % au premier trimestre 1998 par rapport au trimestre précédent, lequel avait déjà baissé de 8 % (Bank of Japan [1998]: *Monthly Report of Recent Economic and Financial Developments*, mai).

ce qui revient au même, du dollar de Hongkong, nourrirait immédiatement un nouvel effondrement des changes dans la région, des monnaies des pays directement concurrents pour l'accueil des IDE, comme la Thaïlande, mais aussi de celles des nouveaux pays industrialisés.

En juin 1998 en tout cas, le discours ambiant qui veut que la Chine procède à son tour et de sa propre initiative à une dévaluation compétitive de sa monnaie n'est pas justifiable sur le plan économique.

Certes les perspectives de croissance très médiocres dans la région risquent d'affecter durement la Chine (46 % de ses exportations sont dirigées en Asie et 23 % vers le Japon), et le gouvernement chinois a d'ores et déjà annoncé que les 8 % de croissance prévus cette année ne seront pas atteints. Toutefois, le pays dispose avec Hongkong des plus grosses réserves en devises au monde (240 milliards de dollars en décembre 1997, soit 9,4 mois d'importations) et sa dette extérieure, libellée à 40 % en yens, ne représentait que 18 % de son PIE en 1997. Par ailleurs, 23 % seulement de cette dette étaient à court terme [PIF, 1971]. Plus encore, le yuan est protégé par une faible ouverture de la balance des paiements chinoise. S'il est vrai que la Chine, en forte concurrence avec la Thaïlande, l'Indonésie et le reste de la péninsule indochinoise (hors Singapour) commence à pâtir des gains de compétitivité acquis par ces pays, le coût de la main-d'œuvre y demeure toujours le plus bas des pays émergents. Enfin, toujours en matière d'IDE, la Chine conserve l'avantage incomparable d'avoir un marché intérieur gigantesque, ce qui situe la question du yuan dans une tout autre problématique. Considérant l'ensemble de ces facteurs, la Chine aurait probablement plus à perdre aujourd'hui d'une nouvelle dévaluation de sa monnaie qu'à y gagner. Au contraire même, la Chine continentale peut tirer certains bénéfices de la baisse de la devise nippone. À travers la re-dynamisation des exportations japonaises, elle favorise le développement des commandes vers les industries localisées en Chine. En outre, une partie importante de sa dette extérieure est libellée en yen.

En revanche, si les autorités chinoises clament haut et fort qu'elles ne toucheront pas leur taux de change, une seconde dévaluation pourrait toutefois intervenir via une attaque du dollar de Hongkong. La faiblesse véritable du verrou chinois se situe en effet ici. Les rumeurs de faillites d'institutions financières locales après le groupe Perigrine, les pertes commerciales engendrées par la crise et amplifiées avec l'évolution du yen, la moindre justification aujourd'hui de Hongkong comme place de transit vers la Chine, un currency board qui n'en est plus un³⁴ et enfin, les risques de retrait de l'activité financière japonaise de cette place, sont autant d'éléments de fragilité qui pourraient conduire à remettre en cause l'ancrage sur le dollar américain. La fébrilité de la Bourse, avec un indice Hangseng proche des 8 000 points contre plus de 16 000 en juillet 1997, est à cet égard un indicateur inquiétant de l'évolution de la confiance des investisseurs. Les fonds d'arbitrage ont ici aussi recommencé depuis la mi-juin à nouer des positions ouvertes contre le dollar de Hongkong,

34. ...la monnaie et quasi-monnaie en dollars de Hongkong étant largement supérieures aux réserves en dollars américains.

qui ont conduit à une poussée des taux courts de 200 points de base. L'économie étant financée en quasi totalité par des crédits à taux indexés aux taux courts, à moins d'utiliser très rapidement les réserves disponibles, on peut se demander combien de temps Hongkong pourra-t-elle résister à ces pressions ?

Dans ce contexte, les risques portés par la baisse du yen pèsent moins directement sur la Chine qu'indirectement, via l'hypothèse d'une seconde vague de crises de change sur les monnaies de ses pays partenaires. Dans cette perspective, on comprend bien l'intervention récente de la Fed sur les marchés de change pour faire remonter le yen. Cette action réintroduit la fonction monétaire et discrétionnaire du prêteur en dernier ressort classique. Devant l'immobilisme des autorités nippones et en l'absence de perspective de remontée des taux d'intérêt, les sorties d'épargne japonaise vers les marchés américains plus rentables ont généré un mouvement continu de dépréciation. Avec la crise asiatique, il se transformait progressivement en panique, puisque les anticipations des marchés ne comportaient plus de cours plancher. L'intervention surprise de la Fed n'avait pour objectif que de stabiliser le yen durablement autour des 140 dollars américains. Elle ne peut certes pas inverser – les anticipations du marché et le faire remonter. Chacun sait que la faiblesse du yen est structurelle et découle directement du problème bancaire, même si sur le moyen long terme le yen reste largement sous-évalué. D s'agissait d'engendrer une «dépréciation productive de court terme» afin de redonner du souffle à l'économie japonaise.

L'expansion vertigineuse de Wall Street mais également d'autres places occidentales depuis maintenant trois ans suscite également de plus en plus d'interrogations. Trois scénarios non exclusifs peuvent être dégagés. Le premier considère que des ratios profits/revenus exceptionnellement élevés et supérieurs à 10 % traduisent la réorientation du mode de production capitaliste vers des activités tertiaires plus profitables. Le second explique la hausse par le gonflement de l'épargne de long terme du fait de l'évolution de la pyramide des âges et de la forte croissance des fonds de capitalisation ; Enfin le dernier postule l'existence d'une pure bulle spéculative qui devra bien se dégonfler à une date inconnue, les problèmes étant de savoir avec quel déclencheur, dans quelle proportion et avec quelle rapidité. Sans trancher un débat qui le sera nécessairement avec le temps, on peut juste poser la question de savoir comment se seraient réalisés les ajustements si Wall Street avait plongé plus fortement dans la semaine suivant le 23 octobre 1997 et si des pertes supplémentaires à celles potentielles sur les créances asiatiques s'étaient additionnées. À cet égard, l'intervention de la Fed sur le marché du yen n'est sans doute pas éloignée de ses préoccupations vis-à-vis de la bourse américaine.

CONCLUSION

La crise asiatique traduit ce que peuvent être les vicissitudes des économies globalisées sur le plan financier, bien plus encore que la crise mexicaine de 1994-1995. Elle met en lumière l'incapacité des marchés financiers à trouver des points stables pour fixer leurs anticipations dès lors qu'une fragilité locale s'est déclarée. Les économies asiatiques s'avéraient certes en porte à faux par

rapport aux normes implicites de la globalisation, mais rien ne justifiait a priori des dépréciations de prix d'actifs et une onde de choc mondiale d'une telle ampleur.

On tire ainsi trois grandes conclusions de cette étude des origines et de la dynamique de la crise asiatique de 1997-1998.

- Pour les pays asiatiques hors Japon, la crise a révélé les problèmes liés à l'adaptation des modes de régulation internes aux exigences découlant de leur insertion dans le SMI. Elle traduit la nécessité de renforcer considérablement les systèmes financiers et notamment la robustesse et la transparence des systèmes bancaires avant toute confrontation directe avec la finance globalisée. Le débat sur l'opportunité pour les pays émergents d'ouvrir d'un seul coup l'intégralité de leurs comptes financiers a notamment été relancé, avec la question de savoir comment limiter l'endettement court en devises, ce dernier jouant un rôle crucial sur la forme et les conséquences des crises de balance des paiements. L'expérience du Chili et de sa règle de dépôt obligatoire sur les entrées de capitaux pourrait par exemple recevoir une attention particulière de la part des acteurs internationaux, privés comme publics [Wyplosz, 1998].

Au niveau institutionnel, la contrepartie de l'ouverture financière des pays asiatiques serait de faire participer certains de ces pays aux instances régulatrices internationales comme la BRI, en particulier dans le cadre des travaux du comité de Bâle.

Enfin, pour les autres pays entrant dans une phase d'émergence, l'efficacité d'un développement se rapprochant du «modèle de l'oie» asiatique demeure aujourd'hui incompatible avec l'ouverture du système financier (compte tenu principalement du caractère dirigiste du régime de production).

- La forme de la crise a été largement auto réalisatrice, même si elle s'est appuyée comme on l'a vu sur des déséquilibres antérieurs profonds. Elle a engendré un risque systémique d'une ampleur sans précédent. Au niveau de sa gestion, la crise financière internationale a montré les limites du FMI et la carence d'une coordination au moins implicite entre les grandes banques centrales. En fonction des moyens limités dont il disposait, le FMI est intervenu «au mieux», certes en sous-estimant initialement la complexité de la crise et la forte instabilité latente des systèmes bancaires asiatiques, mais en réorientant ses programmes fréquemment ensuite, en contradiction avec le côté inflexible couramment dénoncé de l'institution. Les plans d'ajustement proposés ont été immédiatement substantiels, sans toutefois calmer les marchés tout de suite. Ils ont ensuite été réaménagés pour tenir compte de l'urgence des restructurations des systèmes bancaires et de la potentielle expansion du risque d'insolvabilité. La question qui subsiste concerne la gestion des risques combinés de change et de liquidité et donc la forme du prêteur en dernier ressort dans un monde multipolaire dépourvu d'institutions véritablement monétaires au niveau international. On a vu que ces risques avaient perduré de longs mois entre juillet et décembre janvier, jusqu'à ce qu'un pool international de banques commerciales se constitue pour fournir les liquidités dont avait besoin la Corée. Le coût en termes de dévalorisation des actifs des pays les plus affectés mais également d'attaques spéculatives sur certaines monnaies émergentes dont les fondamentaux initiaux étaient meilleurs est hors de proportion avec les déséquilibres initiaux des différents pays. D aurait pu être atténué par une

injection précoce de liquidité et des annonces crédibles sur la souplesse monétaire d'un leader régional *et/ou* international. Encore eut-il fallu tenir compte de la coexistence entre l'illiquidité et une insolvabilité massive dans certains systèmes bancaires nationaux. De ce point de vue, l'acceptation rapide de la garantie des gouvernements était préalable à toute intervention puisque le prêteur en dernier ressort ne doit pas supporter de risque de crédit.

Sur le plan strictement monétaire, la coordination entre les grandes banques centrales a manqué de rapidité, notamment en raison de l'absence d'un leader monétaire régional comme les États-Unis lors de la crise mexicaine. Et l'action de prêteur en dernier ressort de la Fed mi-juin 1998 sur le marché des changes n'est intervenue que parce que la probabilité de propagation indirecte du risque systémique vers les États-Unis s'est révélée plus forte avec la crainte d'une seconde vague de dépréciations en Asie. Ces motivations exclusivement politiques témoignent de la difficulté d'organiser la gestion des liquidités institutionnelles à une échelle internationale. Dans la résolution de la crise présente, l'absence de coopération initiale suscite en outre une certaine perplexité quand on sait que les banques internationales qui ont finalement participé au rééchelonnement des dettes arrivant à échéance s'avèrent être les mêmes qui avaient auparavant pris des risques inconsidérés en Asie. Si l'expérience montre que le prêteur en dernier ressort a des intérêts certains à faire jouer une solidarité de place, donc y compris au niveau international, on ne peut admettre cette mise au second plan du rôle des banques centrales, qui ne peut qu'approfondir de facto le risque futur d'aléa moral.

En définitive, les crises du XXI^e siècle ne pourront pas indéfiniment être contenues par des plans d'ajustement ad hoc comme cela a été le cas lors des dernières crises mexicaine en 1994-1995 et asiatique en 1997-1998. Si l'universalisation de filets de réglementation et de supervision homogènes s'avère une nécessité pour discipliner les marchés, la constitution d'une structure de résolution de crises dont la complexité est extrême, mêlant illiquidité et insolvabilité à une échelle globale, s'avère un impératif urgent pour les institutions internationales et les banques centrales autour de la BRI.

- En ce qui concerne l'évolution de la globalisation financière, la crise asiatique montre le caractère sous-optimal d'une intégration financière trop poussée lorsque les marchés ne sont pas efficaces au sens de la théorie classique. Les échecs de marché qui caractérisent les crises financières renvoient en effet à des formes de contagion bien différentes de simples transmissions issues des interdépendances existantes. n n'est plus possible après les accidents mexicain et asiatique de nier les effets systémiques des crises de marché comme le font par exemple les monétaristes [Bordo et alii, 1995]. La sous-évaluation des risques dans les phases de bulles puis la contagion dans la crise traduisent clairement des équilibres sous-optimaux. Les travaux récents sur les indicateurs avancés des crises financières mettent en évidence l'accroissement substantiel des crises de change et des crises bancaires (les «twin crises») depuis les premières vagues de libéralisation de la fin des années soixante-dix. Si on ne réfute pas les avantages de la globalisation financière, il faut reconnaître que les marchés seuls ne peuvent se développer de manière ordonnée. Le cadre réglementaire des pays emprunteurs doit bien sûr être réformé et harmonisé [Folkerts-Landau *et alii*, 1998], mais il importe également

de réguler l'offre des prêteurs afin de limiter les risques d'aléa de moralité. La prise de conscience récemment élargie des risques de la globalisation financière, avec par exemple un discours différencié entre les philosophies du Fonds ou de la BRI et leurs services de recherches [Stiglitz, 1998], devrait pouvoir faire émerger les moyens coercitifs d'un ordonnancement des flux de capitaux.

Références bibliographiques

AGLIETTA M., MOUTOT P.(1993), «Le risque de système et sa prévention», *Cahiers économiques et monétaires*, n° 41.

AGLIETTA M. (1998), «Dealing with Systemic Risk», Paper presented on the conference on the Aftermath of the Asian Crisis, jointly organised by the Reinventing Bretton Woods Committee and the World Bank. Washington, 13 et 14 mai.

AKAMATSU K. (1961), «A theory of Unbalanced Growth in the World Economy», *Wolkswirtschaft Archiv*, n° 86-2, première publication en japonais (1937).

BANQUE MONDIALE (1993), *The East Asian Miracle: Economic Growth and Public Policy*, Oxford University Press, New York.

BANQUE MONDIALE (1997), *World Development Report*, Banque mondiale, Washington.

BENASSY A. (1996), «Exchange Rates Policies in Asia», conférence KIF CEPII «Les taux de change en Asie », mimeo, décembre, Séoul.

BERNANKE B., GERTLER., GILCHRIST S. (1995), «The Financial Accelerator and the Flight to Quality », *Finance and Economics Discussion Series*, Division of Research and Statistics, Division of Monetary Affairs Federal Reserve Board, July, Washington DC.

BORDO M. D., MIZRACH B., SCHWARTZ A. J. (1995), «Real Versus Pseudo-International Systemic Risk: some Lessons from History», *NBER WP* n° 5371, December.

BORIO C. E. V., KENNEDY N., PROWSE S. D. (1994), «Exploring Aggregate Asset Price Fluctuations across Countries », *BIS Economic Pa pers*, n° 40, April.

BRI (1997), *67e rapport*, 1er avril 1996 -31 mars 1997, BRI, Bâle.

BRI (1998a), *The Maturity, Sectoral and Nationality Distribution of International Bank Lending*, flfst half 1997, January, Bâle.

BRI (1998b), *68e rapport*, 1er avril 1997 -31 mars 1998, BRI, Bâle.

CANOVA F. (1994), «Were Financial Crises Predictable ? », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 26, n° 1, February.

CHAMPONNIÈRE J. R., DOURILLE-FEER E. (1998), «Le poids de l'économie dans les rapports de puissance en Asie orientale », mimeo, juin.

CORSETTI G., PESENTI P., ROUBINI N. (1998), «What Caused the Asian Currency and Financial Crisis ? », mimeo, March.

DAVIS E. P. (1993), *Debt, Financial Fragility and Systemic Risk*, Oxford University Press, Oxford.

DUPUY J.-P. (1991), *La panique*, Delagrangue, Paris.

EICHENGREEN B., PORTES R. (1987), «The Anatomy of Financial Crises», in Portes et Swoboda (eds), *Threats to International Financial Stability*, Cambridge University Press, Cambridge.

FELDSTEIN M. (1998), «Refocusing the IMF », mimeo, February.

FISCHER S. (1998), «Remarks Prepared for Deliver at Midwinter Conference of the Bankers' Association for Foreign Trade», mimeo, January 22nd.

FISHER I. (1933), «Debt-Deflation Theory of Great Depressions », *Econometrica*. n° 1. .

FMI (1997a), International capital markets. Developments, Prospects and Key Policy Issues, November, FMI, Washington.

FMI (1997b), World Economic Outlook - Interim Assessment: Crisis in Asia - Regional and Global Implications, December, FMI, Washington.

FMI (1998a), *World Economic Outlook*, April, FMI, Washington.

FMI (1998b), *The FMI's Response to the Asian Crisis*, April, FMI, Washington.

FOLKERTS-LANDAU D., LINDGREN C. J. (eds), (1998), *Toward a Framework for Financial Stability*, IMF, Washington DC, January.

FRANKEL J. A., ROSE A. K. (1996), «Currency Crashes in Emerging Markets: Empirical Indicators », *NBER WP* n° 5437, January.

GAMBLE W. (1998), «Restructuring in Asia - A Brief Survey of Asian Bankruptcy Law», University of Virginia - Darden School of Business Administration, mimeo, April.

GOLDSTEIN M. (1997a), *The Seven Deadly Sins: Presumptive Indicators of Vulnerability to Financial Crises in Emerging Economies*, Institute for International Economics, Washington DC, April.

GOLDSTEIN M. (1997b), *The Case for an International Banking Standard*, Institute for International Economics, Washington DC, April.

GOODHART C. A. E. (1995), «Price Stability and Financial Fragility», in *The Central Bank and the Financial System*, Macmillan, Londres.

GROSSMAN S., STIGLITZ J. (1980), «On the Impossibility of Informationally Efficient Markets », *American Economic Review*, n° 70.

GUTTENTAG J., HERRING R. (1984), «Credit Rationing and Financial Disorder», *Journal of Finance*, vol. 34, n° 5, December.

GUTTENTAG J., HERRING R. (1986), «Disaster Myopia in International Banking», *Princeton Essays in International Finance*, Princeton, n° 164, September.

HELLEINER E. (1996), «Post-Globalization - Is the Financial Liberalization Trend Likely to Be Reversed? », in Boyer R et Drache D. (eds), *States Against Markets*, Routledge, Londres.

HONOHAN P. (1997), «Banking System Failures in Developing and Transition Countries: Diagnosis and Prediction», *BIS Working Papers*, n° 39, Monetary and Economic Department, January, Bâle.

HUUIONG W. (1998), «Economic Growth of China in the 90's and the Impact of Asian Crises », mimeo, May.

IIF (1997), *People's Republic of China Economic Report*, October 151», Institute of International Finance Inc., Washington.

KAMINSKY G. L., REINHART C. M. (1996), «The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance of Payments Problems », *Board of Governors of the Federal System International Finance Discussion Papers*, n° 544, March.

KAMINSKY G. L., LIZONDO S., REINHART C. M. (1997), «Leading Indicators of Currency Crises », *IMF WP* n° 97/79, July.

KAUFMAN G. G. (1994), «Bank Contagion: A Review of the Theory and Evidence », *Journal of Financial Services Research*, vol. 8, n° 2, April.

KINDLEBERGER C. P. (1978), *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises*, Basic Books, New York.

KRUGMAN P. (1979), «A Model of Balance of Payment Crises », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. II.

KRUGMAN P. (1991), «Financial Crises in the International Economy», in Feldstein M. (eds), *The Risk of Economic Crisis*, University of Chicago Press, Chicago

KRUGMAN P. (1994), «The Myth of Asia Miracle», *Foreign Affairs*, November-December.

KRUGMAN P. (1998a), «What Happened To Asia ? », mimeo, January.

KRUGMAN P. (1998b), *La mondialisation n'est pas coupable - Vertus et limites du libre échange*, La Découverte, Paris.

LACQUE-LABARTHE D. (1992), «Les crises financières et leur propagation internationale», in Girardin (éd.), *Finance internationale - L'état actuel de la théorie*, Economica, Paris.

LINDGREN C. J., GARCIA G., SAAL M. I. (1996), *Bank Soundness and Macroeconomic Policy*, IMF, Washington DC.

MANKIW N. (1986), «The Allocation of Credit and Financial Collapse », *The Quarterly Journal of Economics*, August.

MARINI F. (1991), *Paniques Financières et faillites bancaires*, Thèse, Paris-IX, Dauphine, Paris.

MINSKY H. P. (1982), «The Financial Instability Hypothesis: Capitalist Processes and the Behaviour of the Economy», in Kindleberger et Laffargue (eds), *Financial Crises*, Cambridge University Press, Cambridge.

MISHKIN F. S. (1996), «Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective», *NBER WP* n° 5600, May.

MORGAN J.-P. (1998), *Asian Financial Markets - 2nd Quarter 1998*, Morgan Guaranty Trust Company Economic Research, April, Singapour.

OBSTFELD M. (1994), «The Logic of Currency Crises», *NBER WP* n° 4640

OCDE (1994), *DAC Report*, OCDE, Paris.

ORLEAN A. (1986), «Mimétisme et anticipations rationnelles: une perspective keynésienne », *Recherches économiques de Louvain*, vol. 52, n° 1, mars.

ORLEAN A. (1995), «Contagion spéculative et globalisation financière: quelques enseignements tirés de la crise mexicaine», in Cartapanis A. (ed.), *Turbulences et spéculations dans l'économie mondiale*, août.

PARK Y. C. (1996), «East Asian Liberalization, Bubbles, and the Challenge from China », *Brookings Papers on Economic Activity*, n° 2.

PARK Y. C. (1998), «The Financial Crisis in Korea: from Miracle to Melt down », Paper prepared for the conference on «Coping with Financial Crises in

Developing and Transition Countries: Regulatory and Supervisory Challenges in a New Era of Global Finance », FOND AD, version préliminaire, 13 au 16 mars, La Hague.

RADELET S., SACHS J. (1998), «The Onset of the East Asian Financial Crisis », Harvard Institute for International Development, mimeo, March.

RAMSAY A. (1998), «The Economic Crises in Thailand», The John Hopkins University, School for Advanced International Studies, mimeo, February.

RODRICK D. (1996), «Understanding Economic Policy Reform», *Journal of Economic Literature*, March.

SACHS J., TORNELL A., VELASCO A. (1996), «The Collapse of the Mexican Peso: What Have We Learned ? », *Economic Policy*, n° 22, April.

SCHOENMAKER D. (1996), «The Lender of Last Resort and Contagion Risk in Banking », Financial Markets Group, London School of Economics, mimeo, February.

SCHWARTZ A. (1986), «Real and - Financial Crises », in Capie et Wood (eds), *Financial Crises and the World Banking System*, Macmillan, Londres.

STIGLITZ J., WEISS L. (1981), «Credit Rationing in Markets with Imperfect Information», *American Economic Review*, vol. 71, June.

STIGLITZ J. (1998), «The Role of Financial International Institutions in the Current Global Economy», Address to the Council of Foreign Relations, Chicago, February.

WYPLOSZ C. (1998), «Globalized Financial Markets and Financial Crises», Paper presented at the conference «Coping with Financial Crises in Developing and Transition Countries: Regulatory and Supervisory Challenges in a New Era of Global Finance », organized by the Forum on Debt and Development, 13 au 16 mars, Amsterdam.

Annexe:

INDICATEURS ANNUELS SÉLECTIONNÉS POUR LA CORÉE ET LA THAÏLANDE

	75-82	83-89	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Corée										
Secteur réel										
Taux croissance du PIB réel (%)	7	9,6	9,5	9,1	5,1	5,8	8,6	8,9	7,1	6
Inflation (%)	17,6	3,8	8,6	9,3	6,2	4,8	6,3	4,5	4,9	4,3
Épargne domestique (% PIB)	25,7	32,7	36,1	35,9	35,1	35,2	34,6	35,1	33,3	32,9
Formation de capital fixe (% PIB)	29,4	29,4	37,1	38,4	36,6	36	35,7	36,6	36,8	36,6
Secteur public										
Déficit global du gouvernement (% PIB)	-2,7	-0,3	-0,6	-1,6	-2,6	-1	1	1,1	0,4	-
Secteur monétaire										
Taux croissance de M2 (%)	30	16,8	17,2	21,9	14,9	16,6	18,7	15,6	15,8	16,4
Taux croiss. du crédit domestique (%)	11,6	22,8	24,8	22,4	11,7	12,7	18,4	14,7	19,4	23,3
Crédit au secteur privé (% PIB)	-	0,56	0,58	0,58	0,59	0,60	0,61	0,65	0,75	
Passif étranger des banques (% Passif)	9,4	7,3	6,5	7,7	7,6	6,9	8	10,1	12,8	
Actifs étrangers des banques (% Actif)	-	-6	6	6,7	7,5	8	8,9	10,1	-	
Passif net étrang. banques (milliards US \$)	-	-	-	-	-	20,9	29,2	43,8	58,4	57,1
Passif net étrang. non banques (milliards US \$)	-	-	-	-	-	9,1	11,2	14,3	20,4	23,1
M2/réserves	-	-	6,5	8,3	7,2	6,9	6,4	6,1	6,5	7,7
Secteur externe										
Déséquilibre balan courante (% P)	-4,6	2,5	-0,9	-3	-1,5	0,1	-1,2	-2	-4,9	-2
Taux change réel fin année (12/1990 = 100)	-	-	100	99	94	93	91	88	88	157
Secteur financier										
Tx croiss. annuel indice prix bourse (%)	-	-	-	12,4	11,1	27,7	18,6	14,1	26,2	-42,2
Thaïlande										
Secteur réel										
Taux croissance du P réel (%)	1-	8,1	11,6	8,1	8,2	8,5	8,9	8,7	6,4	0,6
Inflation(%)	9	3,1	6	5,7	4,1	3,4	5,1	5,8	5,9	5,6
Epargne domestique (% P)	19,6	25,4	32,6	35,2	34,3	34,9	34,9	34,3	33,1	31,8
Formation de capital fixe (% P)	23,6	27,7	40,2	41,6	39,2	39,4	39,9	41,8	40,8	35,8
Secteur public										
Déficit global du gouvernement (% PIB)	-5,8	-3	4,4	2,6	2,1	2	2,6	1,6	-0,4	
Déficit du secteur public (% PIB)	-	-	-	4	1,6	0,9	1,8	2,5	2,2	1,9
Secteur monétaire										
Taux croissance de M2 (%)	19,3	18,8	26,7	19,8	15,6	18,4	12,9	17	12,6	16,4
Taux croiss. du crédit domestique (%)	15,6	19,8	26,8	15,5	18	22,7	28,9	23,1	14	-
Crédit au secteur privé (% PIB)	-	-	0,91	0,93	0,99	1,11	1,26	1,36	1,42	-
Passif étranger des banques (% Passif)	5,8	6,3	6,4	6	6,9	11,7	20,3	24,3	23,3	-
Actifs étrangers des banques (% Actif)	-	-	3,3	3,5	3,2	5,2	4,4	4,9	3,4	-
Passif net étrang. banques (milliards US \$)	-	-	-	-	-	22,2	39,4	69,9	77,4	78,8
Passif net étrang. non banques (milliards US \$)	-	-	-	-	-	7,5	8,0	10,4	12,1	11,3
M2/réserves	-	-	4,5	4,1	4,1	4	3,8	3,7	3,9	4,3
Secteur externe										
Déséquilibre balance courante (% PIB)	-5,6	-3,2	-8,3	-7,7	-5,6	-5	-5,6	-8	-7,9	-3,9
Service la dette externe (% PIB)	3,8	5,8	3,8	4	4,3	4,4	4,8	5	5,4	7,1
Tx change réel fin année (12/1930=100)	-	-	100	97	90	88	89	87	80	124
Secteur financier										
Tx croiss. annuel indice prix bourse (%)	-	-	-	16,2	25,6	88,4	19,1	-5,9	35,1	-55,2
Tx croiss. annuel indice prix immobilier	-	-	-	10,8	04,9	118,5	36,8	17,2	48,4	-92,9

Sources: FMI, Corsetti et alii [1998], Radelet et Sachs [1998].